

## II. L'economia mondiale

### Aspetti salienti

Nel 2005 l'economia mondiale è cresciuta a ritmi sostenuti, ma l'inflazione è rimasta moderata, nonostante gli ulteriori rincari del greggio e delle materie prime non petrolifere. Se agli inizi dell'anno l'espansione era stata trainata da Stati Uniti e Cina, successivamente la ripresa ha acquistato più ampio respiro, estendendosi al Giappone e all'Europa continentale.

La crescita e l'inflazione registrate lo scorso anno a livello internazionale hanno superato le previsioni ottimistiche formulate agli inizi del 2005, malgrado gli effetti avversi prodotti dai cambiamenti del contesto macroeconomico. Anzitutto, le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute, sebbene i prezzi delle materie prime siano ulteriormente aumentati nel terzo anno consecutivo di vivace crescita mondiale. L'economia statunitense ha inoltre conservato notevole vigore, malgrado i rincari dell'energia e gli sconvolgimenti causati dagli uragani. Le condizioni finanziarie globali sono rimaste assai favorevoli alla crescita, nonostante la graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria negli Stati Uniti e, pur se in fase meno avanzata, nell'area dell'euro. Infine, sui mercati finanziari ha continuato a prevalere la calma,

Crescita e inflazione								
Variazioni medie annue, in percentuale								
	PIL reale				Prezzi al consumo <sup>1</sup>			
	Media 1991-2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>	Media 1991-2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>
Totale <sup>3</sup>	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Economie industriali avanzate <sup>3</sup>	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
Stati Uniti	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Area dell'euro	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Giappone	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	-0,0	-0,3	0,4
Regno Unito	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Altre <sup>3, 4</sup>	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Economie emergenti <sup>3</sup>	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asia <sup>3, 5</sup>	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
America latina <sup>3, 6</sup>	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Europa centrale e orientale <sup>3, 7</sup>	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Altre <sup>3, 8</sup>	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato; per l'America latina, dati di fine anno. <sup>2</sup> Previsioni prevalenti 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

anche di fronte a un nuovo e inatteso grave deterioramento della bilancia corrente degli Stati Uniti. Benché nel 2005 il disavanzo esterno del paese abbia superato di circa \$100 miliardi le previsioni, il dollaro si è apprezzato in termini effettivi reali.

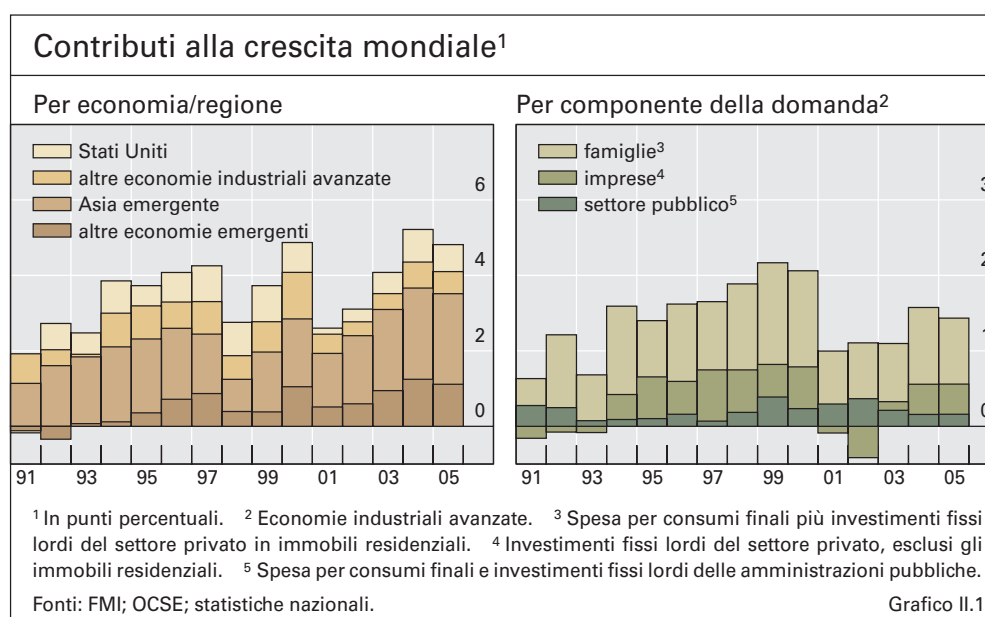
Stando alle previsioni prevalenti per il 2006, il contesto di solida crescita e bassa inflazione dovrebbe proseguire in tutto il mondo (tabella II.1). Il favorevole clima di fiducia delle imprese e una disoccupazione contenuta o in calo confortano l'ottimismo per le prospettive di crescita a breve termine. Tuttavia, diversi aspetti dell'attuale ripresa mondiale appaiono meno positivi: i disavanzi di bilancio sono ampi, il risparmio delle famiglie in varie economie avanzate si colloca su livelli bassi e difficilmente sostenibili, gli investimenti societari restano scarsi e gli squilibri internazionali di parte corrente hanno raggiunto dimensioni senza precedenti. Nel contempo, le prospettive di inflazione sono divenute più incerte, poiché i prezzi del petrolio hanno toccato nuovi record e gli *output gap* si sono ridotti o persino annullati in molti paesi.

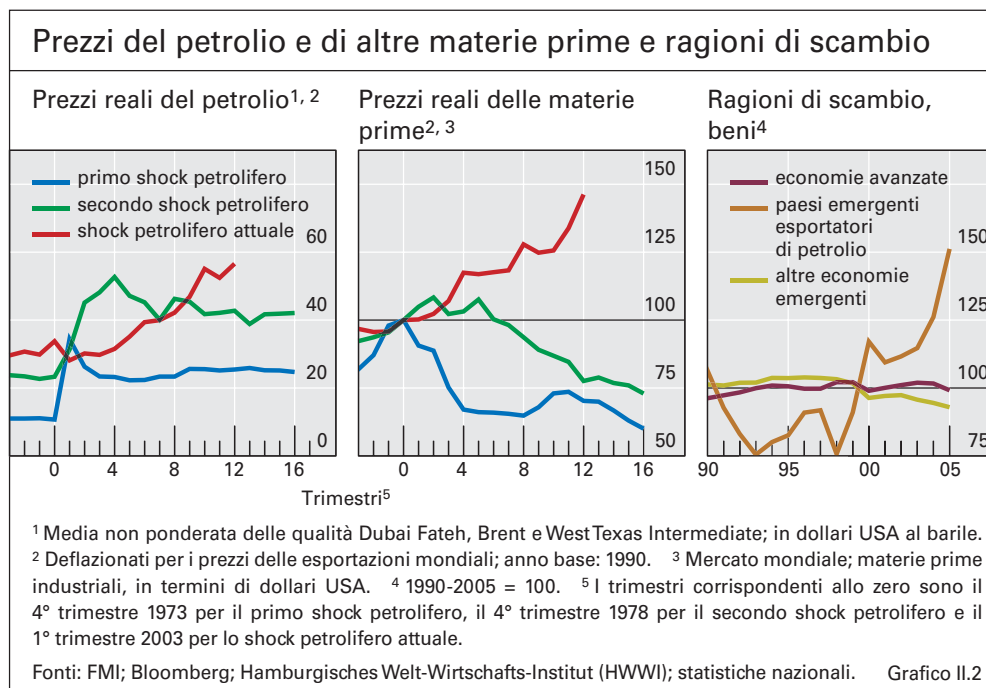
## Rassegna dell'economia mondiale

### *Proseguimento di una crescita vigorosa e di una bassa inflazione*

Terzo anno consecutivo di forte espansione

L'espansione del PIL mondiale nel 2005 ha superato il 4% per il terzo anno consecutivo, facendo di questa ripresa la più vigorosa dai primi anni settanta. Mentre nelle Americhe e in Europa il prodotto ha segnato un lieve rallentamento rispetto al 2004, in Asia la sua crescita si è ulteriormente rafforzata. Lo sviluppo economico cinese è proseguito inarrestabile e il tanto atteso recupero del Giappone ha contribuito al dinamismo della regione, non da ultimo a causa delle sostanziali complementarità fra le strutture commerciali di questo paese e di quelli asiatici emergenti. Nel complesso, oltre la metà dell'aumento del prodotto mondiale nello scorso anno è ascrivibile all'Asia emergente (grafico II.1).





La rapida crescita della domanda (specie nell'Asia emergente) ha favorito nel 2005 un ulteriore rincaro delle materie prime, anche se le pressioni sui prezzi sono state accentuate dai vincoli di capacità nella produzione e nella raffinazione del petrolio. Verso la fine di agosto le quotazioni a pronti del greggio hanno toccato i \$70 al barile, con un incremento del 60% circa rispetto a inizio anno. Il costante rialzo dei prezzi del petrolio in termini reali negli ultimi due anni contrasta nettamente con gli shock petroliferi indotti dall'offerta degli anni settanta, allorché parte dell'iniziale balzo delle quotazioni era rientrata abbastanza rapidamente. I corsi dei metalli di base e di altre materie prime sono anch'essi cresciuti in parallelo a quelli del petrolio (grafico II.2).

L'economia mondiale ha dato prova di notevole tenuta di fronte all'ulteriore forte rincaro dell'energia. Le importazioni nette di petrolio dei paesi dell'OCSE sono state pari a circa l'1½% del loro PIL, ossia mezzo punto percentuale in più che nel 2004, ma meno della metà della quota registrata negli anni settanta. Mentre l'espansione economica dei paesi importatori è rimasta intatta, il sensibile miglioramento delle ragioni di scambio ha dato un impulso alla crescita nelle economie emergenti esportatrici di petrolio e di altre materie prime in America latina, Medio Oriente e Africa.

Un'inflazione tenacemente moderata ha assorbito gli effetti dei rincari dell'energia sulla domanda aggregata nei paesi importatori di petrolio. L'inflazione al consumo è cresciuta solo di poco rispetto ai livelli osservati nel 2004 e non si sono avuti rilevanti effetti di secondo impatto, grazie al proseguimento della moderazione salariale e al limitato potere di manovra dei prezzi delle imprese. Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste saldamente ancorate. In questo contesto, la banca centrale degli Stati Uniti e, in seguito, quelle dell'area dell'euro e del Giappone hanno perseguito strategie mirate alla graduale rimozione dello stimolo monetario (Capitolo IV).

Continua il rincaro delle materie prime ...

... ma la crescita economica mondiale rimane robusta ...

... grazie a un'inflazione contenuta ...

... e alle condizioni di finanziamento distese

Il persistere in tutto il mondo di condizioni di finanziamento agevolate ha fornito un ulteriore contrappeso all'effetto dei crescenti prezzi dell'energia sullo sviluppo economico. I tassi di interesse reali a breve e a lungo termine nelle principali aree valutarie sono rimasti ben al di sotto della loro media di lungo periodo. Unitamente a ciò, i bassi premi al rischio hanno sostenuto le quotazioni di tutte le classi di attività: i prezzi delle abitazioni sono fortemente cresciuti in molti paesi (Capitolo VII) e i corsi azionari hanno raggiunto pressoché ovunque livelli non più osservati da vari anni (Capitolo VI). Spread creditizi eccezionalmente esigui si sono associati a una più rapida espansione del credito, che ha toccato tassi comparabili a quelli degli ultimi anni novanta.

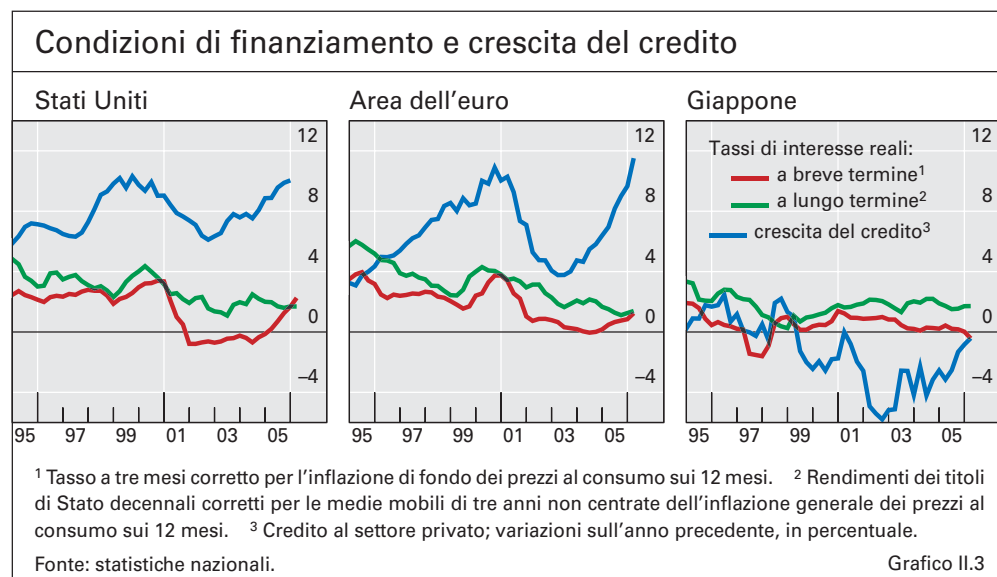
### Segnali di un'espansione economica più bilanciata

L'espansione prosegue negli Stati Uniti e in Cina ...

Gli Stati Uniti e la Cina hanno continuato a essere i principali motori della crescita mondiale nei primi mesi del 2005. Allo stesso tempo, la vigorosa spesa per consumi statunitensi e l'ulteriore fortissima attività di investimento in Cina hanno contribuito a risollevare l'area dell'euro e le economie emergenti dell'Asia dalla fase di debolezza dovuta all'aggiustamento delle scorte nel comparto manifatturiero. Le esportazioni – comprese quelle dei settori dell'alta tecnologia, che avevano precedentemente ristagnato – sono infatti tornate ad aumentare nella prima metà del 2005 in Europa e successivamente in Asia.

... si estende all'area dell'euro ...

Col progredire dell'anno l'espansione mondiale si è estesa. Mentre l'economia statunitense ha mantenuto considerevole slancio e la Cina ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, il rafforzamento della domanda interna ha favorito una ripresa nell'Europa continentale. Sullo sfondo di una robusta ascesa dei profitti, di un miglioramento del clima di fiducia delle imprese e, più di recente, di un maggiore utilizzo della capacità produttiva, nell'area dell'euro la spesa delle imprese ha fatto registrare il più elevato aumento dal 2000. Al contrario, i consumi privati non si sono ripresi. I differenziali di crescita sono rimasti considerevoli fra le maggiori economie dell'area, dove si passa dal rapido sviluppo economico della Spagna, alla crescita sotto la media di Francia e Germania, al ristagno dell'Italia.



La crescente domanda interna ha rafforzato la convinzione che la ripresa in Giappone sia fermamente avviata. La sostenuta spesa delle imprese e la svolta nell'espansione del credito fanno ritenere che il processo di risanamento dei bilanci nei settori delle società finanziarie e non finanziarie abbia infine compiuto il suo corso (grafico II.3). I consumi privati hanno recuperato slancio sulla scia delle migliorate condizioni del mercato del lavoro. La domanda interna si è irrobustita anche in molte economie emergenti dell'Asia (Capitolo III).

... e si consolida in Giappone

L'espansione economica è apparsa altresì più equilibrata dal punto di vista delle componenti della domanda aggregata. Gli investimenti delle imprese sono finalmente tornati a salire in molte economie avanzate, fornendo nel 2005 un contributo alla crescita della domanda interna analogo a quello osservato in precedenti fasi di recupero negli Stati Uniti e in Giappone, ma leggermente inferiore a quello della seconda metà degli anni novanta nell'area dell'euro. La spesa delle famiglie – compresa quella per immobili residenziali – ha rappresentato il 67% circa della crescita totale del PIL nei paesi dell'OCSE, di fronte a oltre l'80% osservato nella prima metà di questo decennio. Il recente calo può essere ascritto al rallentamento degli investimenti in immobili residenziali e all'indebolimento dei consumi privati in seguito alla più moderata attività nel mercato delle abitazioni in Australia e nel Regno Unito, nonché alle gravi turbative causate dagli uragani negli Stati Uniti.

Crescita più bilanciata in termini di componenti della domanda

### *Prospettive e rischi*

Secondo le previsioni prevalenti per il 2006 la crescita mondiale dovrebbe ancora superare il 4% e l'inflazione restare moderata. In effetti, il contesto economico appare favorevole sotto molti aspetti. La fiducia delle imprese è aumentata a livello internazionale, il che fa ben sperare per un ulteriore rafforzamento degli investimenti societari. Vi è stato un miglioramento dei mercati del lavoro negli Stati Uniti e in Giappone, e segnali in tal senso pervengono anche dall'area dell'euro. In Asia sembra che l'economia stia acquisendo una notevole dinamica autonoma. La crescita dovrebbe infine accelerare anche in America latina e rimanere vigorosa nell'Europa centrale e orientale.

Le previsioni prevalenti di una continuazione della vivace crescita nel 2006 ...

Tuttavia, è altresì possibile che la situazione evolva negativamente. Pur prescindendo da eventi potenzialmente catastrofici, quali una pandemia di influenza aviaria o una crisi geopolitica, vari interrogativi si pongono quanto alla sostenibilità di medio periodo delle attuali tendenze economiche.

... sono soggette al rischio di evento ...

L'odierna configurazione delle principali variabili macroeconomiche è decisamente insolita (tabella II.2). In primo luogo, i corsi petroliferi si sono portati a nuovi record e, in termini reali, risultano doppi rispetto alla loro media di lungo periodo. Prima o poi le pressioni inflazionistiche potrebbero intensificarsi, specie se si considera che in molte economie il divario fra prodotto effettivo e potenziale (*output gap*) si sta restringendo o addirittura colmando. In secondo luogo, i tassi di interesse reali a lungo termine continuano a collocarsi su valori assai bassi, nonostante l'aumento intervenuto a partire da inizio 2006. Non sono ben chiare né le ragioni del livello storicamente basso dei tassi di interesse reali, né le implicazioni macroeconomiche di un loro

... e al problema della sostenibilità dei modelli di crescita attuali

2005: un anno insolito						
Medie o totali annui						
	2005	Massimo		Minimo		Media 1980-2004
		Valore	Anno	Valore	Anno	
Crescita del PIL mondiale	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Prezzi reali del petrolio <sup>1</sup>	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Tasso di interesse reale a lungo termine nel G3 <sup>2</sup>	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Tasso di risparmio delle famiglie USA <sup>3</sup>	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Saldo finanziario delle imprese USA <sup>4</sup>	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Disavanzi correnti <sup>5</sup>	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

<sup>1</sup> Media non ponderata delle qualità Dubai Fateh, Brent e West Texas Intermediate; in dollari USA al barile. Deflazionata per i prezzi delle esportazioni mondiali; anno base: 1990. <sup>2</sup> Rendimenti dei titoli di Stato decennali corretti per le medie mobili di tre anni non centrate dell'inflazione generale dei prezzi al consumo sui 12 mesi. Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>3</sup> In percentuale del reddito disponibile. <sup>4</sup> Risparmio meno investimenti, in percentuale del PIL. <sup>5</sup> Somma delle economie con disavanzo del conto corrente, in percentuale del PIL mondiale.

Fonti: FMI; Bloomberg; statistiche nazionali. Tabella II.2

eventuale brusco aumento dopo un lungo periodo di valori contenuti. In terzo luogo, negli Stati Uniti, mentre le imprese risultano risparmiatrici nette, lo scorso anno gli indicatori del risparmio delle famiglie sono divenuti negativi. Infine, i disavanzi di parte corrente si sono ampliati a livelli senza precedenti. L'insieme delle posizioni di conto corrente dei paesi con un deficit verso l'estero rappresenta più del 2½% del PIL mondiale ed è attribuibile in gran parte agli Stati Uniti.

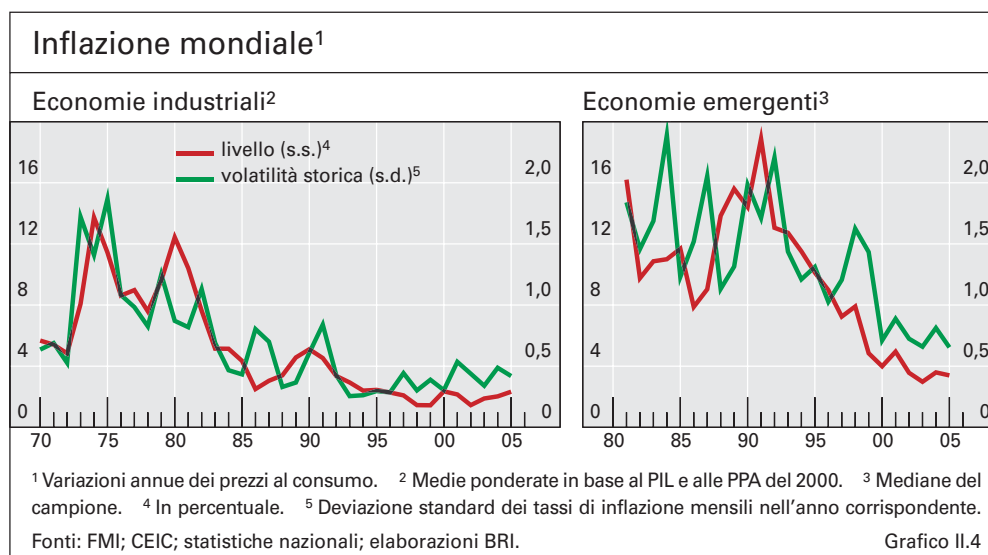
## Inflazione e processo di determinazione dei salari nell'economia mondiale

### *Tendenze mondiali dell'inflazione*

Inflazione ancora  
bassa e stabile

L'inflazione mondiale è rimasta bassa e stabile nel periodo in esame, nonostante il proseguimento di una robusta crescita economica e il rialzo dei prezzi dell'energia (grafico II.4). L'inflazione generale al consumo negli Stati Uniti è aumentata al 4¾% lo scorso autunno, allorché, dopo gli uragani, i prezzi dei carburanti hanno toccato un massimo, ma è nuovamente calata verso la fine dell'anno. Anche in altri paesi industriali avanzati essa si è mossa al rialzo nell'anno trascorso, restando nondimeno contenuta in base ai parametri storici. L'incremento dei prezzi al consumo ha segnato una moderazione in America latina ed è rimasto relativamente stabile nell'Europa centrale e orientale, mentre nell'Asia emergente ha seguito andamenti differenziati, diminuendo in Cina malgrado la continua rapida crescita economica e aumentando in vari altri paesi (Capitolo III).

I tassi di inflazione di fondo sono rimasti sostanzialmente invariati negli Stati Uniti e in Europa, cosicché il divario fra l'inflazione generale e quella di



fondo è divenuto particolarmente ampio nel terzo trimestre 2005. In Giappone l'inflazione al netto degli alimentari freschi è risalita all'1/2% intorno alla fine dell'anno. Nelle economie di mercato emergenti l'inflazione di fondo è invece rimasta perlopiù stabile.

Inflazione di fondo sostanzialmente invariata

Il fatto che l'inflazione generale non abbia seguito il movimento al rialzo dei corsi petroliferi si pone in netto contrasto con le spirali salari-prezzi che caratterizzarono gli anni settanta, ma è coerente con la tendenza, più recente, a una minore persistenza dell'inflazione. Dal 1970 al 1989 nei paesi del G7 più dell'80% dei rincari avvenuti nei sei mesi precedenti perdurava nel mese successivo. Tale quota è scesa a meno del 50% negli Stati Uniti dopo gli anni novanta, e si è ridotta in maniera analoga in Canada, Giappone e Regno Unito. Quanto all'area dell'euro, le evidenze sono più eterogenee. Il grado di

La minore persistenza dell'inflazione ...

Contributo di un fattore comune all'inflazione nelle economie avanzate <sup>1</sup>										
	Livello del tasso di inflazione					Volatilità del tasso di inflazione				
	Media 1970-1989	Media 1990-2005	Differenza <sup>2</sup>			Media 1970-1989	Media 1990-2005	Differenza <sup>2</sup>		
			Totale	Spiegata da				Totale	Spiegata da	
				Fattore comune <sup>3</sup>	Specificità paese <sup>3</sup>				Fattore comune <sup>3</sup>	Specificità paese <sup>3</sup>
Stati Uniti	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Giappone	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Germania	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3
Francia	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Regno Unito	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Italia	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Canada	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
OCSE	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

<sup>1</sup> I tassi di inflazione di 22 paesi dell'OCSE sono scomposti in un fattore comune (comovimenti fra paesi) e in fattori specifici ai singoli paesi utilizzando un modello fattoriale dinamico. <sup>2</sup> Differenza fra i periodi 1970-1989 e 1990-2005. <sup>3</sup> Contributo alla differenza.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI. Tabella II.3



persistenza dell'inflazione sembra essere diminuito anche in molte economie emergenti.

Un'altra tendenza globale rimasta inalterata è la minore dispersione internazionale dei tassi di inflazione. Nel 2005 i tassi di inflazione nelle economie avanzate risultavano situarsi entro un intervallo dello 0-3% circa, contro una fascia di circa 20 punti percentuali nel 1980. Sempre nel 2005, i coefficienti di variazione dei tassi di inflazione erano calati a meno di 0,5, da 1,2 di metà anni ottanta. Anche nell'area emergente le efficaci misure di stabilizzazione macroeconomica hanno diminuito la dispersione dei tassi di inflazione a partire da metà anni novanta.

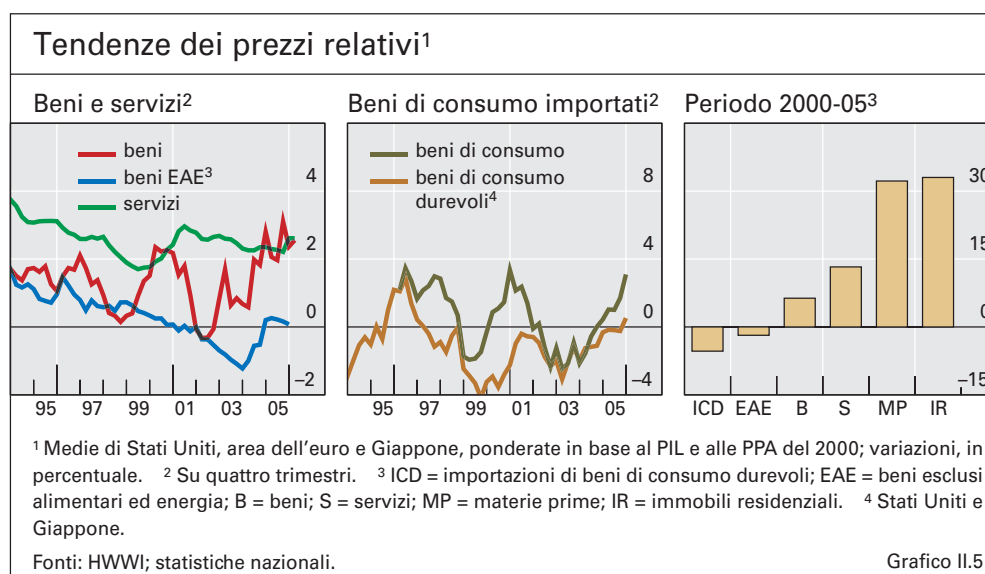
Le forze all'origine di queste tendenze di lungo periodo del processo inflazionistico non sono del tutto chiare. La massima parte del calo nel livello e nella variabilità dei tassi di inflazione è riconducibile a un fattore comune (tabella II.3), che tuttavia riflette probabilmente cause economiche alquanto diverse. Un primo elemento risiede nei cambiamenti nella conduzione della politica monetaria. Da questo punto di vista, le tendenze globali dell'inflazione sono il risultato di una modifica simultanea delle politiche economiche interne di numerosi paesi. Un'altra determinante, veramente globale, è la crescente integrazione internazionale dei mercati dei beni e dei fattori produttivi, accompagnata da una variazione delle condizioni di domanda-offerta a livello mondiale. A tale riguardo, l'apertura economica della Cina, dell'India e dell'ex blocco sovietico, ma anche la crescente forza economica dell'Asia e dell'America latina, hanno avuto un ruolo cruciale. La maggiore significatività evidenziata da misure mondiali della capacità inutilizzata come determinanti dell'inflazione interna è un indizio del carattere sempre più globale del processo inflazionistico (Capitolo IV).

Le ampie variazioni dei prezzi relativi intervenute a livello mondiale negli ultimi cinque anni circa avvalorano la tesi secondo cui i cambiamenti dell'economia reale hanno influito sulle dinamiche globali dell'inflazione. Da un lato, i corsi delle materie prime sono aumentati di oltre il 30% (grafico II.5), in concomitanza con un'esplosione della domanda di materie prime, prodotti

... e la sua  
contenuta  
dispersione sono  
fenomeni globali

Forze all'origine  
delle tendenze  
inflazionistiche  
comuni

Le variazioni dei  
prezzi relativi  
confermano  
l'influsso della  
globalizzazione  
sull'inflazione ...





di base ed energia da parte delle economie emergenti: i paesi esterni all'OCSE sono stati all'origine di circa i due terzi della crescita del 20% registrata dalla domanda internazionale di petrolio dal 1995 al 2005. Dall'altro lato, l'offerta di beni manufatti è fortemente cresciuta grazie alle esportazioni di questi mercati emergenti di nuova integrazione. Ad esempio, i volumi delle esportazioni dalle economie in via di sviluppo dell'Asia sono saliti del 15% circa l'anno nel 2000-05. Contemporaneamente, nei principali paesi industriali i prezzi delle importazioni di beni di consumo durevoli sono diminuiti del 5%, mentre quelli di molti beni non oggetto di commercio internazionale hanno continuato ad aumentare.

Questi movimenti dei prezzi relativi contrastano decisamente con quelli osservati in occasione dello shock petrolifero di fine anni settanta. Fra il 1978 e il 1981, infatti, i prezzi di beni, servizi e materie prime nelle economie del G3 crebbero pressoché uniformemente del 25-35%.

... e contrastano nettamente con il passato

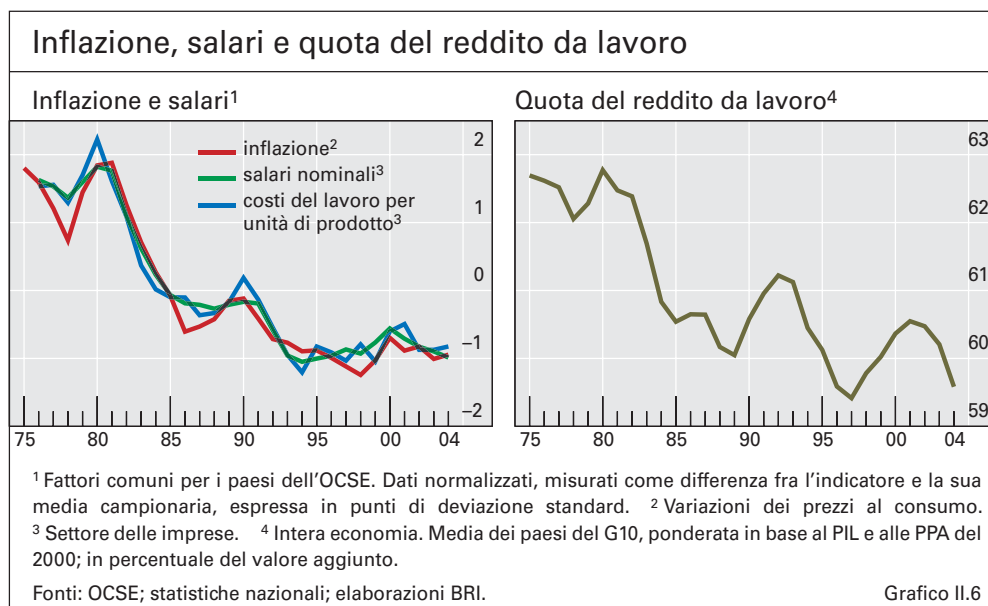
### Processo di determinazione dei salari e globalizzazione

Il calo tendenziale dell'inflazione è andato di pari passo con una notevole moderazione della crescita dei salari nominali. La progressione dei costi unitari del lavoro è rallentata parallelamente ai salari nominali, e la quota del reddito da lavoro sul valore aggiunto totale è scesa del 5% negli ultimi trent'anni circa (grafico II.6).

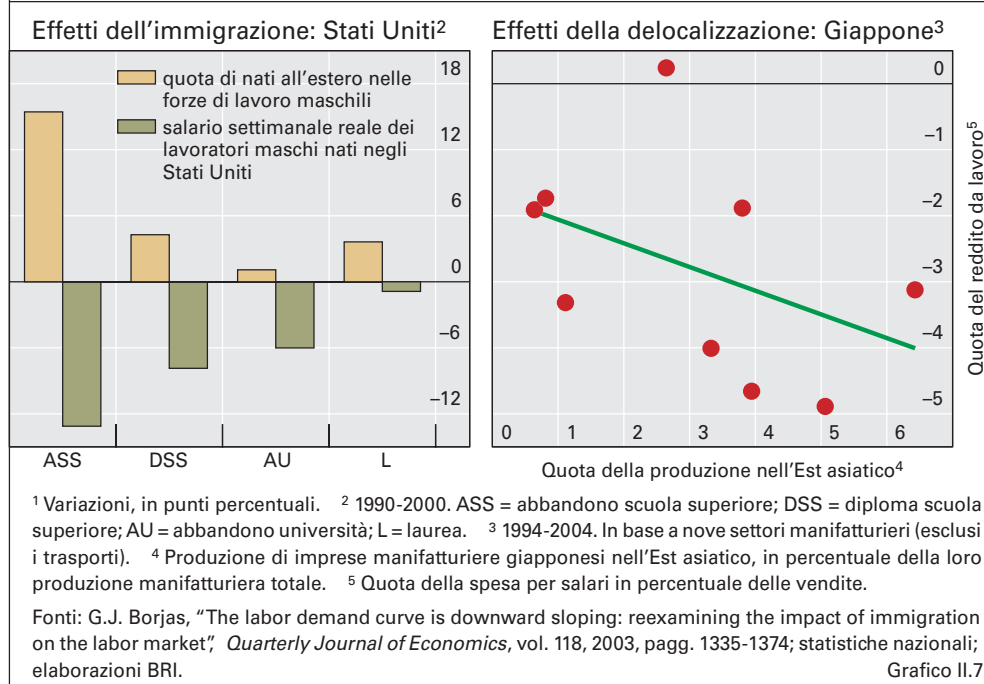
Moderazione durevole della crescita dei salari nominali ...

Senza dubbio, vari fattori sono intervenuti in questo processo. Molti osservatori sostengono che la maggiore credibilità della politica monetaria, conseguita attraverso una risposta più attiva agli shock inflazionistici, abbia contenuto gli aumenti salariali fornendo un'ancora più salda alle aspettative di inflazione (Capitolo IV). Oltre a ciò, la maggiore crescita della produttività del lavoro, grazie a una più elevata intensità di capitale e al progresso tecnologico, ha anch'essa contribuito a limitare gli incrementi dei costi unitari del lavoro. Infine, insieme a un calo nel tasso di sindacalizzazione e a una maggiore decentralizzazione della negoziazione collettiva, la deregolamentazione dei

... per effetto di vari fattori



## Globalizzazione e salari<sup>1</sup>



mercati del lavoro interni nell'ultimo decennio ha avuto la tendenza a ridurre il potere contrattuale di alcune categorie di lavoratori.

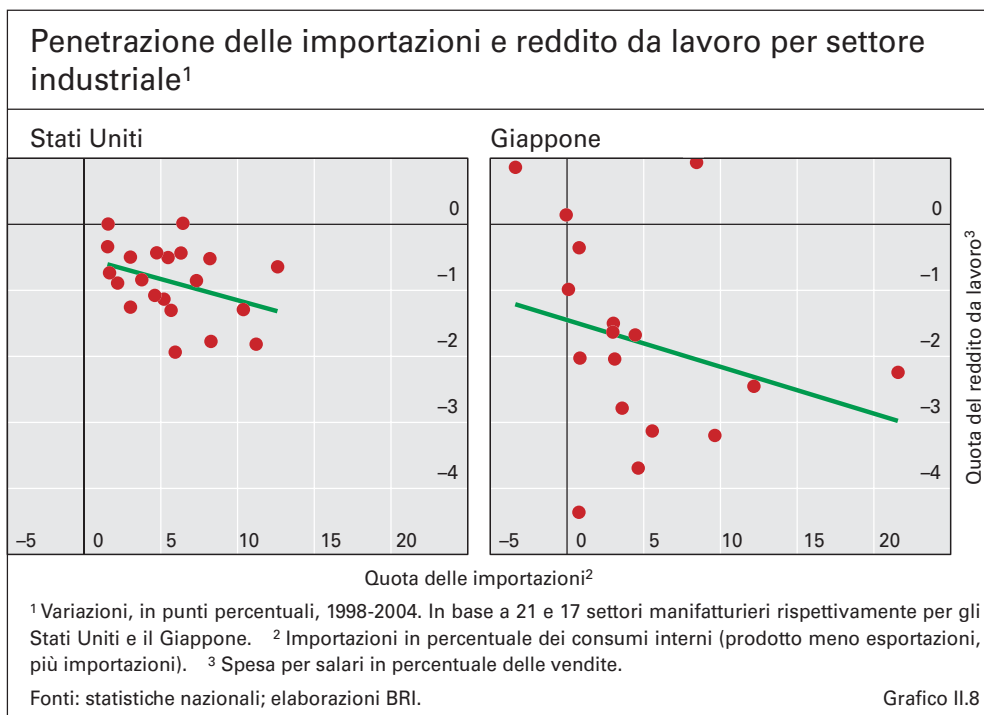
Al tempo stesso, non va sottovalutato l'influsso del processo di globalizzazione. Secondo alcune stime, l'integrazione delle economie di mercato emergenti nel processo di produzione internazionale ha di fatto raddoppiato l'offerta di lavoratori attivi nell'economia mondiale. Unitamente ad altri aspetti della globalizzazione, ciò ha verosimilmente influito sulle politiche del mercato del lavoro e sulla determinazione dei salari nelle economie industriali avanzate, e questo attraverso almeno tre canali.

In primo luogo, l'accresciuta mobilità internazionale del lavoro ha contribuito ad allentare i vincoli di offerta nei mercati interni, il che sembra aver moderato le pressioni al rialzo sui salari, specie nel caso dei lavoratori poco qualificati (grafico Il.7). La consapevolezza che un numero crescente di impieghi è esposto alla concorrenza degli immigranti potrebbe esercitare un influsso significativo sui salari nei paesi con un'elevata penetrazione del lavoro estero. Ad esempio, negli Stati Uniti il flusso di immigranti, che ha accresciuto dell'11% l'offerta di lavoratori maschili fra il 1980 e il 2000, si stima abbia rallentato di 3 punti percentuali la crescita dei salari. Nell'Europa occidentale la proporzione media annua degli immigrati sul totale della popolazione è praticamente raddoppiata dalla caduta della cortina di ferro nel 1989. L'effetto della mobilità transnazionale delle forze di lavoro sulle retribuzioni all'interno dell'Europa potrebbe essersi intensificato ulteriormente dopo l'allargamento dell'Unione europea nel 2004. Nel Regno Unito, ad esempio, nei settori dove gli stranieri rappresentano una porzione elevata degli addetti, si sono osservati nel 2005 cali significativi delle remunerazioni per lavoro straordinario.

In secondo luogo, la delocalizzazione – effettiva o paventata – della produzione ha limitato il potere contrattuale dei lavoratori e dei sindacati in

La globalizzazione influisce sulla determinazione dei salari ...

... attraverso una maggiore mobilità della forza lavoro ...



molti paesi industriali. La rapida crescita del commercio degli input materiali, come parti e componenti, è indicativa della sempre maggiore integrazione verticale dei processi produttivi a livello internazionale. Il tasso di espansione del commercio mondiale di parti e componenti si è collocato in media al 9% nel periodo 1990-2000, contro il 6½% registrato dall'interscambio mondiale complessivo. Negli Stati Uniti la quota degli input materiali sul totale delle importazioni è salita dal 12 al 17% fra il 1992 e il 2000. Sebbene le ripercussioni si siano fatte sentire soprattutto nel settore manifatturiero, i posti di lavoro più qualificati e a più elevata retribuzione nei settori dei servizi stanno divenendo sempre più contendibili. L'impatto del trasferimento degli impianti di produzione è sensibile in Giappone, dove le industrie che hanno attivamente perseguito strategie di delocalizzazione hanno in genere ridotto più fortemente le quote dei redditi da lavoro (grafico II.7, diagramma di destra). In Germania imprese di grandi dimensioni sono riuscite a negoziare riduzioni dei salari reali in cambio dell'abbandono dei progetti di trasferimento della produzione.

Infine, l'apertura dei mercati dei beni e, sempre più, dei servizi alla concorrenza internazionale ha accentuato le pressioni sui produttori dei paesi industriali avanzati. La maggiore contendibilità dei mercati dei beni ha costretto le imprese nazionali in posizione dominante a intensificare gli sforzi volti a tagliare i costi. La riduzione del monte salari ha rappresentato un elemento centrale delle strategie mirate a limitare il vantaggio di costo di cui godono i produttori nei paesi di recente globalizzazione come la Cina e l'India. La quota dei redditi da lavoro è in media scesa maggiormente proprio nei settori dove la penetrazione delle importazioni è stata più elevata, come quello dell'abbigliamento (grafico II.8).

... le possibilità di trasferimento della produzione ...

... e l'accresciuta concorrenza

### Prospettive

Le previsioni prevalenti indicano il protrarsi di una bassa inflazione

Secondo le aspettative prevalenti, l'inflazione dovrebbe restare bassa e stabile nel 2006, sebbene le prospettive al riguardo siano di recente divenute più incerte. Vari indicatori segnalano un aumento dei rischi inflazionistici dovuto al crescente utilizzo delle risorse. Gli *output gap* nazionali si stanno assottigliando o persino annullando in molti paesi e i livelli di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero del G3 superano attualmente la loro media di lungo periodo. Tuttavia, è difficile valutare quale sia l'effettivo grado di sottoimpiego ancora presente nelle principali economie avanzate. Ad esempio, il tasso di disoccupazione sostenibile senza causare pressioni inflazionistiche potrebbe essere diminuito a causa di cambiamenti nella partecipazione al mercato del lavoro o di riforme strutturali. Aspetto forse ancora più importante, la globalizzazione potrebbe aver abbassato la reattività dei salari agli *output gap* nazionali, riducendo così la probabilità di pressioni inflazionistiche.

È possibile che l'inflazione dei beni resti contenuta ...

In siffatto contesto, uno dei quesiti fondamentali che si pone è se la crescita dei prezzi dei beni oggetto di interscambio continuerà a essere moderata, nonostante i costanti rincari delle materie prime e dell'energia. L'accelerazione dei prezzi alla produzione nelle principali economie avanzate nel corso del 2005 segnala chiaramente che le pressioni si sono intensificate. Pertanto, molto dipenderà da se (e quando) le imprese riacquisteranno potere di manovra sui prezzi al consumo e se gli aumenti dei costi dei salari rimarranno contenuti. A questo proposito, vari indicatori inviano segnali contrastanti.

... poiché sembra proseguire la delocalizzazione della produzione ...

Gli investimenti diretti esteri nelle economie di mercato emergenti sono rimasti vigorosi, segno che probabilmente il processo di delocalizzazione della produzione non si è ancora esaurito. La penetrazione delle importazioni continua ad aumentare, a indicazione del protrarsi di pressioni al ribasso su prezzi e salari interni. Gli aumenti dei salari nominali nelle principali economie industriali restano a tutt'oggi ben inferiori ai normali valori storici e ciò, unitamente ai robusti guadagni di produttività del lavoro attesi, dovrebbe contribuire a mantenere sotto controllo la crescita dei costi unitari del lavoro.

... ma l'aumento dei prezzi all'importazione solleva alcuni dubbi

Nel contempo, i prezzi dei beni di consumo durevoli importati e quelli dei beni di consumo di base sembrano aver smesso di calare. Poco si sa del processo di formazione di salari e prezzi e dei mercati del lavoro nelle economie emergenti di recente globalizzazione. I riscontri aneddotici, come la crescita a due cifre dei costi del lavoro in alcuni comparti manifatturieri delle aree costiere cinesi, segnalano una riduzione del margine di sottoimpiego. Nello stesso tempo, il crescente utilizzo delle risorse e la persistenza di forti pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime potrebbero voler dire che l'*output gap* si sta restringendo anche a livello mondiale.

## Risparmio e investimenti del settore privato

### Tendenze

Nel 2005 il risparmio mondiale è cresciuto al 22% del PIL, un livello di circa 1½ punti percentuali superiore al minimo ciclico toccato nel 2002 e in linea con la media registrata negli anni novanta (tabella II.4). Al recente aumento ha

Risparmio e investimenti: tendenze					
In percentuale del PIL					
	Media 1990-99	Media 2000-03	2004	2005	Per memoria: 1991- 2005 <sup>1</sup>
Risparmio mondiale	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Economie avanzate <sup>2</sup>	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
Stati Uniti	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Area dell'euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Giappone	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Economie emergenti <sup>3</sup>	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
PVS dell'Asia	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
Cina	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
America latina	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Europa centrale e orientale	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Investimenti mondiali	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Economie avanzate <sup>2</sup>	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
Stati Uniti	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Area dell'euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Giappone	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Economie emergenti <sup>3</sup>	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
PVS dell'Asia	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
Cina	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
America latina	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Europa centrale e orientale	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

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

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.4

contribuito ancora una volta la maggiore propensione al risparmio delle economie emergenti. I paesi esportatori di petrolio, i cui saggi di risparmio sono saliti di 4 punti percentuali, hanno incrementato la loro quota sul risparmio mondiale. Nell'Asia emergente le dinamiche sono state differenziate. Il tasso di risparmio nazionale della Cina ha continuato a crescere ed è ormai prossimo al 51%. L'ulteriore forte espansione dei profitti delle imprese cinesi induce a ritenere che l'incremento del 2005 derivi soprattutto dal maggiore risparmio societario, mentre sarebbe rimasto sostanzialmente invariato quello delle famiglie, a un livello assai elevato, pari a circa un quarto del PIL. Nei restanti paesi dell'Asia emergente i valori sono invece diminuiti, mentre si sono mantenuti generalmente stabili nell'Europa centrale e orientale e in America latina.

I tassi di risparmio nazionale delle economie industriali avanzate non sono variati, restando decisamente al disotto della media dell'ultimo decennio, sebbene siano riscontrabili notevoli differenze da paese a paese. Da un lato, in Germania motivi precauzionali potrebbero aver concorso all'ulteriore incremento del risparmio delle famiglie. Dall'altro, la propensione al risparmio delle famiglie è diminuita in misura consistente negli Stati Uniti e in Spagna,

I paesi esportatori di petrolio e quelli emergenti dell'Asia incrementano il risparmio mondiale ...

... mentre restano invariati i saggi di risparmio nelle economie avanzate

dove la ricchezza immobiliare è notevolmente aumentata nel 2005. Nello stesso tempo, il settore societario negli Stati Uniti e in altre economie avanzate è rimasto un fornitore netto di risparmio. Nella misura in cui l'accresciuto risparmio delle imprese ha incrementato il valore delle attività verso questo settore negli ultimi anni, è possibile che il minor risparmio delle famiglie rappresenti una risposta all'aumento di quello societario. Ciò nonostante, negli Stati Uniti appaiono insostenibilmente bassi sia il saggio di risparmio delle famiglie, risultato negativo nel 2005 in base alla maggior parte delle stime, sia quello nazionale.

Ulteriore crescita degli investimenti in Cina

Lo scorso anno i tassi di investimento hanno registrato un leggero recupero nei paesi sviluppati e sono rimasti complessivamente stabili nelle economie emergenti. Anche in questo caso si sono riscontrate divergenze all'interno dell'Asia emergente. In Cina gli investimenti nazionali sono cresciuti di un ulteriore punto percentuale. In altre economie emergenti dell'Asia i tassi non sono sostanzialmente cambiati, cosicché gli investimenti fissi lordi restano su livelli molto inferiori a quelli registrati prima della crisi asiatica.

L'attività di investimento nelle economie avanzate si sposta verso il settore societario

Nelle economie avanzate l'attività di investimento si è spostata dall'edilizia residenziale agli investimenti fissi aziendali. Lo scorso anno la crescita degli investimenti in abitazioni nell'area OCSE è rallentata, passando al 3½%, dal 6½% nel 2004. La spesa in conto capitale delle imprese è rimasta sostenuta negli Stati Uniti ed è aumentata in altre economie, tra cui il Giappone, i paesi nordici, i paesi esportatori di materie prime come Australia e Canada, e alcuni paesi dell'area dell'euro, segnatamente Belgio e Germania. Per contro, gli investimenti societari sono rimasti relativamente deboli nel Regno Unito e sono diminuiti in Italia.

#### *Profitti e investimenti delle imprese*

Ulteriore aumento dei profitti societari

I profitti delle imprese, ulteriormente aumentati nel 2005, paiono aver raggiunto i massimi storici in termini di incidenza sul PIL mondiale. Le forze all'origine del boom dei profitti societari negli anni recenti sembrano di natura globale, sebbene abbiano avuto un certo influsso anche sviluppi settoriali specifici. Durante gli ultimi anni i margini operativi sono aumentati in tutti i settori non finanziari (tabella II.5), superando in molti casi i livelli della seconda metà degli anni novanta. Essi risultano attualmente di gran lunga più elevati soprattutto nei settori collegati con le materie prime. Benché in molti settori il potere di fissazione dei prezzi sia rimasto limitato, la crescita dei margini operativi ha beneficiato di un considerevole e diffuso calo dei costi del lavoro. Il fatto che gli utili siano aumentati ancor più durante l'attuale fase di ripresa è da attribuirsi in misura rilevante al livello molto più basso degli oneri per interessi, anche questo riscontrato mondialmente.

Gli investimenti restano al di sotto dei parametri storici

I profitti record, l'elevato *cash flow* e i bassi tassi di interesse non hanno però indotto un'eccezionale attività di investimento delle imprese. La formazione di capitale fisso ha registrato un certo recupero nel 2005 e, in termini reali, nelle economie avanzate è aumentata grosso modo in linea con la tendenza osservata in precedenti cicli. Tuttavia, ciò non sembra aver colmato lo scompenso cumulativo prodotto dalla relativa debolezza degli investimenti nella fase iniziale della ripresa in atto. In effetti, nelle economie del G3 gli

Indicatori di profitto per determinati settori di attività economica a livello mondiale <sup>1</sup>						
In percentuale dei ricavi						
	Risultato operativo <sup>2</sup>			Utili ex imposta		
	2004-05	Variazione <sup>3</sup>		2004-05	Variazione <sup>3</sup>	
		2001-02	1995-99		2001-02	1995-99
Apparecchiature informatiche	5	2	0	4	4	0
Autoveicoli	4	0	0	2	1	0
Chimica	9	3	1	6	3	1
Distribuzione al dettaglio	5	1	1	3	1	1
Estrazione di minerali	22	4	9	17	6	9
Macchinari industriali	8	2	2	5	3	2
Petrolio e gas naturale	14	3	5	9	3	4
Servizi di pubblica utilità	14	3	1	7	3	1
Software	26	2	0	18	5	3
Telecomunicazioni	16	3	-2	9	13	-1
Trasporto aereo	3	3	-3	2	3	-1

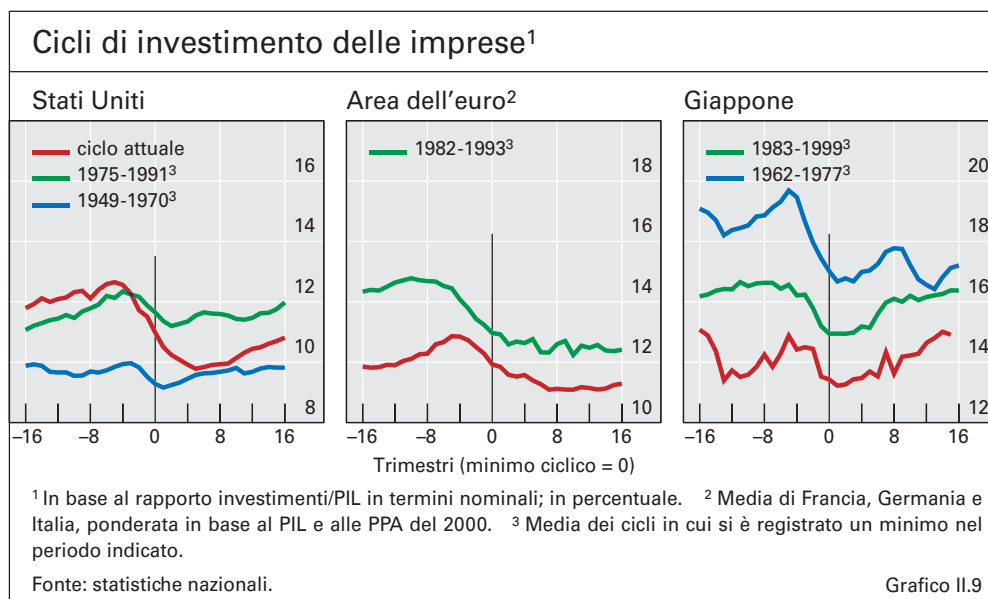
<sup>1</sup> Media delle aziende comprese nell'indice World Equity Market, ponderata per i ricavi. <sup>2</sup> Ricavi meno costi operativi totali.  
<sup>3</sup> Differenza fra la media 2004-05 e le medie 2001-02 e 1995-99, rispettivamente.

Fonti: Datastream; elaborazioni BRI. Tabella II.5

investimenti societari in rapporto al PIL sono bassi rispetto ai parametri storici (grafico II.9). La debolezza relativa degli investimenti trova una conferma nel fatto che in gran parte dei settori riportati nella tabella II.5 l'incidenza delle immobilizzazioni materiali sulle attività complessive delle imprese è stata considerevolmente inferiore nel 2004-05 rispetto alla seconda metà degli anni novanta.

I bassi saggi di investimento nominali tuttora riscontrabili nella maggior parte delle economie avanzate restano di difficile interpretazione. Un fattore esplicativo potrebbe essere la caduta nel prezzo relativo degli investimenti fissi aziendali. Ad esempio, in Giappone e negli Stati Uniti il prezzo relativo dei

I bassi investimenti potrebbero derivare dal minor prezzo dei beni strumentali ...





beni strumentali è diminuito del 25-40% dal 1980. Ciò comporterebbe un calo dei saggi di investimento nominali nella misura in cui l'effetto di prezzo relativo non fosse compensato da un aumento dell'intensità di capitale.

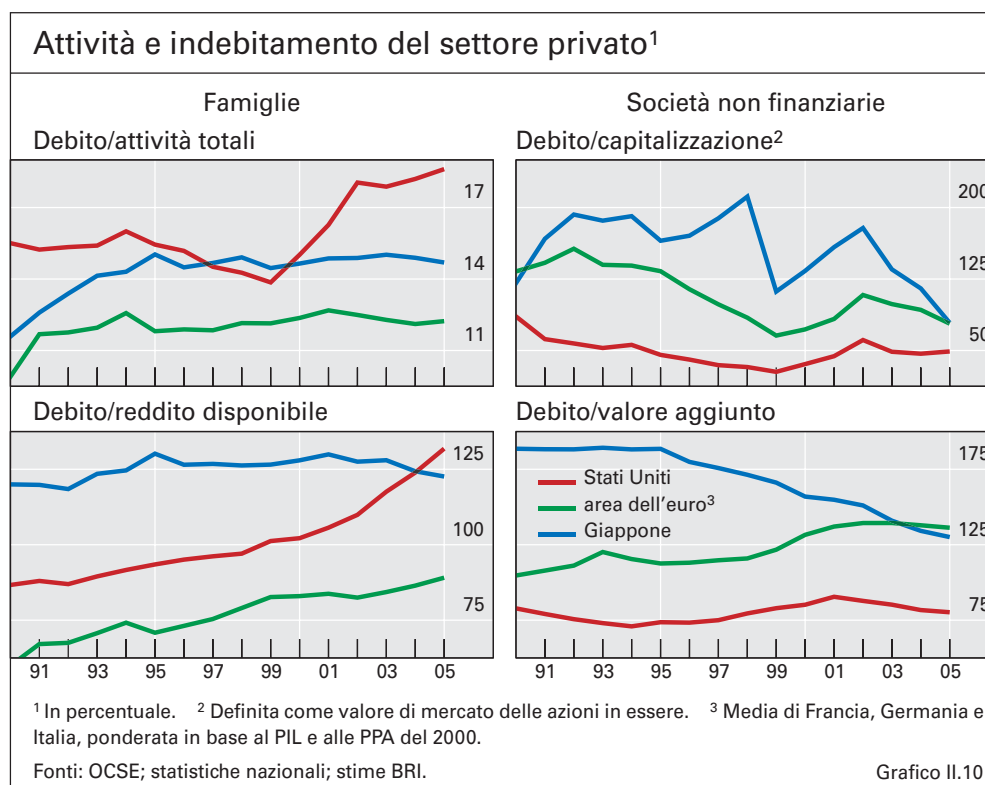
Un altro fattore che potrebbe spiegare i più bassi livelli di investimento rilevati sono le trasformazioni intervenute nella struttura produttiva. Le attività immateriali, come il valore del marchio e i processi gestionali, paiono rivestire oggi un ruolo più importante nella produzione rispetto al decennio precedente. È tuttavia possibile che simili investimenti non siano adeguatamente rilevati dalle statistiche. Inoltre, la globalizzazione dei processi produttivi potrebbe aver abbassato i tassi di investimento nelle economie avanzate. In effetti, gli investimenti diretti esteri sono stati rilevanti, specie in Cina, ma non è chiaro se essi abbiano sostituito quelli nel paese di origine. Nel caso delle multinazionali statunitensi l'integrazione verticale internazionale sembra comportare una combinazione di maggiori investimenti sull'interno e sull'estero, piuttosto che una semplice delocalizzazione della produzione interna.

Gli elevati tassi di attualizzazione degli investimenti in relazione ai redditi attesi potrebbero aver dissuaso le direzioni aziendali dall'espandere le capacità in determinati settori. La richiesta di alti rendimenti da parte degli azionisti potrebbe esserne un motivo. Un altro fattore che forse contribuisce a mantenere bassa la redditività attesa del capitale investito sono i dubbi circa la sostenibilità del boom in specifici mercati. Di fatto, gli investimenti nell'industria petrolifera sembrano esser stati piuttosto deboli su scala mondiale, nonostante il netto incremento dei profitti del settore negli ultimi anni.

Analogamente, resta da vedere in che misura incida ancora il retaggio dei passati sovrainvestimenti. Da un lato, negli ultimi due anni gli investimenti in

... e da cambiamenti nei processi di produzione

I tassi di attualizzazione sono forse relativamente alti in taluni settori ...



alcuni settori informatici sono ripresi. Più in generale, la riduzione degli indici di leva indotta dalle difficoltà di finanziamento connesse con il crollo dei mercati azionari nel 2001 e il susseguente inasprimento del governo societario sembrano aver esaurito il proprio corso. Nelle maggiori economie avanzate i rapporti di indebitamento si sono ridotti (grafico II.10). Dall'altro lato, la forte crescita in tutto il mondo delle operazioni di *leveraged buyout* nel 2005 sta a indicare un maggiore interesse per l'acquisto di strutture produttive esistenti che non per la creazione di nuove.

... e potrebbe tuttora gravare il ricordo di passati sovrainvestimenti

### *Investimenti residenziali e mercati immobiliari*

Nonostante una certa decelerazione della crescita nel 2005, gli investimenti in abitazioni sono rimasti sostenuti e la loro incidenza sul PIL ha superato di circa 1½ punti percentuali la media di lungo periodo (5%) in Australia e negli Stati Uniti. In Spagna la loro quota sul PIL ha raggiunto il 9% circa, quasi 3 punti in più della media degli ultimi dieci anni. Germania e Giappone sono invece le eccezioni notevoli in questo quadro caratterizzato da una dinamica superiore alla media degli investimenti residenziali nelle economie avanzate.

L'attività di investimento è stata intensa nel settore delle abitazioni ...

Negli Stati Uniti l'edilizia residenziale ha continuato a rappresentare il principale fattore propulsivo della recente ripresa nel settore delle costruzioni, che si è protratta anche nei primi mesi del 2006. In Spagna il settore delle costruzioni è al suo tredicesimo anno consecutivo di espansione. La crescita è stata trainata (nonché finanziata) in misura consistente da fonti esterne, principalmente cittadini di paesi del Nord Europa della generazione del *baby boom*, che in vista del pensionamento acquistano una seconda casa sulle coste del Mediterraneo.

... e in quello delle costruzioni

Negli ultimi due decenni il settore delle costruzioni (immobili residenziali e commerciali) nelle maggiori economie industriali ha attraversato svariati cicli. I periodi di intensa attività si sono in genere protratti piuttosto a lungo, con fasi espansive durate da quattro a oltre dieci anni nel campione di paesi riportati nella tabella II.6. Durante tali periodi il settore ha contribuito alla crescita aggregata del PIL per un buon 10-15%; la sua incidenza sul prodotto totale dell'economia al punto di massima del ciclo è arrivata al 10%; l'impiego di manodopera sulle forze di lavoro complessive è salito fino al 13%. Negli Stati Uniti, ad esempio, il settore è cresciuto in media dell'8½% l'anno durante la forte espansione del 1983-86, concorrendo per il 9% alla crescita del PIL in quel periodo. Il boom degli anni novanta è stato meno pronunciato, anche se in termini occupazionali l'importanza del settore è leggermente aumentata. Le fasi di forte crescita hanno esercitato effetti positivi anche su settori collegati, come i servizi immobiliari e di *leasing*. Nel triennio 1983-86, ad esempio, l'incidenza di questi servizi sul PIL è aumentata dello 0,7% negli Stati Uniti.

Caratteristiche dei precedenti cicli delle costruzioni

Al pari delle fasi ascendenti, anche quelle contrattive nell'industria delle costruzioni sono state spesso lunghe, nonché gravose. In Germania, Giappone, Spagna e Stati Uniti il prodotto reale nel settore delle costruzioni è diminuito del 13-21% durante le principali fasi discendenti degli ultimi tre decenni, con un calo dell'occupazione che ha raggiunto il 20%.

Le fasi contrattive hanno avuto la tendenza a protrarsi a lungo ...

Le recessioni più recenti sono state particolarmente severe in Germania e Giappone. Nel primo paese il prodotto e l'occupazione del settore sono scesi

Settore delle costruzioni in determinati paesi <sup>1</sup>							
In percentuale							
	Periodo di forte espansione <sup>2</sup>					Variazione tra massimo e minimo <sup>5</sup>	
	Anni	Tasso medio di crescita <sup>3</sup>	Contributo alla crescita <sup>4</sup>	Quota massima sul PIL nominale	Quota massima sull'occupazione	Prodotto reale	Occupazione
Germania	1988-1994	3,1	9	6,3	8,5	-18	-20
Giappone	1985-1990	7,1	15	9,9	9,6	-21	-2
Spagna	1994-2004	4,9	11	9,7	13,2	-20	-19
Stati Uniti	1983-1986	8,3	9	4,7	5,0	-13	-8
	1992-2000	2,6	3	4,4	5,2		

<sup>1</sup> Definizione di contabilità nazionale (PIL per settore). <sup>2</sup> Periodo continuo di crescita media annua del valore aggiunto reale nel settore delle costruzioni pari ad almeno il 3%. <sup>3</sup> Variazione media annua. <sup>4</sup> Contributo alla crescita del PIL reale, in percentuale. <sup>5</sup> Variazione fra picco e successivo minimo ciclico dell'attività edilizia; media basata su un massimo di tre importanti fasi recessive a partire dal 1970.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.6

... specie in  
Germania  
e Giappone

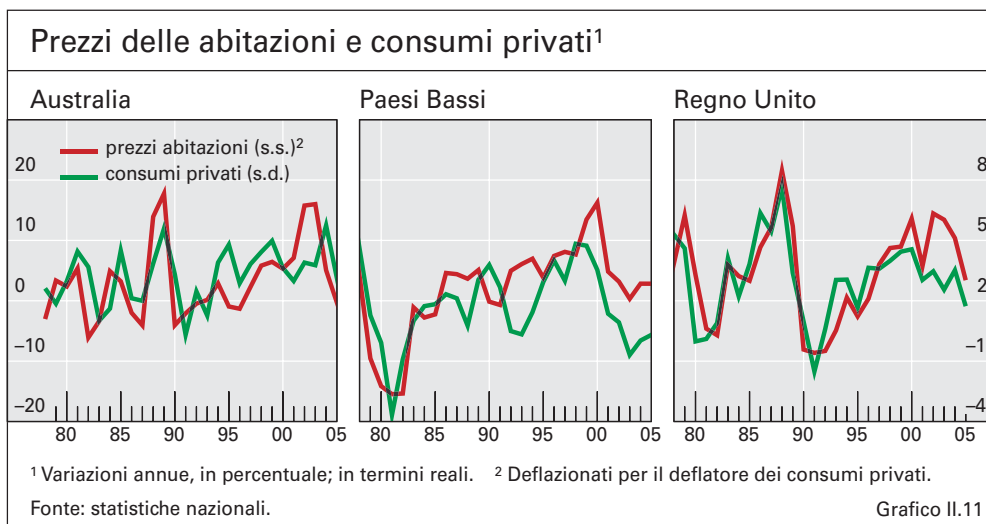
entrambi del 30% tra il 1994 e il 2004. Solo nel corso del 2005 si sono intravisti timidi segnali di rilancio dell'attività edilizia. Analogamente, in Giappone l'industria delle costruzioni non si è ancora ripresa dallo scoppio della bolla immobiliare del 1990. Tra il 1990 e il 2003 il prodotto reale del settore è calato di quasi il 30%, mentre l'occupazione ha potuto crescere leggermente grazie all'impiego di molti lavoratori edili nei progetti di opere pubbliche previsti nel quadro delle politiche fiscali espansive degli anni novanta. Ciò non ha impedito che gli effetti della contrazione sugli aggregati macroeconomici, come i consumi privati, siano stati chiaramente avvertiti a causa del drastico taglio dei salari subito dagli addetti.

Un rallentamento  
dell'attività nel  
mercato delle abi-  
tazioni potrebbe  
frenare i consumi ...

Un rallentamento dell'attività nell'edilizia residenziale e una più bassa inflazione dei prezzi delle abitazioni si tradurrebbero in un minor sostegno alla spesa per consumi anche attraverso altri canali. Anzitutto, la ricchezza immobiliare crescerebbe più lentamente (o addirittura diminuirebbe). Di conseguenza, si ridurrebbe la capacità di smobilizzare il patrimonio immobiliare attraverso l'accensione di mutui ipotecari. Australia, Paesi Bassi e Regno Unito hanno sperimentato episodi di più lenta crescita dei prezzi delle abitazioni e in tutti e tre i casi ciò ha coinciso con un sostanziale indebolimento dei consumi reali (grafico II.11).

... anche se gli  
effetti di una simile  
decelerazione sono  
stati finora modesti

Tuttavia, quantomeno in Australia e nel Regno Unito, l'impatto sui consumi esercitato dalla più lenta progressione dei prezzi abitativi è stato minore di quanto previsto da più parti. Effettivamente, in entrambi i paesi le variazioni dei prezzi reali delle case nella prima metà del decennio in corso hanno inciso meno sulle oscillazioni dei consumi reali di quanto sia avvenuto nei precedenti 25 anni. Una spiegazione potrebbe essere che le famiglie hanno in certa misura anticipato una correzione della rapidissima ascesa dei prezzi. Una seconda possibilità è che nel più recente contesto di crescita robusta e bassa disoccupazione le famiglie in Australia e nel Regno Unito abbiano ridimensionato i futuri programmi di spesa in misura minore di quanto abbiano



fatto, ad esempio, le famiglie olandesi durante la recessione economica del 2001-03. Infine, in Australia e nel Regno Unito i prezzi delle abitazioni, pur essendosi stabilizzati, non sono diminuiti significativamente in termini reali.

Il possibile impatto sulla domanda aggregata di un rallentamento dell'attività nel mercato immobiliare resta assai incerto. L'attuale boom nell'edilizia residenziale è inusuale in termini di durata, intensità e comovimento internazionale dei prezzi. Il costo delle abitazioni è fortemente salito non solo in molti paesi avanzati ma anche in numerose economie emergenti, tra cui Cina e Corea. Inoltre, l'attuale fase espansiva ha coinciso con cambiamenti di fondo nelle opportunità di finanziamento in molti paesi. Dal lato dell'offerta, ai proprietari di case è stata proposta una più vasta gamma di contratti ipotecari. Di conseguenza, questa forma di finanziamento è diventata meno onerosa e più agevolmente disponibile, permettendo a ulteriori categorie di famiglie di accedere al mercato immobiliare. In particolare, i mutui di qualità non primaria sono aumentati sensibilmente nei paesi in cui sono consentiti. Tuttavia, malgrado i crescenti livelli di indebitamento, i bassi tassi di interesse hanno finora contenuto l'onere per il servizio del debito (grafico II.10).

Resta incerto l'impatto di un rallentamento del mercato immobiliare

## Politiche di bilancio

Sebbene nel 2005 i conti pubblici siano risultati generalmente migliori di quanto si prevedesse un anno fa, in molte economie avanzate i disavanzi di bilancio sono rimasti elevati. Di riflesso al favorevole andamento congiunturale, il deficit effettivo si è all'incirca ridotto dell'1% del PIL negli Stati Uniti e in Giappone, e di 1/2 punto percentuale nell'area dell'euro (tabella II.7). Anche i deficit strutturali, ossia depurati delle componenti cicliche, sono diminuiti, ma in molti paesi permangono a livelli che evidenziano la necessità di ulteriori aggiustamenti sostanziali.

I progressi nei saldi di bilancio del 2005 ...

Il miglioramento nella posizione fiscale degli Stati Uniti è dovuto a una forte crescita delle entrate, in particolare del gettito dell'imposta sugli utili societari, e a controlli relativamente stringenti sulle spese non discrezionali. Per il 2006 si prevede un deficit sostanzialmente stazionario, per effetto di una

... sono significativi negli Stati Uniti ...

Conti pubblici: evoluzione recente e proiezioni a medio termine <sup>1</sup>											
	Saldo finanziario			Saldo strutturale <sup>2</sup>			Debito pubblico lordo		Variazione nel medio periodo <sup>3</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Anno	Saldo finanziario	Debito pubblico lordo
Stati Uniti	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Area dell'euro	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Germania	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
Francia	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italia	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
Spagna	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Giappone	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Regno Unito	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Canada	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australia	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	9 <sup>4</sup>

<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 il risultato del 2005 e quello dell'anno indicato; definizioni nazionali. Le cifre positive indicano rispettivamente un calo del disavanzo/aumento dell'avanzo e una riduzione del debito lordo. <sup>4</sup> Debito netto.  
 Fonti: Commissione europea; FMI; OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.7

più lenta crescita delle entrate, congiunta ai costi della ricostruzione post uragani e al proseguimento delle operazioni militari all'estero.

... ma contenuti nell'area dell'euro

Nell'area dell'euro una moderata crescita reale dell'economia ha consentito di migliorare leggermente l'incidenza delle entrate, mentre è rimasta fondamentalmente stabile quella della spesa. Nondimeno, in quattro paesi dell'area (tra cui Germania e Italia) i disavanzi continuano a superare il valore di riferimento del 3%, mentre la Francia vi è prossima. I programmi di bilancio per il 2006 sostanzialmente non implicano un inasprimento fiscale a livello di area, in un contesto in cui l'attività economica dovrebbe accelerare approssimandosi al prodotto potenziale.

Disavanzo ridotto, ma debito ancora elevato in Giappone

In Giappone il disavanzo del saldo finanziario è sceso più rapidamente del previsto, da oltre l'8% del PIL nel 2002-03 a poco più del 5% nel 2005. Il miglioramento è derivato da un gettito superiore alle attese delle imposte sugli utili societari e sui redditi, nonché da alcuni tagli di spesa nel bilancio integrativo. Depurato della componente ciclica, il deficit risulta inferiore al 5% del PIL. Ciò nonostante, dopo un decennio di elevati disavanzi il Giappone si trova con un debito pubblico lordo di oltre il 170% del PIL, il livello di gran lunga più alto fra i principali paesi industriali. Su base netta il debito è assai inferiore (85% circa del PIL), ma pur sempre molto più elevato di quello della maggior parte delle economie avanzate.

Le prospettive di consolidamento fiscale restano incerte

Per gli anni a venire, in molti casi le prospettive di sostanziali progressi verso il riequilibrio delle finanze pubbliche restano incerte. Negli Stati Uniti le autorità hanno annunciato l'intenzione di ricondurre il disavanzo federale a circa l'1½% del PIL entro il 2009, sebbene debbano essere ancora formalizzate le misure specifiche necessarie al conseguimento di questo obiettivo. Nell'area dell'euro è previsto un processo di risanamento da attuarsi a un ritmo solo moderato. La questione centrale concerne il rigore con cui verrà applicato il

Patto di stabilità e crescita nella sua versione modificata. Le opinioni al riguardo sono contrastanti, ma la maggior parte dei responsabili delle politiche ritiene che le nuove regole abbiano indebolito il meccanismo correttivo del Patto (ossia la procedura di disavanzo eccessivo), consentendo un maggior grado di flessibilità nell'impiego della politica di bilancio. La Germania intende ridurre il deficit al disotto del 3% del PIL entro il 2007, in gran parte attraverso un aumento di tre punti percentuali dell'IVA. In Giappone le autorità hanno deciso di anticipare di un anno, ossia all'esercizio 2011, la data prevista per il conseguimento di un avanzo primario. Anche in questo caso, tuttavia, devono essere ancora elaborati i relativi provvedimenti specifici.

*Problemi per la sostenibilità delle finanze pubbliche*

La condizione basilare per la sostenibilità – ossia una crescita del debito pubblico in essere non superiore nel lungo periodo a quella del PIL nominale – non è stata più soddisfatta dal 2001 negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, e dalla fine degli anni ottanta in Giappone. Invero, nel periodo più recente di rapida espansione economica nell'area dell'euro i disavanzi di bilancio strutturali sono aumentati (grafico II.12). Negli Stati Uniti essi si sono ridotti nel corso della recente fase di forte crescita (2002-05), ma molto meno che durante la congiuntura ascendente degli anni novanta.

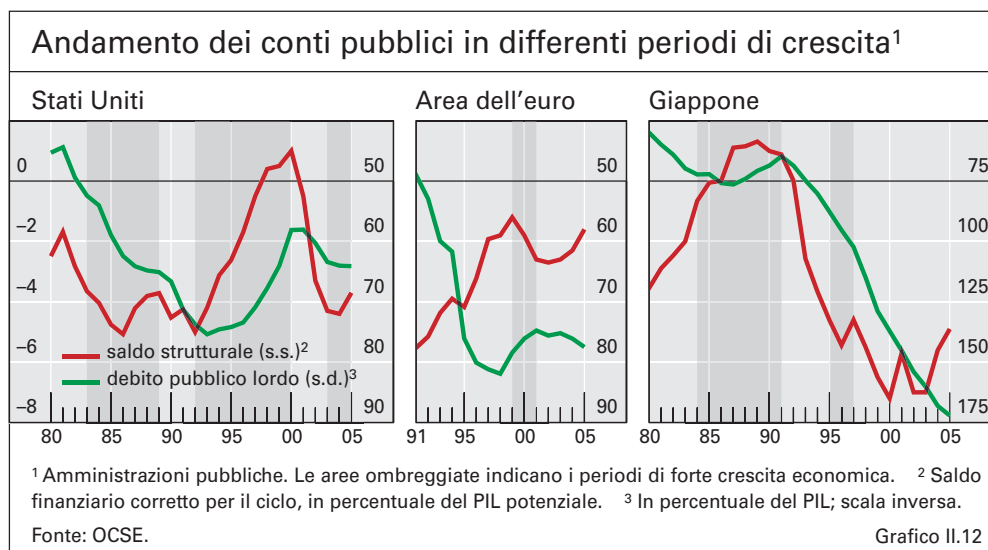
Nei maggiori paesi industriali la persistenza di ampi disavanzi anche in un contesto di crescita sostenuta e di bassi tassi di interesse ha sollevato dubbi circa la sostenibilità della finanza pubblica a lungo termine. Tali preoccupazioni sono accentuate dalle incombenti pressioni sui bilanci dovute all'invecchiamento della popolazione e alla connessa prospettiva di una più lenta crescita potenziale.

Nei prossimi decenni l'invecchiamento della popolazione dovrebbe incidere sempre più sulla sostenibilità fiscale. Secondo le proiezioni, nei paesi riportati nella tabella II.7 la spesa pubblica per le pensioni di vecchiaia aumenterà in media di quasi il 3% del PIL entro il 2050. Tuttavia, gli incrementi previsti variano considerevolmente da paese a paese: rispetto al 2000 l'incidenza delle

La persistenza di ingenti disavanzi di bilancio ...

... accentua i timori per la sostenibilità

Il problema della sostenibilità si fa più impellente con l'aumento della spesa pensionistica ...



pensioni di vecchiaia sul PIL diminuirebbe in Italia e nel Regno Unito, mentre aumenterebbe di 8 punti percentuali in Spagna.

... e sanitaria

La spesa pubblica per l'assistenza sanitaria e le cure di lunga durata è destinata a salire vistosamente. Le proiezioni dell'OCSE indicano che nei maggiori paesi industriali (indicati nella tabella II.7) le uscite a fronte di tali titoli di spesa potrebbero mediamente aumentare, in assenza di interventi correttivi, dal 7% del PIL nel 2005 al 13% nel 2050. Inoltre, a differenza delle pensioni, l'incremento previsto per le spese sanitarie e le cure di lunga durata è relativamente uniforme tra i paesi considerati. Anche in uno scenario che incorpori i presumibili effetti di interventi volti a frenarne la crescita, questi esborsi aumenterebbero pur sempre di 3½ punti percentuali, raggiungendo in media il 10½% del PIL entro il 2050.

Rischi addizionali potrebbero derivare da una crescita più lenta ...

Tutte queste proiezioni ipotizzano un contesto macroeconomico relativamente favorevole. Una crescita del reddito nazionale più lenta del previsto accelererebbe il deterioramento tendenziale delle posizioni fiscali. Per l'area dell'euro e il Giappone è da prevedersi anche una significativa flessione del tasso medio di crescita del prodotto potenziale nel caso in cui gli effetti dell'invecchiamento della popolazione non siano compensati dall'innalzamento dell'età pensionabile e da un più rapido aumento della produttività. Questo sottolinea a sua volta l'esigenza di riforme strutturali. Gli Stati Uniti potrebbero trovarsi in una posizione più favorevole sotto questo aspetto, sia perché il rallentamento della crescita demografica dovrebbe essere meno pronunciato, sia per i maggiori guadagni di produttività costantemente ottenuti nell'arco dell'ultimo decennio.

... e da un rialzo dei tassi di interesse

La gravità del problema del debito pubblico è stata in certa misura dissimulata dal basso livello dei tassi di interesse a lungo termine. Tra il 2000 e il 2005 gli esborsi netti per interessi sulle passività statali sono diminuiti di 0,6 punti percentuali del PIL negli Stati Uniti e di 0,8 punti nell'area dell'euro. In Giappone gli oneri per il servizio del debito sono scesi in misura pari a 0,2 punti percentuali del PIL durante lo stesso periodo, nonostante il massiccio incremento del debito pubblico. Un rialzo dei tassi a lungo termine superiore alle previsioni complicherebbe pertanto le scelte che le autorità fiscali devono compiere per ricondurre la finanza pubblica su un sentiero sostenibile. In questo caso, gli Stati Uniti si trovano in una posizione meno favorevole di altri paesi a causa del basso saggio di risparmio nazionale.

## Evoluzione dei conti correnti

### *Ulteriore ampliamento degli squilibri esterni*

Ulteriore forte espansione del disavanzo corrente USA

Gli squilibri mondiali di parte corrente hanno continuato ad ampliarsi lo scorso anno. Il disavanzo esterno degli Stati Uniti ha raggiunto \$800 miliardi nel 2005, pari al 6½% del PIL, con un incremento di quasi \$140 miliardi in un anno (tabella II.8). Sebbene l'area dell'euro abbia registrato un sostanziale equilibrio dei conti con l'estero, gli sbilanci correnti dei singoli paesi membri si sono accresciuti considerevolmente: il saldo attivo della Germania ha superato i \$110 miliardi (4% del PIL) e nello stesso tempo in Spagna il deficit è balzato a



Saldi del conto corrente						
In miliardi di dollari USA						
	Media 1991-2001	2002	2003	2004	2005	Per memoria: 2005 <sup>1</sup>
Stati Uniti	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Area dell'euro <sup>2</sup>	13	39	32	74	-16	-0,2
Germania	-21	41	46	102	115	4,1
Spagna	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Giappone	105	112	137	171	168	3,7
Altre economie industriali avanzate	-3	34	55	48	44	0,8
Cina	14	35	46	69	161	7,2
Altri paesi dell'Asia emergente	15	92	120	115	82	2,6
America latina	-49	-16	7	18	30	1,2
Europa centrale e orientale	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Paesi esportatori di petrolio	5	87	143	239	417	9,6
Arabia Saudita	-6	12	28	52	91	29,5
Norvegia	9	24	29	35	49	16,7
Russia	12	29	35	59	84	11,0
Paesi importatori di petrolio	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Avanzati	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Emergenti	-34	89	128	127	168	1,8

<sup>1</sup> In percentuale del PIL. <sup>2</sup> Somma dei saldi dei singoli paesi dell'area dell'euro.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.8

quasi \$85 miliardi (7½% del PIL). L'eccedenza del Giappone è rimasta elevata, a circa \$170 miliardi, pari al 3½% del PIL. Anche diversi paesi europei minori, come Norvegia e Svizzera, hanno realizzato cospicui avanzi.

Un fattore fondamentale all'origine dei crescenti squilibri esterni nel 2005 è stato ancora una volta il rincaro dell'energia. La bilancia petrolifera delle economie avanzate importatrici di greggio si è deteriorata nella misura dell'1½% del PIL aggregato. Nel caso degli Stati Uniti le importazioni nette di energia hanno registrato un aumento di \$70 miliardi lo scorso anno, quasi corrispondente alla crescita complessiva delle esportazioni di merci; l'energia concorre ora per un terzo al deficit commerciale USA.

Il rincaro dell'energia ha anche contribuito a una sostanziale ricomposizione delle eccedenze esterne. Il saldo attivo aggregato dei paesi esportatori di petrolio è salito a circa \$420 miliardi nel 2005 rispetto a meno di \$90 miliardi registrati nel 2002, prima che le quotazioni del greggio cominciassero ad aumentare. L'impatto dei più alti prezzi del petrolio è stato ancora maggiore sulle economie emergenti importatrici, dove l'intensità petrolifera del prodotto è tradizionalmente più elevata. Ad esempio, la bilancia petrolifera della Cina ha subito un deterioramento pari al 4% del PIL tra il 2002 e il 2005. Ciò nonostante, il saldo corrente aggregato delle economie emergenti importatrici di greggio ha continuato a crescere fino a toccare \$170 miliardi nel 2005, a fronte di circa \$90 miliardi nel 2002. Il surplus esterno della Cina è balzato a \$160 miliardi (7% del PIL), sospinto dall'inarrestabile espansione delle

L'accresciuta bolletta energetica amplifica i deficit delle economie avanzate

Mutata composizione dei paesi eccedentari

esportazioni e dal netto rallentamento delle importazioni. Anche in America latina il saldo attivo si è complessivamente accresciuto, grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime e delle quantità esportate di cui ha fruito un certo numero di paesi (Capitolo III).

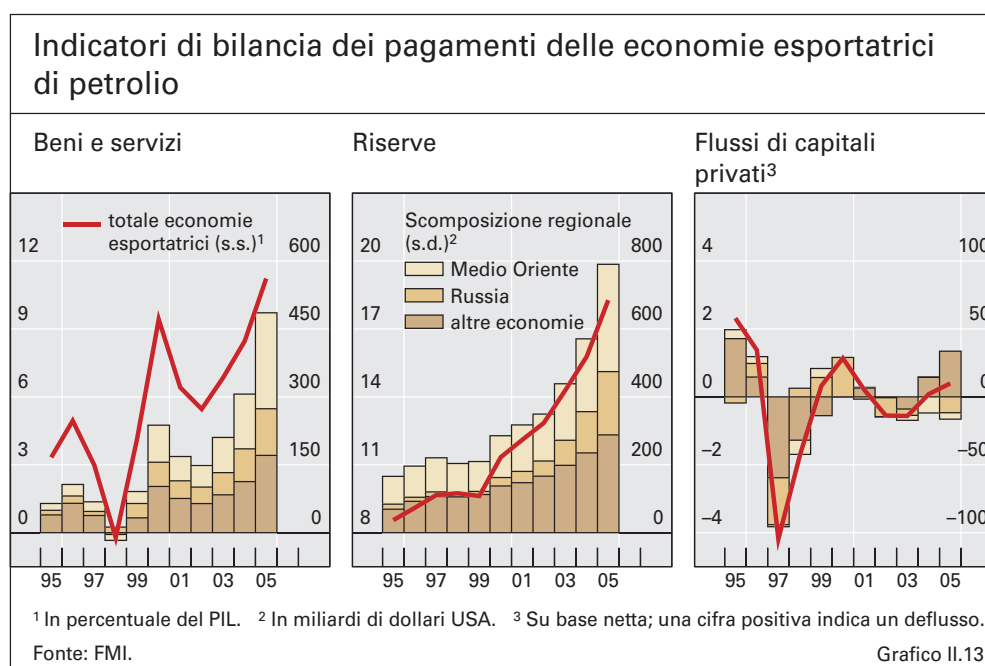
### Riequilibrio globale e redistribuzione dei proventi petroliferi

Nel periodo in rassegna le forze che tradizionalmente favoriscono il processo di aggiustamento esterno hanno fornito un contributo modesto o addirittura di segno negativo a un riassetto globale. Nel corso del 2005 il tasso di cambio effettivo del dollaro USA si è apprezzato del 4% in termini reali, mentre lo yen si è deprezzato (Capitolo V). Le valute dei paesi asiatici emergenti hanno guadagnato moderatamente terreno, ma ciò non è bastato a modificare in modo sostanziale i flussi commerciali. L'apprezzamento del cambio in termini effettivi reali è stata una delle cause dei disavanzi esterni persistentemente alti di Australia (6% del PIL) e Nuova Zelanda (9% del PIL). Il differenziale di crescita tra gli Stati Uniti e le altre economie avanzate maggiori, pur essendosi ridotto in corso d'anno, è rimasto significativo e ha sostenuto il dollaro. Infine, il basso livello dei tassi a lungo termine ha continuato a favorire una crescita vigorosa della domanda delle famiglie (compresi gli investimenti residenziali) negli Stati Uniti e in altri paesi.

È inoltre possibile che l'aggiustamento esterno all'attuale shock dei prezzi petroliferi si prolunghi più di quanto sia avvenuto verso la fine degli anni settanta, quando le ampie eccedenze correnti dei paesi esportatori di petrolio subirono un'inversione nel giro di qualche anno. Nel timore di un'accelerazione della dinamica dei prezzi e di crescenti aspettative inflazionistiche, le autorità monetarie operarono una drastica manovra restrittiva che provocò una recessione nei paesi importatori di petrolio e quindi una caduta della domanda di greggio. Nel contesto attuale, tuttavia, un'inflazione nel complesso contenuta

Il contributo delle forze che tradizionalmente favoriscono l'aggiustamento è modesto ...

... e gli alti prezzi del petrolio potrebbero ritardare ancora la correzione esterna



ha fatto sì che la risposta monetaria sia stata molto più blanda. Di conseguenza, la crescita mondiale e la domanda di petrolio sono rimaste sostenute.

Lo scorso anno i paesi esportatori di petrolio sembrano aver speso in importazioni un quantitativo minore dei proventi delle vendite di greggio rispetto sia agli ultimi due anni sia ai precedenti shock petroliferi. Il loro avanzo commerciale è balzato a oltre \$450 miliardi, pari a più della metà degli introiti petroliferi totali (grafico II.13). Le economie emergenti che esportano prevalentemente petrolio, alle quali è riconducibile gran parte dell'aumento, hanno destinato a importazioni addizionali di beni e servizi solo circa la metà dei maggiori proventi petroliferi, mentre nel 2003 e 2004, nonché mediamente in occasione dei precedenti shock, la corrispondente quota era stata approssimativamente dei tre quarti. L'individuazione e lo sfruttamento delle opportunità di investimento interno ai paesi esportatori di greggio possono talvolta richiedere tempi ben superiori a quelli necessari a un trasferimento reale di risorse da effettuarsi principalmente attraverso un aumento della spesa per consumi, come era avvenuto negli anni settanta.

Anche il modo in cui i paesi esportatori di petrolio impiegano i relativi proventi potrebbe influire sull'efficacia del meccanismo di aggiustamento esterno. I paesi europei sono stati probabilmente i maggiori beneficiari della domanda addizionale di importazioni delle economie esportatrici di petrolio dal 2003. Anche la Cina è riuscita a incrementare la propria quota di esportazioni, mentre gli Stati Uniti hanno subito una rilevante decurtazione. Tuttavia, in base alle limitate informazioni disponibili si può ritenere che gran parte delle maggiori eccedenze dei paesi esportatori di petrolio continui a essere investita in titoli statunitensi, pur con una considerevole diversificazione tra categorie di attività. Queste comprendono ora una più ampia quota di obbligazioni societarie e di agenzie federali, nonché di azioni (Capitolo VI). Ciò nonostante, il crescente volume di investimenti dei paesi esportatori potrebbe pur sempre avere contribuito a sostenere il dollaro e a mantenere bassi i rendimenti USA a lungo termine.

Una minore propensione a impiegare i proventi petroliferi per le importazioni ...

... accresce l'importanza degli investimenti