

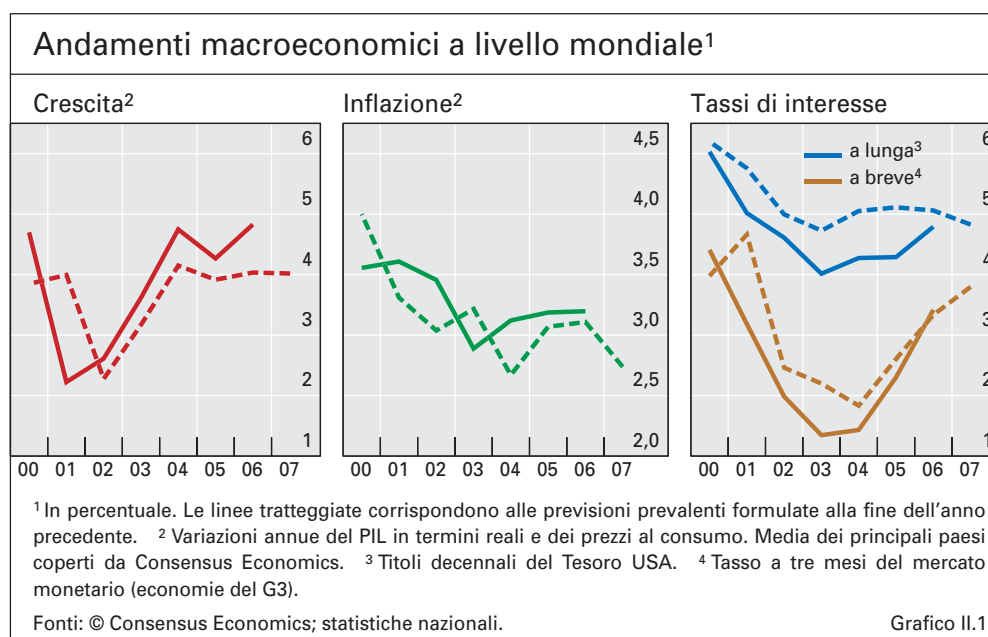
## II. L'economia mondiale

### Aspetti salienti

Nel 2006 l'economia mondiale ha nuovamente mostrato un sorprendente vigore (grafico II.1). Esso si deve alla buona tenuta dei consumi statunitensi nonostante l'indebolimento del mercato degli immobili residenziali, alla ripresa diffusa in altri paesi industriali avanzati e al protrarsi di una rapida crescita nei paesi emergenti. L'inflazione si è mantenuta su livelli contenuti; in particolare, l'indice generale dei prezzi ha registrato una diminuzione nella seconda parte dell'anno. Tuttavia, sono proseguite le spinte inflazionistiche di fondo, in un contesto di tassi di utilizzo delle risorse elevati o in aumento nelle principali economie.

Le proiezioni prevalenti per il 2007 indicano un'espansione economica di ampia portata, un allentamento delle pressioni inflazionistiche e una graduale riduzione degli squilibri di parte corrente. Tale scenario è confortato dai crescenti segnali di una ripresa classica nell'area dell'euro e in Giappone, con le esportazioni che portano a un incremento degli investimenti e, quindi, dell'occupazione e dei consumi. Anche la vigorosa domanda interna nelle principali economie emergenti appare incoraggiante.

Nondimeno, lo scenario di base rimane soggetto a rischi significativi per il breve periodo. L'impatto del rallentamento del mercato immobiliare statunitense potrebbe non essere stato ancora interamente avvertito. Se da un lato l'Europa e l'Asia sembrano dipendere meno dall'espansione degli Stati Uniti rispetto a qualche anno fa, dall'altro sussistono interrogativi circa la robustezza dei consumi in tali regioni, e in generale nei paesi industriali avanzati. Al contempo, non è chiaro se le spinte inflazionistiche siano state



contenute. Le condizioni di finanziamento, che hanno continuato a sostenere la crescita, potrebbero finire per inasprirsi, soprattutto qualora dovessero aumentare i rischi di inflazione percepiti.

## Rassegna dell'economia mondiale

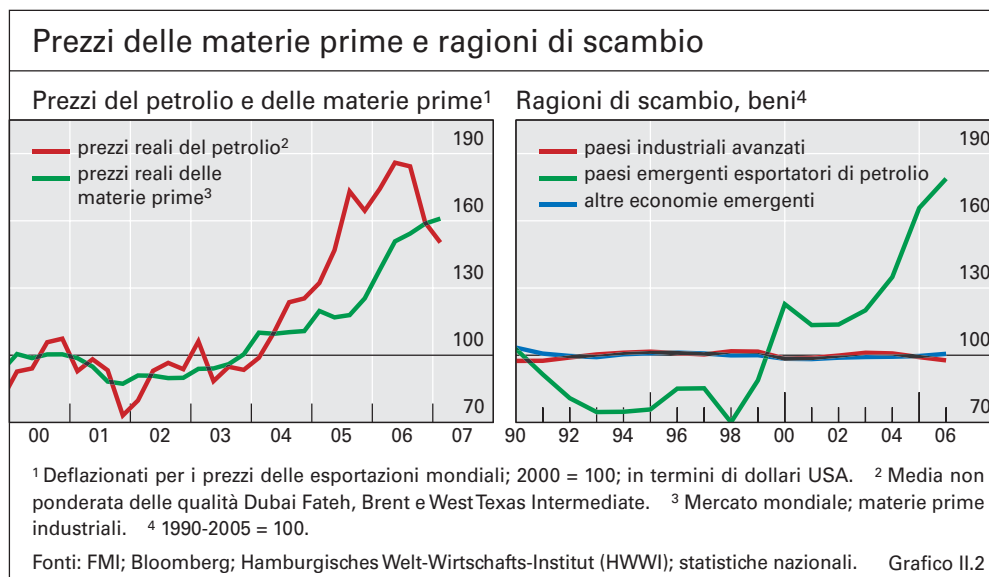
### Quadro generale

Anche nel 2006 l'economia mondiale ha beneficiato della compresenza di una forte crescita e di un'inflazione moderata. Il prodotto complessivo mondiale ha evidenziato un tasso di espansione del 5½%, segnando una crescita superiore al 4% per il quarto anno consecutivo. Il vigore economico è stato più diffuso rispetto agli anni precedenti. Pressoché tutti i paesi industriali avanzati sono cresciuti a tassi pari o superiori a quelli tendenziali e le principali economie emergenti in Asia e America latina hanno mostrato ritmi di sviluppo notevoli. I paesi esportatori di materie prime hanno beneficiato di un miglioramento delle ragioni di scambio rispetto al 2005. Mentre i corsi del petrolio sono calati verso la fine del 2006, i prezzi di molte altre materie prime sono aumentati ulteriormente (grafico Il.2). Nonostante la rapida espansione, tuttavia, l'incremento dei prezzi al consumo a livello mondiale è rimasto contenuto.

La bilancia dei rischi macroeconomici è mutata nel corso dell'anno. Nella prima metà del 2006 la vivace espansione aveva suscitato preoccupazioni quanto alla possibilità che l'economia mondiale stesse raggiungendo la velocità massima. Tra febbraio e agosto le quotazioni del greggio erano salite di oltre il 35% in termini di dollari, sostenute dalla persistente rapida crescita della domanda. Inoltre, i segnali di un assottigliarsi del margine di capacità inutilizzata nelle principali economie avevano generato timori di un surriscaldamento. Le aspettative di inflazione a lungo termine nei mercati finanziari erano temporaneamente aumentate, in particolare negli Stati Uniti (Capitolo IV), e in maggio la volatilità dei mercati finanziari aveva mostrato un brusco, seppur breve, incremento (Capitolo VI).

Proseguono la forte crescita e la moderata inflazione

La bilancia dei rischi passa da un surriscaldamento ...



... a una crescita  
debole

Nella seconda metà dell'anno, di fronte alle sempre maggiori indicazioni di un indebolimento dell'espansione statunitense, si sono fatti più evidenti i rischi al ribasso per la crescita economica. Al contempo, le preoccupazioni circa i rischi di inflazione a breve termine si sono attenuate allorché i corsi petroliferi hanno cominciato a diminuire. Dopo aver raggiunto un massimo di oltre \$75 al barile in agosto, a fine 2006 i prezzi a pronti del greggio erano scesi del 25% circa. Tale diminuzione e la connessa flessione dei prezzi del carburante hanno sostenuto la spesa per consumi verso il volgere dell'anno, specie negli Stati Uniti.

L'attuale ripresa  
differisce da quelle  
precedenti

La fase ascendente degli ultimi quattro anni differisce per numerosi aspetti da quella del 1994-97, allorché l'economia mondiale registrò un altro periodo di quattro anni consecutivi di crescita pari o superiore al tasso tendenziale (tabella II.1). In primo luogo, rispetto ad allora le economie

L'attuale ripresa mondiale in prospettiva				
In percentuale e punti percentuali				
	Ripresa attuale		Ripresa precedente	
	2003-06 <sup>1</sup>	2006	1994-97 <sup>1</sup>	1997
Crescita del PIL mondiale	4,9	5,4	4,0	4,2
Contributi alla crescita del PIL mondiale <sup>2</sup>				
Paesi industriali avanzati	1,3	1,5	1,7	1,8
Stati Uniti	0,7	0,7	0,8	0,9
Economie emergenti	3,6	3,9	2,3	2,4
Cina	1,4	1,5	0,9	0,9
Contributi alla crescita del PIL dei paesi industriali avanzati <sup>3</sup>				
Domanda delle famiglie <sup>4</sup>	67,4	52,2	60,2	51,0
Investimenti residenziali	7,4	0,2	4,1	0,4
Domanda delle imprese <sup>5</sup>	24,3	31,5	29,9	35,3
Variazione dei corsi petroliferi in termini reali <sup>6, 7</sup>	93,8	14,1	10,5	1,0
Variazioni dei prezzi delle materie prime in termini reali <sup>6, 8</sup>	66,6	25,4	15,4	5,3
Tassi di interesse in termini reali <sup>9, 10</sup>				
A breve termine (tassi ufficiali)	0,6	1,3	0,0	2,2
A lungo termine (titoli del Tesoro decennali)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Indicatori delle finanze pubbliche <sup>9, 11</sup>				
Saldo finanziario strutturale <sup>12</sup>	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Debito pubblico lordo <sup>13</sup>	6,9	85,8	7,1	77,2
Credito al settore privato <sup>9, 13</sup>	12,0	134,5	2,0	105,7

<sup>1</sup> Per la crescita del PIL e i contributi alla crescita del PIL, media annua; per gli altri indicatori, variazione cumulata. <sup>2</sup> In punti percentuali. <sup>3</sup> In percentuale della crescita totale del PIL. <sup>4</sup> Spesa privata per consumi finali, più investimenti fissi lordi privati residenziali. <sup>5</sup> Investimenti fissi lordi privati al netto di quelli residenziali. <sup>6</sup> Deflazionati per i prezzi all'esportazione mondiali. <sup>7</sup> Media non ponderata delle qualità Dubai Fateh, Brent e West Texas Intermediate. <sup>8</sup> Mercato mondiale; materie prime industriali, in termini di dollari USA. <sup>9</sup> Media di Stati Uniti, area dell'euro e Giappone, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>10</sup> Deflazionati per il deflatore dei consumi individuali (Stati Uniti) o per i prezzi al consumo (area dell'euro e Giappone). <sup>11</sup> Amministrazioni pubbliche. <sup>12</sup> Saldo finanziario corretto per gli effetti del ciclo economico, in percentuale del PIL potenziale. <sup>13</sup> In percentuale del PIL.

Fonti: FMI; OCSE; Bloomberg; HWWI; statistiche nazionali.

Tabella II.1

emergenti, in particolare dell'Asia, hanno fornito all'espansione mondiale un contributo di 1¼ punti percentuali più elevato. In larga misura ciò rispecchia la vivacità dell'economia cinese, ma, più in generale, sembra che le sostanziali riforme attuate abbiano rafforzato la crescita in diversi mercati emergenti (Capitolo III). In secondo luogo, nonostante gli aumenti relativamente moderati del reddito reale nei paesi industriali avanzati, rispetto alla ripresa precedente la domanda delle famiglie ha svolto un ruolo ben più significativo (e la spesa delle imprese un ruolo meno significativo) per l'espansione in tali economie.

In terzo luogo, le condizioni di finanziamento sono rimaste molto più favorevoli rispetto a una decina di anni fa. I tassi di interesse reali a lungo termine non sono aumentati nonostante la forte espansione mondiale e la graduale rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria dal 2004. Il basso livello dei tassi di interesse ha sostenuto le valutazioni delle attività finanziarie e reali in tutto il mondo (Capitolo VI). Inoltre, esso si è associato a una rapida crescita del credito e a un sostanziale incremento del grado di finanziarizzazione (Capitolo VII). Di conseguenza, i rapporti credito/PIL hanno raggiunto nuovi massimi storici in termini aggregati. Infine, i disavanzi di bilancio strutturali sono diminuiti anche durante l'attuale ripresa, ma in misura minore rispetto alla metà degli anni novanta.

In particolare, le condizioni di finanziamento rimangono propizie

#### *Marcata redistribuzione dell'attività economica mondiale*

Nel 2006 sono cambiati i motori dell'espansione mondiale. La crescita del prodotto negli Stati Uniti è rallentata, passando da un tasso annuo di oltre il 4% nei primi due trimestri 2006 a circa il 2% nella seconda metà dell'anno e all'1¼% nel primo trimestre 2007. Al contempo, la crescita della domanda si è intensificata o consolidata nella maggior parte delle altre economie avanzate, compresi area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Canada. L'incremento della domanda interna ha continuato ad avere un ruolo importante anche nelle principali economie emergenti dell'Asia, dell'Europa centrale e orientale e dell'America latina (Capitolo III).

Nel 2006 cambiano i motori della crescita mondiale

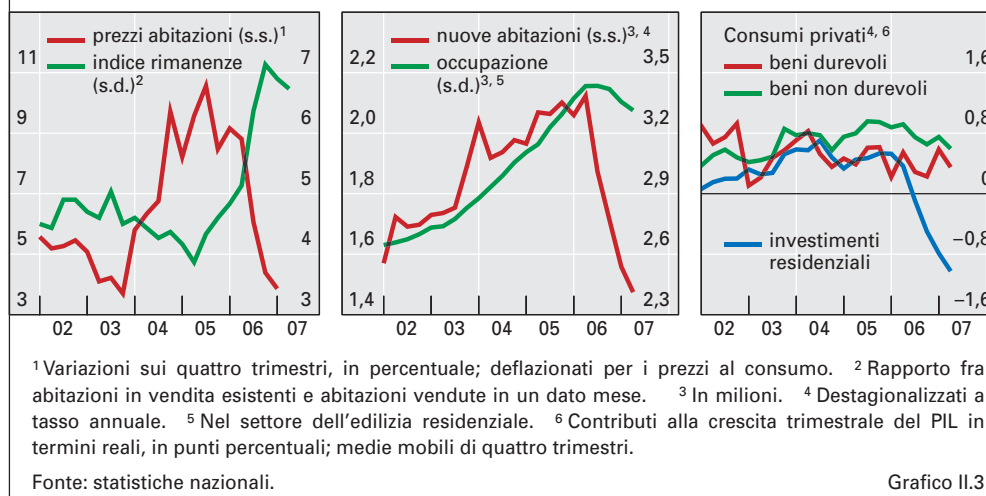
Il fattore principale alla base del rallentamento della crescita statunitense è stato il brusco calo dell'attività nel mercato immobiliare. Le nuove abitazioni sono diminuite del 35% nel 2006 e lo stock di quelle invendute ha segnato un netto incremento (grafico II.3). Gli investimenti in edilizia residenziale, che avevano fornito un contributo di circa ½ punto percentuale alla crescita del PIL nel 2005, vi hanno sottratto in media più di un punto percentuale su base annua nella seconda metà del 2006. Nondimeno, l'economia statunitense ha continuato a espandersi a un ritmo moderato e i consumi non sembrano aver risentito particolarmente della decelerazione del mercato immobiliare.

Il rallentamento del mercato immobiliare USA ...

L'attuale calo del mercato immobiliare statunitense appare pronunciato, seppur più contenuto di quello precedente dei primi anni novanta. Le nuove abitazioni costruite e le nuove abitazioni vendute hanno entrambe evidenziato finora una diminuzione pari a quasi il 40%, contro il 60 e il 55% rispettivamente nel ciclo precedente. Di fatto, nel primo trimestre 2007 esse hanno continuato ad aggirarsi intorno ai loro livelli medi di lungo periodo. Le scorte di nuove abitazioni invendute sono sembrate raggiungere un punto di svolta superiore, pur rimanendo storicamente elevate.

... appare ancora contenuto rispetto al precedente ...

## Fisionomia del rallentamento del mercato USA degli immobili residenziali



... e il suo impatto è limitato dall'aumento del valore delle attività

I persistenti incrementi della ricchezza e del reddito delle famiglie hanno attutito l'impatto del ribasso del mercato immobiliare sui consumi. I prezzi delle abitazioni in termini reali sono scesi in alcune aree dove si erano osservati aumenti particolarmente pronunciati, ma a livello nazionale non hanno fatto altro che stabilizzarsi. Al contempo, come si vedrà in seguito, il valore delle attività finanziarie delle famiglie statunitensi ha continuato a crescere a ritmi sostenuti e, cosa forse ancor più importante, la disoccupazione si è mantenuta su livelli modesti. Anche nel settore dell'edilizia residenziale, che rappresenta circa il 2½% dell'occupazione complessiva negli Stati Uniti, l'occupazione è rimasta stabile. Essa sembra anzi notevolmente elevata rispetto all'attuale livello delle costruzioni di nuove abitazioni.

Segnali di una ripresa classica nell'area dell'euro

Per la prima volta dal 2002, nella seconda metà dello scorso anno la crescita dell'area dell'euro ha superato quella degli Stati Uniti. La ripresa sembra avere seguito il profilo classico di un incremento delle esportazioni, un successivo recupero degli investimenti delle imprese e dell'occupazione, e infine, benché in misura moderata, un aumento dei consumi privati. Il tasso di disoccupazione è sceso al disotto dei livelli osservati nel 2001, all'apice del ciclo precedente. La creazione di posti di lavoro è stata particolarmente forte in Germania, dove il tasso di disoccupazione si è ridotto di quasi 1½ punti percentuali nel 2006. La ripresa dell'economia del paese ha inoltre sostenuto la crescita dei suoi principali partner commerciali europei.

In Giappone prosegue una crescita moderata

L'economia giapponese ha seguito a espandersi a un ritmo moderato, benché il profilo di crescita della domanda sia rimasto in certa misura disomogeneo. Gli investimenti societari hanno continuato ad aumentare celermente soprattutto nei settori orientati all'esportazione, che hanno beneficiato del vigoroso sviluppo della Cina e della debolezza dello yen (Capitolo V). La crescita dei consumi è rimasta solida, pur perdendo slancio nella seconda metà del 2006, malgrado livelli di disoccupazione ciclicamente bassi.

*“Distacco” del resto del mondo dalla crescita statunitense?*

Per effetto di queste tendenze, col progredire del 2006 è andato calando il contributo degli Stati Uniti all’espansione dell’economia mondiale. Nella seconda metà dell’anno, mentre la domanda interna aggregata nelle economie del G3 ha continuato ad aumentare a un tasso intorno al 2½%, gli Stati Uniti vi hanno contribuito per appena il 50% circa, a fronte di una media del 70% nei tre anni precedenti (grafico II.4). L’indebolimento della crescita della domanda interna USA, tuttavia, è stato in larga misura confinato ai beni *non-tradable*: le importazioni in termini reali di beni e servizi da parte degli Stati Uniti sono nuovamente aumentate nella seconda metà dell’anno. Ciò, insieme a una maggiore solidità della domanda altrove, specie in Europa, ha contribuito a sostenere la forte crescita delle esportazioni delle principali economie emergenti. Agli inizi del 2007 la quota di esportazioni della Cina dirette verso l’Europa ha superato per la prima volta quella delle esportazioni del paese verso il Nord America.

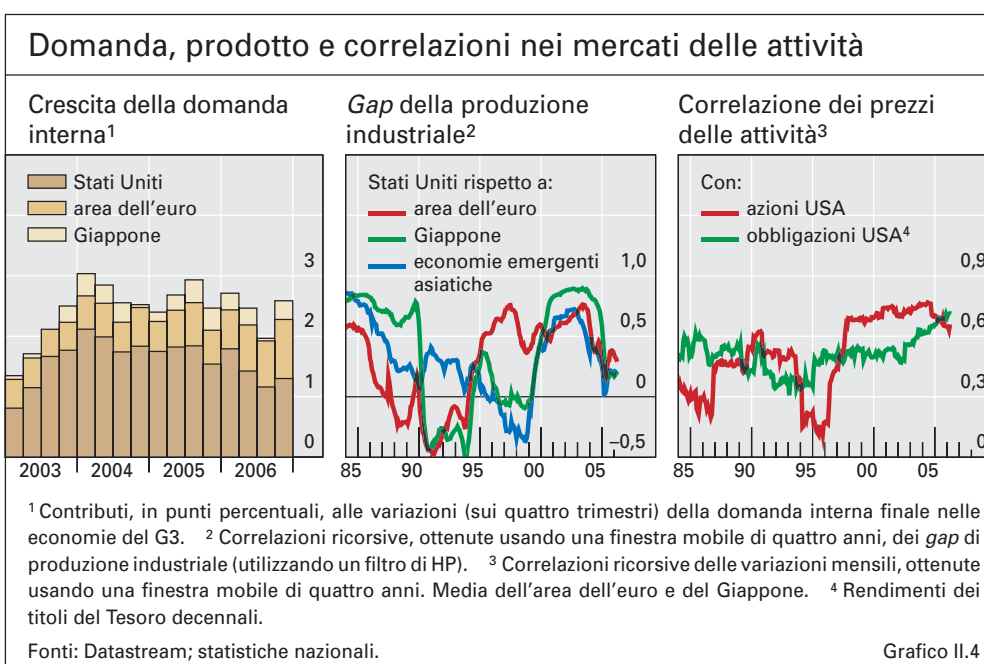
Alcuni andamenti fanno ritenere che la dipendenza dell’economia mondiale dal ciclo economico statunitense potrebbe essersi in parte ridotta rispetto all’ultima recessione USA del 2001. In confronto ai primi anni duemila, negli anni recenti è fortemente diminuito il grado di sincronia fra la produzione industriale nelle principali aree economiche e quella negli Stati Uniti. Ciò riflette in parte il fatto che, a differenza di quello attuale, il ciclo precedente era stato influenzato da un boom e dal successivo crollo a livello mondiale del settore dei beni di investimento associati alle tecnologie informatiche, una dinamica che aveva comportato una stretta correlazione della produzione di questi beni nelle diverse regioni.

In aggiunta, negli ultimi anni si è osservata una maggiore diversificazione regionale dei legami commerciali. Mentre il grado di apertura delle economie è generalmente aumentato, la quota delle esportazioni delle principali aree

L’evidente riduzione della dipendenza dalla crescita USA ...

... sembra rispecchiare il carattere distinto del ciclo attuale ...

... i mutevoli profili dell’interscambio ...



Esposizioni commerciali nei confronti degli Stati Uniti								
	Esposizione diretta <sup>1</sup>		Esposizione indiretta <sup>2</sup>		Per memoria: apertura al commercio internazionale			
					Esportazioni/PIL <sup>3</sup>		Importazioni/PIL <sup>3</sup>	
	2006	2001	2006	2001	2006	2001	2006	2001
Canada e Messico	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europa	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Giappone	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
Cina	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Altri paesi dell'Asia <sup>4</sup>	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
America latina <sup>5</sup>	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

<sup>1</sup> Esportazioni verso gli Stati Uniti in rapporto alle esportazioni totali. <sup>2</sup> Esposizione assunta mediante l'esportazione verso paesi diversi dagli Stati Uniti, calcolata come somma delle quote delle esportazioni verso questi paesi moltiplicata per la loro quota di esportazioni dirette verso gli Stati Uniti. <sup>3</sup> In percentuale. <sup>4</sup> Esclusa la Cina. <sup>5</sup> Escluso il Messico.  
 Fonti: FMI, *Direction of Trade Statistics*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella II.2

economiche (con l'importante eccezione della Cina) verso gli Stati Uniti è diminuita fra il 2001 e il 2006. Dal 2001 l'ascesa delle economie emergenti e l'aumento degli scambi intraregionali hanno ridotto l'esposizione diretta nei confronti degli Stati Uniti, e forse anche quella indiretta (tabella II.2). Il mutamento delle esposizioni commerciali (ad esempio del Giappone, dell'Asia emergente e dell'America latina) è in gran parte connesso all'integrazione della Cina nel mercato globale (Capitolo III).

... e possibili divergenze nella fiducia delle imprese

Un altro e più recente segnale della probabile minore dipendenza dal ciclo economico statunitense è il protratto clima di ottimismo nel settore societario dell'area dell'euro e di altre importanti economie osservato a cavallo fra il 2006 e il 2007. Tale "distacco" del clima di fiducia fa ben sperare per il breve termine, dato che proprio la fiducia delle imprese tende a essere correlata alla spesa per investimenti.

Nondimeno, i legami creati dall'attività delle imprese ...

Tuttavia, non vi è certezza quanto all'impatto che potrebbe avere una debolezza più generalizzata o duratura negli Stati Uniti sulla fiducia delle imprese operanti a livello internazionale. Ad esempio, le società tedesche comprese nell'indice azionario DAX generano circa il 70% dei rispettivi proventi all'estero, e gli effetti di una decelerazione della crescita statunitense sulla loro redditività attesa e sulla spesa potrebbero essere considerevoli. I crescenti legami commerciali esistenti a livello mondiale, non da ultimo per la maggiore integrazione internazionale dei processi produttivi, accrescono la possibile rilevanza di tali effetti.

... e dai mercati finanziari restano forti

Un motivo di cautela strettamente collegato attiene ai legami finanziari con gli Stati Uniti. Le esposizioni dei non residenti a un rallentamento degli Stati Uniti, misurate in termini di investimenti esteri in attività USA, sono aumentate di oltre \$4 trilioni fra il 2001 e il 2005, con una crescita particolarmente rapida degli investimenti di portafoglio in titoli di debito, che si sono portati dal 28% a circa il 34% delle passività sull'estero statunitensi. Inoltre, per effetto dello stretto comovimento dei prezzi delle attività, l'impatto di un calo nei mercati finanziari USA potrebbe non coinvolgere soltanto i detentori

di attività statunitensi. I rendimenti dei mercati azionari a livello mondiale sono in genere fortemente correlati a quelli degli Stati Uniti. Vi è inoltre un'elevata correlazione tra i titoli di Stato a lungo termine statunitensi ed europei, che è aumentata durante il periodo di incremento delle quotazioni e del prodotto dalla metà del 2003. I comovimenti internazionali dei prezzi delle attività tendono poi ad accentuarsi durante le fasi ribassiste.

#### Miglioramento dei saldi di bilancio strutturali

Nel 2006 i saldi di bilancio nei paesi industriali avanzati hanno finalmente dato segnali di miglioramento. Gli indicatori dei disavanzi pubblici strutturali, che cercano di depurare i dati generali dagli effetti del ciclo economico, sono diminuiti negli Stati Uniti (di oltre un punto percentuale del PIL), in Germania (di  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale) e in Giappone (di  $3\frac{3}{4}$  punti percentuali, soprattutto per effetto di cambiamenti *una tantum* nei trasferimenti in conto capitale), aumentando lievemente solo in Italia (tabella II.3). Ancor più pronunciate sono state le flessioni dei saldi complessivi negli Stati Uniti e in Germania, attestatesi a  $1\frac{1}{2}$  punti percentuali. Sebbene nella maggior parte dei paesi i risultati delle finanze pubbliche siano migliorati per effetto di entrate fiscali insolitamente sostenute, in Germania e Giappone anche il contenimento della spesa ha svolto un ruolo di rilievo.

Gli ultimi dati suggeriscono che l'andamento dei conti pubblici ha continuato a migliorare agli inizi del 2007. Stando alle proiezioni, nell'esercizio finanziario 2007 il disavanzo del bilancio federale USA dovrebbe scendere all'1,6% del PIL, un valore inferiore di circa un punto percentuale a quello del deficit delle amministrazioni pubbliche in generale, e il più basso dal 2002.

I disavanzi strutturali diminuiscono nel 2006 ...

... e continuano a migliorare moderatamente agli inizi del 2007 ...

Conti pubblici: andamento recente e proiezioni a medio termine <sup>1</sup>										
	Saldo finanziario			Saldo strutturale <sup>2</sup>			Debito pubblico lordo		Variazione a medio termine <sup>3</sup>	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Saldo finanziario	Debito pubblico lordo
Stati Uniti	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Area dell'euro	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Francia	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Germania	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
Italia	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Spagna	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
Giappone	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Regno Unito	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Canada	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australia	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Amministrazioni pubbliche; in percentuale del PIL. <sup>2</sup> Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo economico, in percentuale del PIL potenziale. <sup>3</sup> Variazione, in punti percentuali, fra il risultato del 2006 e quello del 2012 (per l'Australia, del 2011; per la Spagna, del 2008). Un dato positivo indica rispettivamente un calo del disavanzo/aumento dell'avanzo e una riduzione del debito lordo. <sup>4</sup> Debito netto.

Fonti: Commissione europea; FMI; OCSE.

Tabella II.3



Nell'area dell'euro la maggior parte dei paesi sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi dovrebbe mantenere o portare i rispettivi disavanzi al disotto del tetto del 3% del PIL nel 2007, compresa l'Italia, per la quale si prevede una diminuzione del disavanzo nell'ordine di 2 punti percentuali. All'inizio del 2007 la Germania ha introdotto un aumento di 3 punti percentuali dell'IVA volto a portare il deficit complessivo al disotto dell'1% del PIL quest'anno. Il progetto di legge finanziaria del Giappone prevede una riduzione del disavanzo primario pari a circa l'1% del PIL nell'esercizio 2007/08, in vista del raggiungimento di un avanzo entro il 2011/12.

... ma il traguardo di un risanamento durevole dei conti pubblici rimane distante

Ciò nonostante, il risanamento durevole dei conti pubblici rimane un traguardo distante per la maggior parte dei paesi industriali avanzati. I livelli del debito pubblico sono elevati in molte grandi economie e si prevede che la loro riduzione proceda molto lentamente nel medio termine. Particolarmente preoccupante è il debito ostinatamente alto di Italia e Giappone, malgrado i bassi tassi di interesse, e, nel caso del Giappone, una crescita superiore a quella tendenziale. Il futuro riserva sfide ancora più difficili, poiché, come verrà illustrato più avanti, nei prossimi decenni l'invecchiamento demografico è destinato ad avere ripercussioni sui bilanci pubblici e, forse in misura ancor maggiore, sul comportamento delle famiglie.

#### *Persistenza degli squilibri di fondo, malgrado la stabilizzazione dei saldi dei conti correnti*

I saldi del conto corrente si stabilizzano grazie alla diminuzione dei corsi petroliferi ...

Le posizioni di parte corrente si sono sostanzialmente stabilizzate in percentuale del PIL lo scorso anno. In particolare, il disavanzo corrente statunitense è rimasto a circa il 6½% del PIL (tabella II.4). Fra i fattori principali alla base di tale andamento vi è stata la diminuzione dei prezzi dell'energia verso la fine del 2006: nell'ultimo trimestre dell'anno il deficit petrolifero USA si è ridotto di quasi \$20 miliardi. Nell'insieme del 2006 il disavanzo corrente dei paesi importatori di petrolio è rimasto invariato a circa l'1% del PIL, a fronte di un aumento dell'½% nel 2005. Specularmente, gli avanzi dei paesi esportatori si sono accresciuti in misura inferiore; le eccedenze cumulate del conto corrente di tali paesi si sono mantenute sostanzialmente stabili al 9¼% del PIL, dopo aver segnato un balzo di pressoché 3 punti percentuali nel 2005.

... e a una crescita più equilibrata

Un altro fattore che ha impedito l'aumento degli squilibri di parte corrente è stato il carattere più bilanciato dell'espansione dell'economia mondiale. Le esportazioni statunitensi di beni hanno segnato in termini reali un incremento pari a oltre il 10%, il più elevato dal 2000, favorite dalla più forte crescita dei principali partner commerciali. L'area dell'euro ha registrato un modesto disavanzo corrente, dopo il sostanziale pareggio del 2005 e il moderato avanzo del 2004. L'Asia emergente (esclusa la Cina) e l'America latina hanno invece segnato aumenti ridotti degli avanzi correnti in rapporto al PIL.

Le variazioni dei tassi di cambio effettivi reali rimangono modeste

Le variazioni dei tassi di cambio effettivi reali nel 2006 sembrano essere state ancora troppo contenute per tradursi in una sostanziale riduzione degli squilibri esterni. Il dollaro si è deprezzato del 4% in termini effettivi reali, ma risulta ancora inferiore di appena il 5% alla sua media di lungo periodo (Capitolo V). Specularmente, l'euro ha guadagnato circa il 5%. Al contempo, tuttavia, lo yen ha perso il 6½% e l'avanzo corrente del Giappone è aumentato

Saldi del conto corrente						
In miliardi di dollari USA						
	Media 1991-2002	2003	2004	2005	2006	Per memo- ria: 2006 <sup>1</sup>
Stati Uniti	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Area dell'euro <sup>2</sup>	15	36	97	8	-29	-0,3
Giappone	106	136	173	166	172	3,9
Altri paesi industriali avanzati	1	54	56	64	63	1,1
Cina	16	46	69	161	239	9,1
Altre economie emergenti dell'Asia	19	117	104	84	102	2,8
America latina	-46	8	20	35	49	1,7
Europa centrale e orientale	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Economie esportatrici di petrolio	12	139	234	402	472	9,3
Arabia Saudita	-5	28	52	87	96	27,4
Norvegia	11	28	33	47	56	16,7
Russia	14	35	59	83	96	9,8
Economie importatrici di petrolio	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Avanzate	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Emergenti	-27	127	118	175	239	2,3

<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.4

a quasi il 4% del PIL. Inoltre, i tassi di cambio di diversi paesi asiatici in avanzo hanno segnato apprezzamenti solo modesti o si sono addirittura deprezzati. In particolare, la valuta cinese ha perso circa l'1% in termini effettivi reali. In tale contesto, il surplus del conto corrente cinese è aumentato del 50% (a più del 9% del PIL).

Oltre a ciò, sembrano perdurare i principali fattori all'origine degli squilibri interni fra risparmio e investimenti che sottendono agli squilibri internazionali di bilancia dei pagamenti. Quel che forse è più importante, nel 2006 il tasso di risparmio delle famiglie statunitensi è rimasto in territorio negativo. Il moderato incremento del tasso di risparmio nazionale USA è principalmente ascrivibile alla riduzione del disavanzo pubblico. Al contempo, il saggio di risparmio nei paesi dell'Asia emergente si è mantenuto su valori elevati, e in Cina sarebbe addirittura rimasto a un livello senza precedenti.

La configurazione degli investimenti a livello mondiale si è mantenuta disomogenea. La flessione degli investimenti residenziali ha contribuito a un restringimento dello scarto fra risparmio e investimenti nazionali negli Stati Uniti, senza tuttavia produrre effetti di rilievo in altre economie avanzate. La crescita degli investimenti delle imprese statunitensi ha evidenziato un netto rallentamento nel corso dell'anno; gli investimenti fissi non residenziali sono addirittura diminuiti nel quarto trimestre 2006. Nell'Asia emergente gli

Resta insolita la  
configurazione del  
risparmio ...

... e degli  
investimenti

investimenti societari sono aumentati, ma, come già negli anni precedenti, unicamente per effetto della Cina, dove gli investimenti hanno raggiunto un nuovo record in percentuale del PIL. In altri paesi della regione gli investimenti in macchinari e attrezzature resterebbero scarsissimi.

## I consumi delle famiglie nei paesi industriali avanzati

La propensione al consumo ...

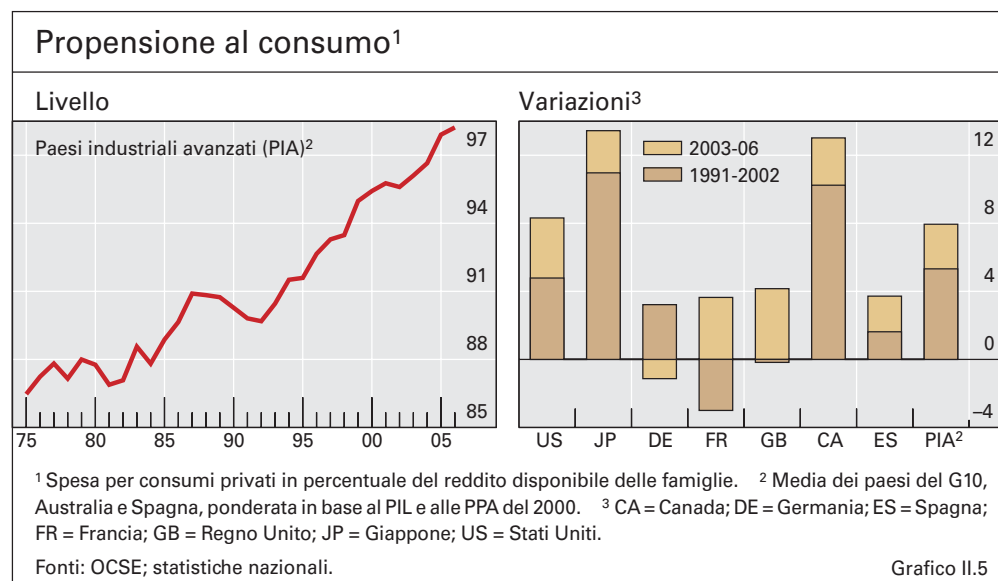
I consumi delle famiglie durante l'attuale ripresa hanno contribuito in misura insolitamente ampia alla crescita del PIL nei paesi industriali avanzati, nonostante il modesto incremento dei redditi del settore. La crescita media annua del reddito disponibile delle famiglie in termini reali è stata nel complesso leggermente inferiore al 2% nel 2003-06, rispetto al 2½% circa durante la seconda metà degli anni novanta e al 3% circa dal 1975 al 1990. Per contro, i consumi sono aumentati a un tasso medio annuo intorno al 2½% dal 2003 al 2006. Di conseguenza, il rapporto fra consumi e reddito disponibile, che aveva evidenziato una tendenza al rialzo in molte economie avanzate dai primi anni novanta, ha raggiunto nuovi record nel periodo in esame (grafico II.5).

... è cresciuta in molte economie avanzate

L'aumento della propensione al consumo e il corrispondente calo del tasso di risparmio delle famiglie sono stati ampiamente diffusi negli ultimi quattro anni, interessando in particolare gli Stati Uniti, ma anche altri paesi, come Giappone, Regno Unito, Francia e Spagna. In alcuni casi, soprattutto in quello degli Stati Uniti, negli ultimi anni i consumi hanno superato il reddito disponibile, rendendo negativi i saggi di risparmio delle famiglie. Un'importante eccezione è stata la Germania, dove la propensione al consumo è di fatto scesa dai primi anni duemila.

Fattori a sostegno della forte spesa delle famiglie

Diversi sviluppi sembrano aver sostenuto la forte spesa delle famiglie osservata malgrado la modesta crescita recente del reddito. Anzitutto, è salito rapidamente il valore delle attività del settore. Un secondo fattore, connesso al precedente, è che il crescente valore delle garanzie reali e le innovazioni finanziarie dell'ultimo decennio hanno allentato i vincoli al credito alle famiglie.



Inoltre, i bassi tassi di interesse hanno permesso di contenere l'onere per il servizio del debito. L'espansione dei bilanci delle famiglie sembra aver contribuito ad alimentare i consumi, nonostante le ingenti passività latenti.

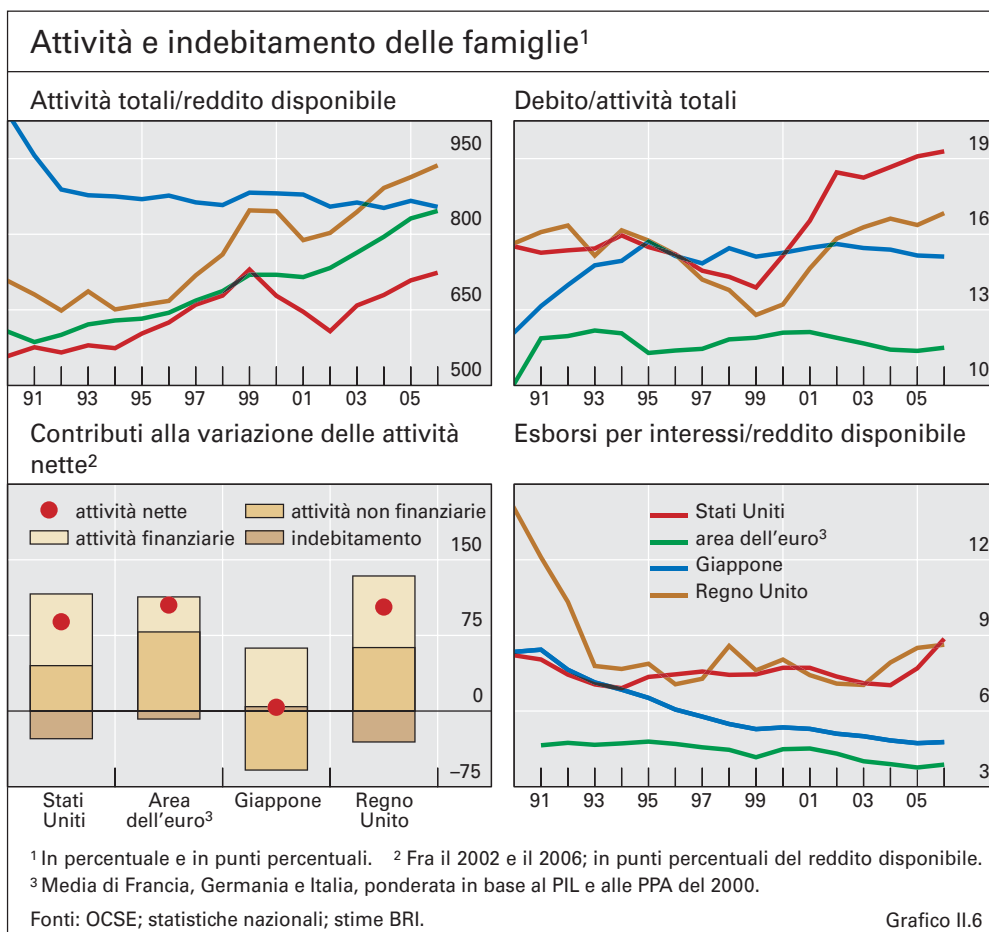
### Variazioni nella ricchezza e nell'indebitamento delle famiglie

Le attività delle famiglie nella maggior parte delle economie avanzate hanno registrato un aumento di valore rapido e diffuso durante l'attuale ripresa. Da fine 2002 la quota delle attività totali rispetto al reddito disponibile è cresciuta di circa il 15-20% negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito (grafico II.6). Tale incremento, di ampiezza pressoché equivalente al reddito disponibile annuo, ha portato il rapporto attività/reddito in queste economie ai massimi storici. Degna di nota è l'eccezione del Giappone, dove negli ultimi 15 anni circa tale rapporto è rimasto sostanzialmente invariato.

Le attività finanziarie sono state all'origine della maggior parte dell'aumento negli Stati Uniti (60%) e nel Regno Unito (55%). All'interno di questa categoria di attività, gran parte della crescita – ascrivibile per i tre quarti agli Stati Uniti – è il risultato di guadagni in conto capitale, principalmente relativi ai titoli azionari e alle quote dei fondi pensione e fondi comuni di investimento che li detengono in portafoglio. L'esigua parte restante è attribuibile agli acquisti netti di attività finanziarie. In Giappone l'incremento del valore delle attività finanziarie e la flessione di quello degli immobili si sono ampiamente compensati.

Le famiglie beneficiano di un rapido aumento del valore delle attività ...

... sia finanziarie ...



Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario					
	Variazione dei prezzi degli immobili residenziali <sup>1</sup>			Variazione del debito ipotecario residenziale <sup>2</sup>	
	1996-2002	2003-05	2006	2003-05 <sup>3</sup>	2006
Norvegia	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Danimarca	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Svezia	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Nuova Zelanda	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Canada	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
Spagna	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Regno Unito	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australia	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
Francia	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italia	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
Stati Uniti	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finlandia	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Paesi Bassi	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Giappone	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Svizzera	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Germania	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

<sup>1</sup> Dati di fine periodo; variazioni nominali annue, in percentuale; per il Giappone, prezzi dei terreni in sei grandi città. <sup>2</sup> In punti percentuali del PIL. <sup>3</sup> Variazioni cumulate.

Fonti: varie associazioni del mercato immobiliare; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

... sia non finanziarie

Anche gli aumenti del valore delle attività non finanziarie sono stati generalmente considerevoli. Nell'area dell'euro, dove la quota delle attività finanziarie è relativamente modesta, gli incrementi di valore delle abitazioni e dei beni durevoli hanno persino superato quelli delle attività finanziarie. I prezzi degli immobili residenziali sono saliti rapidamente nella maggior parte delle economie avanzate negli ultimi anni (tabella II.5) ed è stato soprattutto questo, più che l'ulteriore accumulo di abitazioni e di beni di consumo durevoli, a causare la crescita delle attività non finanziarie. Per esempio, negli Stati Uniti l'accumulo netto di attività materiali (comprese le abitazioni) ha rappresentato appena il 40% circa dell'aumento registrato nella ricchezza non finanziaria delle famiglie da fine 2002.

Vivace espansione del credito alle famiglie ...

Di pari passo con l'aumento del valore delle attività, anche il credito alle famiglie ha segnato una vivace espansione in molti paesi industriali avanzati. Tale espansione è stata particolarmente pronunciata nei paesi interessati da un boom del mercato degli immobili residenziali, fra cui Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Spagna e diverse economie avanzate minori. Di conseguenza, in questi paesi sono aumentate considerevolmente le consistenze di mutui ipotecari (tabella II.5).

... ma con un aumento minore del grado di leva

Essendo cresciuti entrambi i lati dei bilanci delle famiglie, il grado di leva complessivo – il rapporto tra debito e attività – è variato in misura molto minore. Nell'area dell'euro le passività sono aumentate grosso modo in parallelo alle attività (grafico II.6), mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono cresciute a un tasso persino più elevato. Per contro, in Giappone tanto le passività quanto le attività hanno seguito nell'ultimo decennio una

tendenza leggermente calante rispetto al reddito disponibile, in presenza di un decremento, fino a epoca recente, dei prezzi immobiliari.

L'espansione del debito delle famiglie è stata generalmente sostenuta dai bassi tassi di interesse al dettaglio. Dal 2003 al 2006 i tassi ipotecari nei paesi indicati nel grafico II.6 si aggiravano in media su valori di 3 punti percentuali inferiori rispetto agli anni novanta. Il livello dei tassi al dettaglio sembra riflettere quello contenuto dei tassi di interesse in tutto il mondo e la maggiore offerta di credito. L'allentamento dei criteri per la concessione dei prestiti dovuto alla maggiore pressione concorrenziale e all'accresciuto ricorso alla cartolarizzazione ha contribuito a far aumentare in misura notevole i finanziamenti, ivi compresi quelli concessi alle famiglie con minore merito di credito.

I tassi di interesse al dettaglio sono calati

### *“Finanziarizzazione” e consumi delle famiglie*

Tali sviluppi potrebbero aver sostenuto la crescita dei consumi attraverso vari meccanismi strettamente collegati. In primo luogo, di fronte all'aumento di valore delle attività le famiglie paiono semplicemente aver consumato una quota maggiore del loro reddito corrente. Sebbene sia difficile isolare questo canale dagli altri, gli studi empirici rilevano generalmente che la ricchezza produce un impatto significativo sulla spesa per consumi. Per esempio, semplici funzioni di consumo per gli Stati Uniti stimano che nel periodo 2003-06 il contributo fornito ai consumi da un aumento di valore delle attività sia stato superiore persino a quello della crescita del reddito disponibile. Gli effetti di ricchezza nelle altre economie sembrano essere stati inferiori, ma pur sempre significativi.

Effetti positivi sulla crescita dei consumi per l'aumento di valore delle attività ...

In secondo luogo, il rialzo del valore delle attività ha aumentato le possibilità di indebitamento delle famiglie. In particolare, la monetizzazione della ricchezza immobiliare mediante la sottoscrizione di prestiti a fronte di garanzie reali di valore crescente è stata una fonte importante di flussi monetari, specialmente nei paesi anglofoni. Ad esempio, negli Stati Uniti i dati sui flussi finanziari indicano che il processo di smobilizzo del patrimonio immobiliare è stato, in media, equivalente al 4½% del reddito disponibile delle famiglie dal 2003 al 2005, e all'1½% nel 2006. Al contempo, il suo impatto diretto sui consumi è stato probabilmente inferiore a quanto segnalato dai dati. Le indagini condotte in Australia e negli Stati Uniti mostrano che solo un quinto circa della ricchezza immobiliare monetizzata è stata spesa in consumi.

... il maggiore indebitamento ...

In terzo luogo, i bassi tassi di interesse al dettaglio hanno permesso alle famiglie di aumentare il loro debito medio in essere senza dover far fronte a un aumento analogo dell'onere dei rimborsi. La quota degli esborsi totali per interessi sul reddito disponibile è scesa nell'area dell'euro e, fino a epoca recente, è cresciuta moderatamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Gli oneri per il servizio del debito sembrano essere rimasti piuttosto contenuti anche nelle altre economie avanzate, seppure con qualche eccezione, come l'Australia.

... e il modesto rapporto interessi-reddito, dovuto ai bassi tassi di interesse ...

La modesta dinamica del rapporto tra esborsi per interessi e reddito è riconducibile in parte anche alla sostituzione dei crediti al consumo con prestiti collegati a immobili residenziali, meno onerosi. Oltre a contenere i pagamenti complessivi per interessi, questo fenomeno ha esteso la *duration*

... e alla mutata composizione del debito

Indicatori della variabilità del reddito e dei consumi <sup>1</sup>												
	Canada		Francia		Germania		Giappone		Regno Unito		Stati Uniti	
	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.
1966-1975	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	1,6	0,9	3,8	2,6	1,2	0,9
1976-1985	2,4	1,4	2,6	1,4	2,3	2,5	2,4	0,8	3,0	2,6	1,0	1,0
1986-1995	2,9	1,5	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,3	1,5	1,2	1,3	0,7
1996-2006	1,2	0,5	1,3	0,8	3,8	2,6	13,0	3,5	1,9	0,6	1,1	0,4
2003-06	1,0	0,4	1,6	0,5	7,0	6,3	3,1	2,1	1,2	0,7	1,1	0,4

<sup>1</sup> Coefficiente di variazione della crescita trimestrale del reddito disponibile delle famiglie deflazionato in base al deflatore dei consumi ("Red.") e della spesa per consumi finali a prezzi costanti ("Con.").

Fonte: statistiche nazionali. Tabella II.6

media del debito delle famiglie. Inoltre, quantomeno negli Stati Uniti, una parte dell'aumento del servizio del debito ipotecario è andata a rimpiazzare altre obbligazioni di pagamento, come gli affitti, dal momento che un numero maggiore di mutuatari marginali è divenuto proprietario dell'abitazione di residenza. Gli indicatori più generali delle obbligazioni finanziarie del settore delle famiglie non sono quindi cresciuti così rapidamente come gli interessi ipotecari.

La capacità di modulare i consumi sembra essere cresciuta

Oltre a sostenere una più rapida crescita dei consumi, questi sviluppi paiono aver aiutato le famiglie a modulare meglio la spesa rispetto al passato. Negli scorsi dieci anni la variazione della crescita aggregata dei redditi delle famiglie è rimasta su livelli simili a quelli del decennio precedente (tabella II.6). Nello stesso tempo, tuttavia, la crescita dei consumi è risultata generalmente molto più stabile, con le rilevanti eccezioni della Germania e del Giappone, dove l'espansione dei bilanci delle famiglie è stata piuttosto contenuta. Le stime empiriche evidenziano altresì un calo dell'elasticità dei consumi statunitensi rispetto al reddito negli ultimi due anni circa. Queste osservazioni comprovano la crescente finanziarizzazione delle famiglie, che ha permesso loro di ridurre i vincoli di liquidità.

#### *Grado di resilienza dei bilanci delle famiglie*

La tenuta dei bilanci non è ancora stata messa seriamente alla prova

Non è chiaro fino a quando l'incremento delle valutazioni delle attività alla base dell'espansione dei bilanci delle famiglie potrà durare. Negli ultimi dieci anni la tenuta dei bilanci non è mai stata messa seriamente alla prova da un calo brusco e simultaneo dei valori delle attività nelle maggiori economie. Gli shock finanziari che si sono prodotti hanno interessato in genere classi di attività isolate. Ad esempio, la flessione dei corsi azionari a livello mondiale dal 2000 al 2002 ha coinciso con un aumento piuttosto rapido dei prezzi delle abitazioni nella maggior parte dei paesi industriali avanzati (a eccezione di Germania, Giappone e Svizzera). Negli anni successivi i prezzi degli alloggi sono temporaneamente diminuiti in diverse economie minori, ma stanno ancora crescendo piuttosto rapidamente in termini nominali in molte altre economie.

L'esperienza dei paesi in cui i prezzi degli immobili sono scesi negli ultimi anni indica che gli shock specifici a questa classe di attività possono essere

assorbiti in modo relativamente agevole qualora gli altri fattori che influenzano i bilanci contribuiscano a tale processo. Sempre che le condizioni macroeconomiche e del mercato del lavoro continuino a essere favorevoli, una moderata inversione dei prezzi delle abitazioni può verosimilmente produrre un certo freno sui consumi, ma probabilmente non in misura tale da causare un rallentamento macroeconomico significativo. Tuttavia, un calo più generalizzato nei prezzi delle attività in corrispondenza con una fase macroeconomica recessiva – come si è verificato, ad esempio, nei paesi nordici nei primi anni novanta e nei Paesi Bassi più recentemente – potrebbe avere ripercussioni più gravi sui consumi. Poiché le flessioni brusche dei corsi azionari si verificano spesso alla vigilia di recessioni, si ritiene che esse anticipino anche i maggiori cali dei consumi più spesso che non le sole diminuzioni dei prezzi delle abitazioni (grafico II.7).

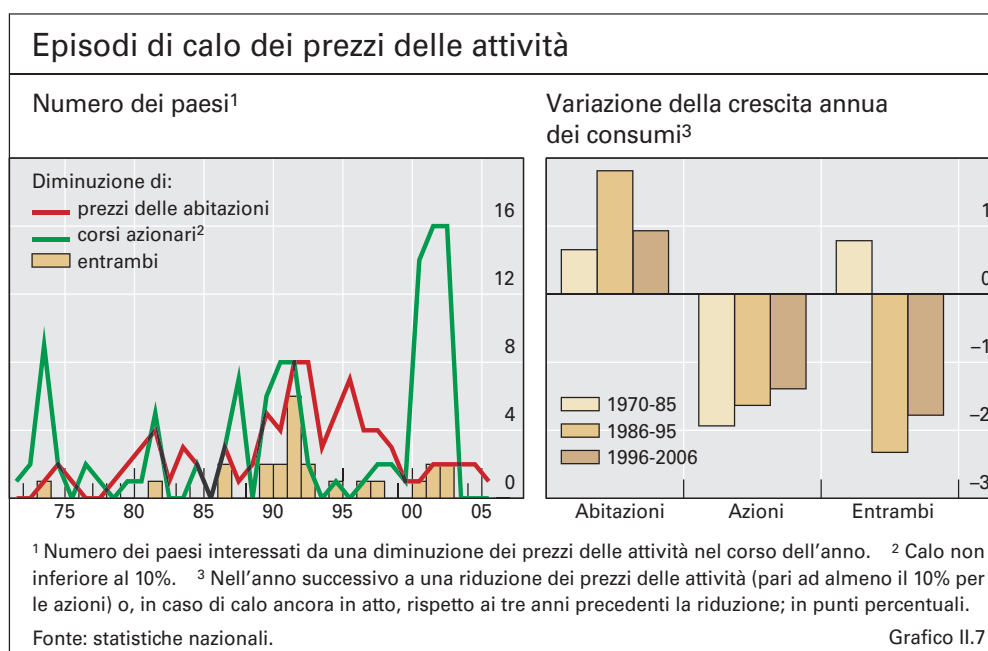
L'impatto del minor costo delle abitazioni è stato limitato ...

Fra le ragioni che inducono a ritenere che cali isolati dei prezzi immobiliari non produrranno conseguenze nefaste figurano inoltre le considerazioni sulla distribuzione della ricchezza. Nella maggior parte dei paesi che hanno registrato una rapida crescita del debito connesso ad abitazioni, tale crescita si è concentrata presso le famiglie a più alto reddito e a metà carriera, in particolare presso i proprietari immobiliari esistenti. Generalmente queste categorie dispongono già di ingenti risorse finanziarie e di altro tipo, e rischiano meno dei lavoratori medi di perdere il posto di lavoro in seguito a una recessione. Si trovano quindi nella posizione migliore per sopportare i rischi di passività addizionali.

... in parte per effetto della distribuzione della ricchezza

Gli Stati Uniti potrebbero rappresentare un'eccezione a questa dinamica. Sebbene l'attuale ciclo si caratterizzi per un allentamento dei criteri per la concessione del credito alle famiglie in molti paesi, la consistente espansione del segmento dei mutuatari più rischiosi sembra essere specifica agli Stati Uniti. I prestiti ipotecari di qualità *subprime* hanno concorso in questo paese

I rischi del mercato *subprime* USA ...





a una quota di nuovi mutui ipotecari più ampia che nelle altre principali economie e rappresentano una parte crescente del mercato ipotecario totale.

... hanno determinato un aumento dei tassi di inadempienza

Molti dei prestiti *subprime* e degli altri contratti di prestito non tradizionali prevedevano cospicui aumenti dei rimborsi a diversi anni di distanza dalla loro sottoscrizione, anche in caso di invarianza dei tassi di mercato. Al momento della ridefinizione dei pagamenti in linea interessi, tale prassi si è tradotta in uno shock per quei mutuatari che non potevano rifinanziare il prestito o vendere il bene immobile realizzando il guadagno originariamente previsto. Ne è conseguito un brusco aumento delle inadempienze e delle insolvenze ipotecarie negli Stati Uniti a partire dall'ultimo scorcio del 2006. Sebbene questo fenomeno abbia riguardato principalmente i mutui ipotecari di qualità non primaria, le insolvenze sono aumentate considerevolmente anche per i prestiti *prime* e quasi *prime* con tassi di interesse variabili e clausole di ridefinizione dei pagamenti.

#### *Ruolo delle passività latenti di bilancio*

Maggiori esborsi della previdenza sociale ...

Malgrado la crescente consapevolezza riguardo alle passività latenti di bilancio, i programmi di assistenza sociale e previdenziale, così come le politiche fiscali, sembrano aver fornito alle famiglie pochi incentivi per accrescere il risparmio. Dal 1990 la quota delle prestazioni statali rispetto al reddito totale delle famiglie è cresciuta leggermente in quasi tutti i principali paesi industriali. Questa tendenza è stata particolarmente evidente nei paesi in cui l'invecchiamento della popolazione si sta già traducendo in un aumento del numero di pensionati, come l'Italia e il Giappone. Attualmente in vari paesi, fra cui gli Stati Uniti, la quota dei sussidi sociali e previdenziali rispetto al reddito è leggermente superiore a quella osservata in momenti comparabili nei precedenti cicli economici.

... e minori imposte

I redditi delle famiglie non hanno beneficiato unicamente delle prestazioni sociali e previdenziali più elevate, bensì anche di una riduzione dell'imposizione fiscale. Negli ultimi anni novanta le imposte sul reddito e sul patrimonio sono calate rispetto alle retribuzioni. Sebbene più recentemente questo rapporto abbia cominciato a salire in alcuni paesi, parallelamente al procedere della fase espansionistica e al realizzarsi di plusvalenze patrimoniali sottoposte a tassazione, esso rimane generalmente inferiore in confronto ai livelli degli inizi del decennio.

Le passività latenti di bilancio ...

Le passività di bilancio associate all'invecchiamento della popolazione sollevano seri dubbi sul fatto che queste due tendenze possano perdurare. Nei prossimi 10-15 anni una quota calante di lavoratori dovrà cominciare a finanziare una quota in rapida crescita di soggetti dipendenti in tutti i principali paesi industriali. Per mantenere gli attuali livelli delle prestazioni pensionistiche e sanitarie, così come delle altre prestazioni sociali, la spesa totale connessa all'invecchiamento della popolazione dovrebbe aumentare considerevolmente nei prossimi quattro decenni (tabella II.7). Ovviamente, anche l'imposizione fiscale dovrebbe essere sensibilmente innalzata per finanziare questo aumento della spesa. Alternativamente, se la spesa addizionale fosse finanziata tramite l'indebitamento, l'incidenza del debito pubblico potrebbe seguire una spirale al rialzo fino a superare gli attuali massimali, come quello del 60% del PIL nell'area dell'euro.

Proiezione dell'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica										
	Totale spesa per invecchiamento popolazione		Pensioni		Cure sanitarie		Lungodegenze		Istruzione	
	Livello 2005 <sup>1</sup>	Variazione 2005-50 <sup>2</sup>	Livello 2005 <sup>1,3</sup>	Variazione 2005-50 <sup>2</sup>	Livello 2005 <sup>1</sup>	Variazione 2005-50 <sup>2</sup>	Livello 2005 <sup>1</sup>	Variazione 2005-50 <sup>2</sup>	Livello 2005 <sup>1</sup>	Variazione 2005-50 <sup>2</sup>
Unione europea	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	-0,5
Giappone	19,6	7,1	9,2	0,6 <sup>4</sup>	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
Stati Uniti	16,7	6,0	4,4	1,8 <sup>4</sup>	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	-1,0 <sup>4,5</sup>

<sup>1</sup> In percentuale del PIL. <sup>2</sup> In punti percentuali del PIL. <sup>3</sup> Per il Giappone, esercizio finanziario 2006; per gli Stati Uniti, 2000.  
<sup>4</sup> Variazione rispetto al 2000. <sup>5</sup> Compresa le prestazioni per figli e familiari.  
 Fonti: Commissione europea; OCSE. Tabella II.7

Le ricerche empiriche indicano che i consumi e i risparmi delle famiglie potrebbero essere piuttosto reattivi alle variazioni nella situazione delle finanze pubbliche, in particolar modo laddove il livello del debito pubblico sia già elevato. Ne è un esempio la debole spesa per consumi osservata in Germania dagli inizi del decennio, in parte attribuita ai timori delle famiglie riguardo alle future prestazioni previdenziali. L'ora del difficile "risveglio" delle famiglie dipenderà da molti fattori, fra cui il loro attuale livello di risparmio. Ma quel che forse più conta saranno i tempi e la natura delle riforme dei sistemi pensionistici e sanitari.

... potrebbero finire per intaccare il risparmio delle famiglie

#### *Prospettive per le variazioni nei consumi e nei risparmi delle famiglie*

L'attuale configurazione data da una propensione al consumo ai massimi storici e, come contraltare, da bassi saggi di risparmio delle famiglie in numerosi paesi industriali avanzati appare insolita. La sua sostenibilità dipenderà in ultima istanza dalla probabilità che le aspettative circa i redditi permanenti futuri sulle quali si basano le attuali decisioni di spesa si rivelino esatte. Numerosi fattori, fra cui la forte espansione mondiale, il crescente livello di occupazione in molte economie e i tassi di interesse ancora bassi, sembrano sostenere l'ottimismo delle aspettative sul reddito e le valutazioni delle attività nel breve termine. Nello stesso tempo, l'espansione dei bilanci delle famiglie solleva importanti questioni di lungo periodo, alcune delle quali potrebbero essere rilevanti anche su orizzonti temporali più brevi.

Insolita configurazione dei consumi e del risparmio

Un primo interrogativo da porsi è se gli aumenti nei prezzi delle attività comportino veramente un incremento della ricchezza del settore famiglie. Gli aumenti di valore delle disponibilità azionarie rappresentano una maggiore ricchezza aggregata nella misura in cui riflettono attese corrette di una futura crescita del prodotto. Sarebbe ad esempio questo il caso della partecipazione delle famiglie nelle economie avanzate ai guadagni di produttività conseguiti dalle economie emergenti in rapida crescita, partecipazione resa possibile dalla diversificazione internazionale dei portafogli.

La diversa natura della ricchezza azionaria ...

Per quanto concerne la proprietà residenziale, gli aumenti di prezzo di un dato stock di abitazioni implicano una redistribuzione della ricchezza dagli utilizzatori attuali e futuri dei servizi abitativi ai proprietari immobiliari esistenti,

... e immobiliare

piuttosto che un incremento netto della ricchezza per l'intero settore famiglie. Gli attuali livelli più elevati dei consumi indotti da questa redistribuzione potrebbero un giorno essere controbilanciati da un aumento del risparmio dei futuri utilizzatori di servizi abitativi. Tuttavia, il ridimensionamento dei consumi di quest'ultimo gruppo potrebbe essere ancora distante nel tempo.

L'accresciuto indebitamento potrebbe persistere per qualche tempo ...

Un secondo aspetto riguarda l'impatto di una maggiore leva finanziaria sulla spesa delle famiglie. Non è chiaro se l'attuale impulso che l'indebitamento del settore avrebbe impresso ai consumi sia destinato a persistere. Da una parte, l'accresciuta capacità delle famiglie di ottenere credito a fronte dell'aumento di valore delle attività e, più in generale, l'ampliamento dell'offerta di credito al settore potrebbero favorire la crescita dei consumi per un certo tempo, specie in un contesto di continue innovazioni finanziarie e di maggiore concorrenza nel settore finanziario.

... ma è forse aumentata la reattività dei bilanci delle famiglie

Dall'altra parte, i crescenti livelli del debito potrebbero aver aumentato la reattività dei bilanci delle famiglie agli shock finanziari e macroeconomici. A livello aggregato il rapporto debito/attività appare ancora relativamente basso, pur essendo aumentato negli ultimi due anni circa nei paesi anglofoni. Un quesito fondamentale riguarda le potenziali conseguenze che produrrebbe un incremento dei tassi di interesse a lungo termine dagli attuali minimi storici (Capitolo VI). Molto dipenderebbe probabilmente dai fattori all'origine di un siffatto incremento. Se esso riflettesse le aspettative di una maggiore crescita, anche i prezzi delle azioni potrebbero salire per effetto dei migliori profitti attesi. Per contro, un aumento dei tassi di interesse dovuto al rialzo dei premi al rischio o dell'inflazione potrebbe probabilmente abbassare il valore attuale netto di tutte le classi di attività, rischiando altresì di ridurre la capacità delle famiglie di gestire i rischi finanziari e di modulare i consumi nel tempo.

Il rischio delle passività latenti di bilancio

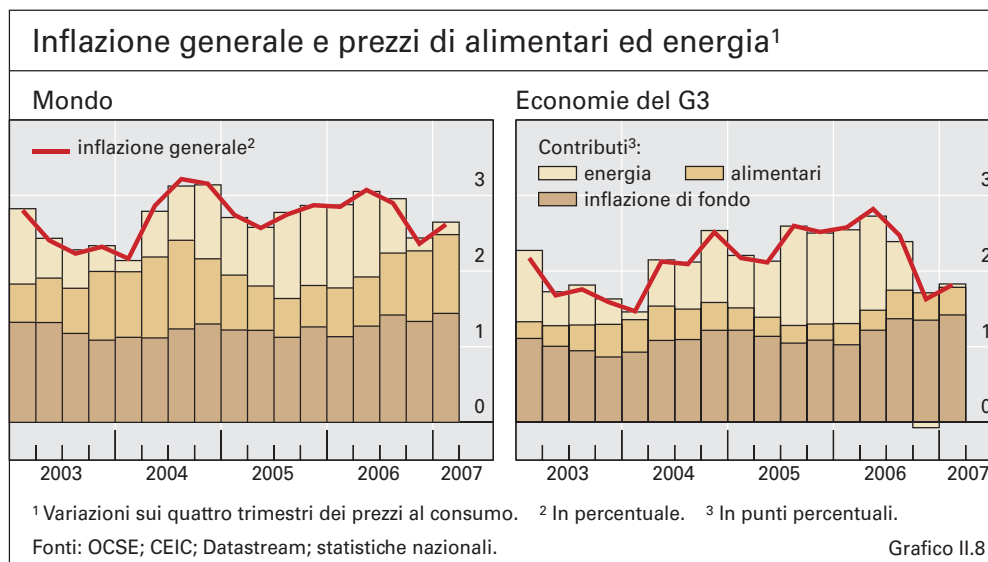
Infine, come già accennato, le passività latenti di bilancio comportano un rischio difficile da quantificare per la sostenibilità di livelli elevati di spesa delle famiglie. Mentre la natura durevole delle tendenze demografiche e l'economia politica delle principali riforme del *welfare* fanno ritenere che il cambiamento dei consumi e del risparmio delle famiglie probabilmente non avverrà all'improvviso, non è da escludere che si possano verificare delle sorprese lungo il cammino verso sistemi previdenziali meno generosi ma più sostenibili. I problemi finanziari che interessano gli schemi pensionistici a ripartizione e i sistemi sanitari pubblici potrebbero influenzare le aspettative delle famiglie e aumentare la loro propensione al risparmio in un lasso di tempo relativamente breve.

## Andamenti dell'inflazione

### *Calo dell'inflazione generale con l'attenuarsi delle pressioni sui prezzi dell'energia*

Gli effetti dei corsi petroliferi determinano una flessione dell'inflazione generale ...

Nel periodo in rassegna la dinamica dell'inflazione generale a livello mondiale ha seguito da vicino le variazioni dei prezzi dei beni energetici. Sulla scia di un incremento delle quotazioni petrolifere, l'inflazione generale al consumo mondiale ha superato il 3% nella prima metà del 2006, per poi segnare un



brusco calo allorché i corsi dell'energia si sono ridotti verso la fine dell'anno (grafico II.8). Nel secondo trimestre 2006 l'inflazione generale misurata sull'IPC negli Stati Uniti ha superato il 4%, il tasso più elevato dai primi anni novanta, prima di ritornare al 2% verso il volgere dell'anno. I prezzi dei beni energetici hanno alimentato un incremento, al 2½%, anche dell'inflazione generale dell'area dell'euro, successivamente scesa sotto il 2% prima della fine del 2006. Per effetto della flessione delle quotazioni dell'energia l'inflazione generale del Giappone è entrata in territorio negativo all'inizio del 2007. Le economie emergenti hanno registrato fluttuazioni analoghe del tasso di variazione annuo dei prezzi generali al consumo, sebbene l'impatto dei corsi petroliferi sia stato nuovamente attenuato in alcuni paesi asiatici da misure amministrative (Capitolo III).

Nella seconda metà del 2006 l'effetto di contenimento proveniente dai minori prezzi dell'energia è stato parzialmente compensato dall'accelerazione dei prezzi dei generi alimentari. Ciò è stato particolarmente evidente nelle economie emergenti, dove tale componente rappresenta in genere più del 30% del paniere dei consumi, rispetto a circa il 15% nei paesi industriali avanzati. I prezzi degli alimentari hanno subito un incremento del 7% circa nelle economie emergenti, dovuto soprattutto a un calo dell'offerta. Ad esempio, pur avendo segnato una diminuzione agli inizi del 2007, i prezzi del frumento in termini di dollari sono rimasti superiori di circa il 25% rispetto a un anno prima, a causa della siccità che ha danneggiato i raccolti nei principali paesi produttori come l'Australia.

L'aumento dei prezzi dei beni alimentari potrebbe tuttavia preludere, in certa misura, a una variazione duratura dei prezzi relativi, analoga all'incremento osservato nelle quotazioni del petrolio e dei metalli di base rispetto ai beni di consumo manufatti. I prezzi del granturco e della soia hanno evidenziato una netta crescita a causa del vigoroso aumento della domanda. Un importante fattore alla base di tale andamento sembrano essere state le politiche tese a ridurre la dipendenza dal petrolio mediante la produzione di biocarburanti. Un altro fattore, destinato forse ad assumere crescente

... ma sono parzialmente compensati da un rincaro dei prodotti alimentari ...

... che potrebbe rivelarsi duraturo

rilevanza nel corso del tempo, risiede nell'aumento, legato a quello del reddito nelle economie emergenti, della domanda di prodotti alimentari di elevata qualità, che sono relativamente scarsi (come il pesce) o la cui produzione richiede quantità elevate di input nutritivi (come la carne).

L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia sembra essersi collocata su valori tendenzialmente più elevati nel 2006. Se da un lato ciò appare coerente con l'ipotesi che la trasmissione dei rincari delle materie prime ai prezzi di altri prodotti sia rimasta piuttosto limitata, dall'altro potrebbe indicare che le pressioni inflazionistiche sottostanti si sono intensificate. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro l'inflazione di fondo è cresciuta nel corso del 2006 e si è mantenuta elevata fin nel 2007. Benché probabilmente tale dinamica sia in parte il frutto di fattori *una tantum*, quali l'aumento dell'IVA in Germania, in nessuna delle due economie sono emersi chiari segnali di un'inversione di rotta. L'inflazione di base in Giappone è rimasta negativa, malgrado una modesta tendenza al rialzo da metà 2006.

#### Persistente incertezza sulle pressioni inflazionistiche di fondo

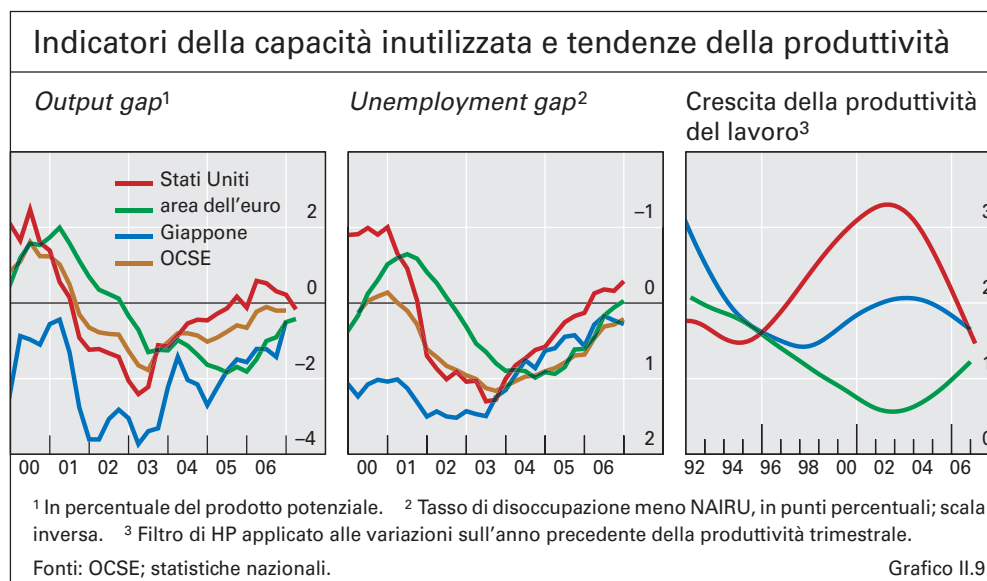
Il quarto anno di vigorosa crescita economica appena trascorso è andato di pari passo con un ulteriore aumento del grado di utilizzo delle risorse a livello mondiale. I tradizionali indicatori come l'*output gap* e l'*unemployment gap* segnalano che nelle principali economie avanzate il margine inutilizzato di capacità si è sostanzialmente esaurito (grafico II.9). Si ritiene inoltre che una situazione analoga interessi anche le economie emergenti, dove in molti casi il tasso di disoccupazione ha raggiunto minimi non più osservati da anni.

In base ad alcune indicazioni il minore sottoutilizzo delle capacità potrebbe aver aumentato i rischi di inflazione. Negli Stati Uniti diverse misure delle retribuzioni hanno mostrato segnali di un'accelerazione di fronte alle condizioni tese del mercato del lavoro. Nelle economie che si trovano in fasi meno avanzate del ciclo, come quella tedesca e quella giapponese, le organizzazioni sindacali sembrano essere divenute più aggressive nella rivendicazione di incrementi dei salari. Tuttavia, gli aumenti salariali effettivi nell'area dell'euro

L'inflazione di base è tendenzialmente più elevata

Ulteriore aumento del grado di utilizzo delle risorse ...

... e segnali di pressioni salariali



sono rimasti contenuti. Analogamente, il tasso di incremento delle retribuzioni in Giappone si è mantenuto negativo malgrado la flessione della disoccupazione.

La riduzione del margine di capacità inutilizzata nei mercati del lavoro si è altresì associata, in alcune economie in fase più avanzata del ciclo come gli Stati Uniti e il Regno Unito, a un aumento della quota dei salari sul reddito complessivo, un andamento che contrasta con la tendenza discendente di lungo periodo. Alcuni ricercatori sono del parere che il rapporto fra retribuzioni e PIL possa essere ritenuta una *proxy* del costo marginale in termini reali della produzione, considerato una determinante importante dell'inflazione. Di fatto, insieme allo scarto fra il livello relativamente basso delle importazioni e quello più alto dei prezzi interni, la riduzione della quota salariale può spiegare in buona parte la disinflazione osservata negli ultimi decenni (tabella II.8).

Nondimeno, è difficile trarre conclusioni definitive in merito all'influenza di tali andamenti sulle prospettive di inflazione. Anzitutto, la misurazione dei livelli di utilizzo delle risorse presenta numerose difficoltà, anche nelle economie avanzate che dispongono di statistiche relativamente ben sviluppate. Ancor più impegnativa è la valutazione del margine di capacità inutilizzata nelle economie emergenti, il che rende arduo quantificare in modo affidabile la capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale. Vi sono inoltre considerevoli incertezze circa il livello del tasso di disoccupazione al di sotto del quale ci si può attendere un'accelerazione dell'inflazione. Gli studi empirici indicano che il tasso di disoccupazione non generatore di inflazione (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU) negli Stati Uniti è diminuito di almeno un punto percentuale dalla metà degli anni ottanta, a causa di vari cambiamenti istituzionali nel mercato del lavoro statunitense. Anche per l'area dell'euro le stime del NAIRU sono state ridotte in misura simile negli ultimi due anni circa.

L'incremento delle quote del reddito da lavoro potrebbe parimenti segnalare rischi di inflazione ...

... ma vi sono notevoli incertezze

Inflazione: variazioni e fattori determinanti					
	Variazione dell'inflazione generale <sup>1</sup>	Dovuta a variazioni di:		Per memoria: inflazione generale	
		quota del reddito da lavoro <sup>2</sup>	differenza prezzi importati/nazionali <sup>2</sup>	Media <sup>3</sup> 1975-1989	Media <sup>3</sup> 1990-2006
Stati Uniti	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Giappone	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Germania	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
Francia	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Regno Unito	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Otto paesi OCSE <sup>4</sup>	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Nota: il contributo dei vari fattori è calcolato effettuando una regressione dell'inflazione dei prezzi al consumo sui propri valori ritardati, nonché sui livelli e le variazioni della quota del reddito da lavoro e della differenza fra prezzi importati e prezzi nazionali (entrambi ritardati).

<sup>1</sup> Differenza fra i valori medi dei periodi 1975-1989 e 1990-2006. <sup>2</sup> Contributo alla variazione. <sup>3</sup> Variazioni trimestrali annualizzate, in percentuale. <sup>4</sup> Media semplice di Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.8

Individuare le tendenze della produttività è difficile

Come seconda considerazione, è difficile valutare la crescita della produttività: essa tende a variare nel corso del tempo e vi è un grado particolarmente elevato di incertezza riguardo all'interpretazione delle osservazioni più recenti, spesso soggette a correzioni sostanziali. Ad esempio, la revisione definitiva delle stime della crescita della produttività del lavoro negli Stati Uniti dal 2000 è ammontata a circa un punto percentuale l'anno, ossia a quasi la metà del tasso medio totale. Inoltre, è sempre complicato determinare in che misura le variazioni più recenti della crescita della produttività riflettano fattori di natura strutturale o al contrario ciclica.

La tendenza delle quote salariali potrebbe riflettere fattori strutturali

Una terza considerazione di tenore analogo concerne l'incertezza riguardo all'evoluzione futura dei costi marginali di produzione. Le quote salariali nelle economie avanzate sono diminuite di circa 4 punti percentuali a partire dai primi anni ottanta. La tendenza calante osservata nei paesi industriali non può essere spiegata da fattori di carattere ciclico. Analisi empiriche recenti confermano che il progresso tecnologico e la globalizzazione potrebbero avere contribuito a un calo strutturale delle quote salariali nei paesi industriali avanzati, forse attraverso la riduzione del potere contrattuale dei lavoratori.

Vi è una comprensione inadeguata dei cambiamenti del processo inflazionistico

Infine, sussistono considerevoli incertezze circa i possibili cambiamenti del processo inflazionistico in generale. Ad esempio, la reattività dell'inflazione al margine di capacità inutilizzata a livello nazionale, misurato dall'*output gap* o dall'*unemployment gap*, si sarebbe ridotta in un ampio novero di paesi negli ultimi due decenni. Nondimeno, non è chiaro in che misura tale osservazione possa fornire indicazioni utili in un mutevole contesto macroeconomico. Una possibile interpretazione è che le curve di Phillips si siano appiattite e che la disoccupazione debba aumentare più che in passato affinché si riduca l'inflazione. Un'altra possibilità è che queste stime riflettano in modo indebito (e spurio) recenti periodi di crescita elevata che non hanno innescato un incremento dell'inflazione. Se la ragione fosse da ricercare in shock positivi dal lato dell'offerta non messi in conto ma destinati a durare, il controllo dell'inflazione ne risulterebbe più facile, non più difficile.

Le imprese trasferiranno sui prezzi i maggiori costi del lavoro?

In tale quadro generale, è arduo valutare in quale misura le imprese possano trasferire i maggiori costi del lavoro ai prezzi della produzione. Gli elevati utili societari fanno ritenere che le imprese dispongano di sufficiente margine di manovra per assorbire l'aumento dei costi del lavoro mediante una compressione dei margini. Ciò sarebbe già avvenuto durante le fasi di incremento ciclico delle quote salariali nei primi anni novanta e intorno al 2000, e all'epoca avrebbe permesso che l'inflazione restasse bassa e stabile. Tuttavia, un numero sempre crescente di imprese intervistate nell'ambito di indagini nell'area dell'euro e nel Regno Unito prevedeva di accrescere i prezzi della produzione. Ciò potrebbe essere indicativo di una maggiore capacità di trasferire l'incremento dei costi ai consumatori in un contesto di vigorosa crescita della domanda.

La deflazione giapponese è forse divenuta meno pericolosa?

Il livello ostinatamente basso dell'inflazione in Giappone potrebbe essere considerato un esempio di come la combinazione di fattori strutturali e ciclici possa complicare la valutazione delle prospettive per l'inflazione e dei rischi collegati. I prezzi dei servizi non sono pressoché variati dal 1999, a fronte di aumenti dell'1½-4½% negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Tale andamento

pare strettamente correlato alla debolezza della dinamica salariale, che ha consentito alle imprese di conseguire profitti elevati e una riduzione del debito pur mantenendo prezzi stabili. Inoltre, nei mercati di beni specifici (come la telefonia mobile) e in quelli del lavoro si sono avvertiti gli effetti non trascurabili della deregolamentazione. Anche la contrazione dei prezzi delle importazioni e dei beni succedanei a quelli importati è stata significativa. Più in generale, malgrado un'inflazione ancora prossima allo zero, l'espansione economica e la ripristinata stabilità finanziaria fanno sì che il rischio di una spirale deflazionistica al ribasso in Giappone sia molto inferiore a cinque anni fa.

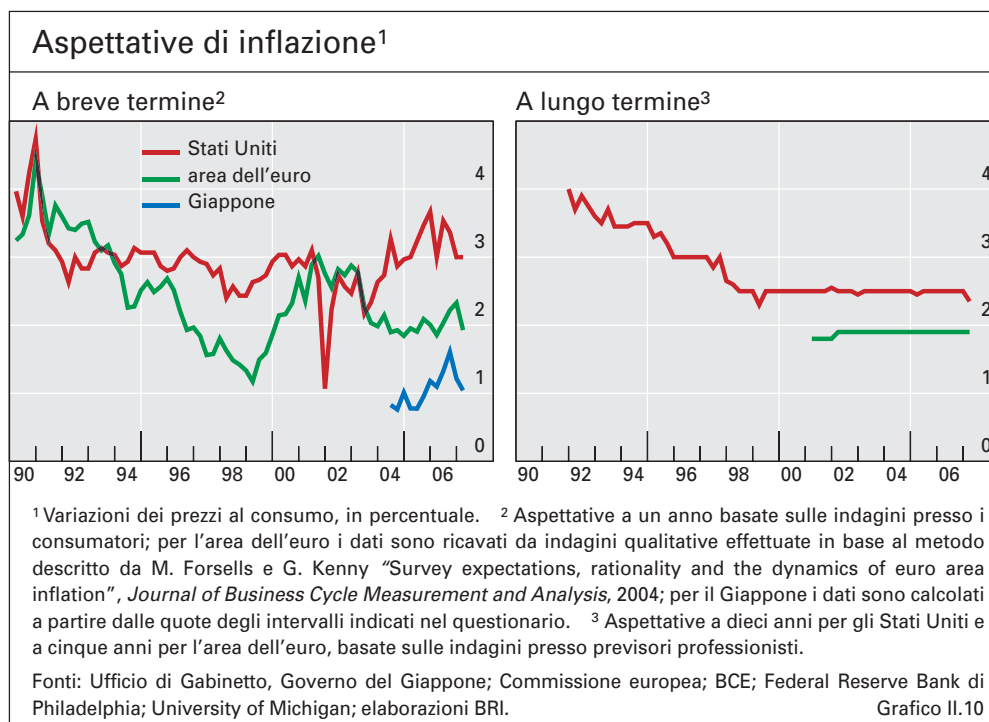
### Ruolo delle aspettative di inflazione

La relativa stabilità delle aspettative di inflazione a lungo termine potrebbe indicare che gli operatori economici ritengono improbabile che le attuali incertezze mettano a repentaglio la stabilità dei prezzi. Mentre le misure delle aspettative di inflazione a breve termine delle famiglie derivate dalle indagini hanno oscillato insieme ai prezzi dei prodotti energetici, quelle delle aspettative di inflazione a lungo termine sono infatti rimaste notevolmente stabili negli ultimi anni. Negli Stati Uniti le attese a dieci anni per l'inflazione misurata sull'IPC tratte dall'indagine *Survey of Professional Forecasters* si sono mantenute sostanzialmente inalterate, al 2½%, dal 1998. Nell'area dell'euro le attese di inflazione a cinque anni basate su un'indagine simile sono parimenti rimaste assai costanti, all'1,9%, durante gli ultimi anni (grafico II.10). Un'elevata stabilità si può riscontrare anche per quanto riguarda le misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato, come i tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni indicizzate a lungo termine.

Tuttavia, l'affidabilità degli indicatori delle attese di inflazione viene talvolta messa in discussione. Una linea di critica riguarda la qualità delle indagini

La stabilità delle aspettative di inflazione a lungo termine è incoraggiante ...

... ma potrebbe instillare un falso senso di sicurezza





o l'esistenza di premi per il rischio variabili nel tempo e di un'insufficiente liquidità di mercato, che limitano il contenuto informativo degli indicatori basati sul mercato. Un'altra, di carattere più fondamentale, concerne la scarsa comprensione del processo di formazione delle aspettative. Il fatto che le attese di inflazione a lungo termine siano apparentemente rimaste ben ancorate negli ultimi anni potrebbe non fornire alcuna indicazione riguardo all'eventualità che tali attese siano riviste e, in caso affermativo, all'entità di un'eventuale correzione. Ad esempio, se le aspettative si fondano sull'esperienza passata, come sostengono alcuni osservatori, potrebbero comunque aumentare rapidamente qualora l'inflazione tendenziale cambiasse sensibilmente o i tassi di variazione dei prezzi superassero una certa soglia.

### Prospettive: una gradita moderazione della crescita e dell'inflazione?

Le previsioni prevalenti favorevoli ...

La previsione prevalente per quest'anno indica una moderazione a livelli sostenibili della crescita del prodotto mondiale. L'espansione economica diffusa dovrebbe proseguire nel 2007 e fin nel 2008, seppure a un ritmo leggermente più lento rispetto al 2006 (tabella II.9). Si attende inoltre una diminuzione dell'inflazione dovuta alla moderazione della crescita e alla stabilizzazione dei corsi del petrolio. Infine, un ulteriore restringimento dei differenziali di crescita dovrebbe contribuire a correggere gradualmente gli squilibri di parte corrente.

... sono sostenute da un vigore diffuso dell'economia

Sotto molti aspetti, il contesto macroeconomico appare positivo. Le condizioni di finanziamento rimangono generalmente favorevoli alla crescita. La disoccupazione è scesa nelle principali economie avanzate ed emergenti. Un aspetto forse ancora più importante è che la redistribuzione, a quanto sembra ordinata, della crescita tra le regioni verificatasi negli ultimi trimestri potrebbe costituire un elemento a conferma dell'opinione secondo cui l'economia mondiale è divenuta più flessibile e resistente.

Crescita e inflazione						
Variazioni medie annue, in percentuale						
	PIL in termini reali			Prezzi al consumo <sup>1</sup>		
	2005	2006	2007 <sup>2</sup>	2005	2006	2007 <sup>2</sup>
Totale <sup>3</sup>	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Economie industriali avanzate <sup>3</sup>	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
Stati Uniti	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Area dell'euro	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Giappone	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Regno Unito	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Altre <sup>4</sup>	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Economie emergenti <sup>3</sup>	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato. <sup>2</sup> Previsioni prevalenti pubblicate in maggio. <sup>3</sup> Media dei principali paesi coperti da Consensus Economics. <sup>4</sup> Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Eurostat; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.9

Nondimeno, sullo scenario di base gravano importanti rischi a breve termine. L'impatto del rallentamento del mercato immobiliare statunitense potrebbe non essere stato ancora avvertito appieno. Le difficoltà recentemente incontrate nel comparto dei prestiti ipotecari *subprime* potrebbero senz'altro aggravare la decelerazione del mercato degli immobili residenziali comportando la vendita forzata di beni abitativi ed effetti avversi sull'offerta di credito. Mentre l'Europa e l'Asia sembrano dipendere in misura leggermente minore dalla crescita statunitense rispetto a qualche anno fa, permangono dubbi sulla robustezza della crescita dei consumi in alcune grandi economie. Inoltre, non si dispone di una comprensione adeguata delle esposizioni agli effetti di contagio associati alla rapida evoluzione del commercio mondiale e dei legami finanziari. Infine, un ultimo aspetto collegato è che il rallentamento economico potrebbe indurre sentimenti protezionistici.

Ma permangono rischi a breve termine per la crescita ...

Anche le prospettive per l'inflazione restano incerte. I prezzi dell'energia e di altre materie prime sono tornati ad aumentare dagli inizi del 2007. Inoltre, nelle economie principali sono ancora visibili pressioni inflazionistiche di fondo e non è chiaro se la prevista moderazione della crescita possa bastare a ridurre in modo significativo le pressioni dal lato delle risorse. Nel contempo, i tassi di utilizzo della capacità paiono altresì in aumento nelle principali economie emergenti. L'impatto dell'incremento dei salari sull'inflazione potrebbe essere particolarmente difficile da valutare per le banche centrali dei paesi industriali, specie dopo un così lungo periodo di dinamiche salariali modeste.

... e per l'inflazione ...

Gli esiti macroeconomici potrebbero parimenti dipendere dalla reazione dei mercati finanziari di fronte ai dati diffusi. Un rallentamento più pronunciato del previsto negli Stati Uniti e i timori sulla sostenibilità della crescita vigorosa di altre regioni potrebbero provocare un innalzamento dei premi al rischio. Analogamente, anche l'eventuale percezione che i rischi di inflazione non siano sotto controllo potrebbe causare una rivalutazione dei relativi premi. I due episodi di accresciuta volatilità del mercato finanziario di maggio-giugno 2006 e febbraio 2007 sono un monito del fatto che le sorprese negative riguardanti sia l'inflazione sia la crescita possono destabilizzare i mercati. Mentre in quelle occasioni non vi è stata alcuna trasmissione all'economia reale, un simile esito non può essere del tutto escluso in futuro.

... che potrebbero prima o poi ripercuotersi sui mercati finanziari