

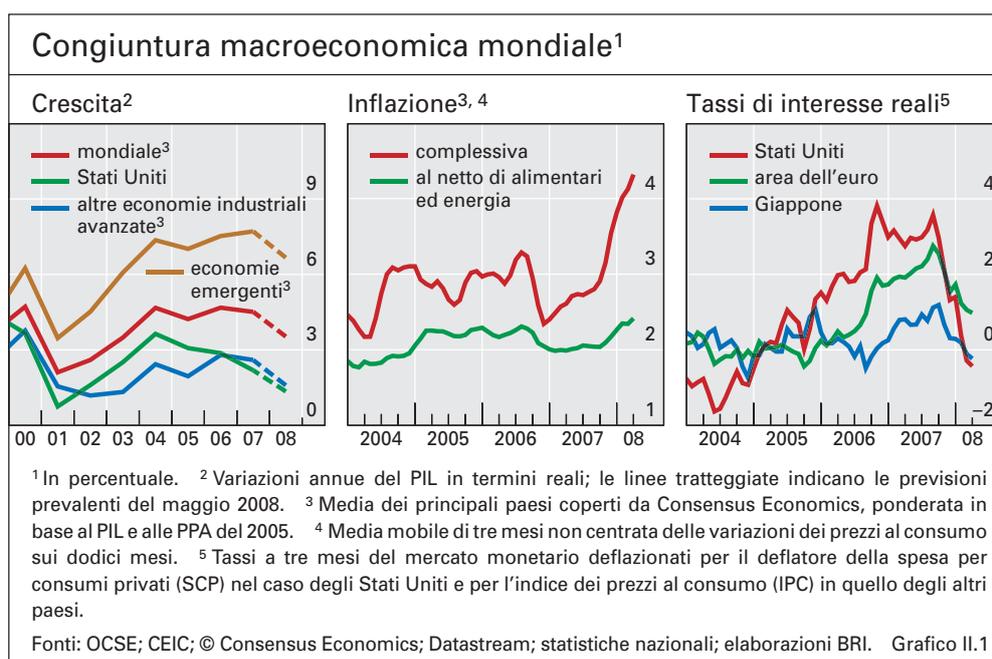
## II. L'economia mondiale

### Aspetti salienti

Le turbolenze innescate in vari importanti centri finanziari da una crescente consapevolezza dell'esposizione delle principali banche a mutui ipotecari di scarsa qualità negli Stati Uniti hanno scosso la fiducia di consumatori e investitori in tutto il mondo. Con il rallentare dell'economia USA e l'inasprirsi delle condizioni di finanziamento, la domanda si è indebolita in un certo numero di altre economie industriali avanzate (grafico II.1). Al contempo, tuttavia, l'inflazione mondiale è aumentata, sotto l'impulso dei rapidi rincari dell'energia e dei principali prodotti alimentari.

Nonostante le turbolenze, le previsioni prevalenti seguitano a indicare che nel 2008 l'economia mondiale eviterà una contrazione brusca e sincrona simile a quella del 2001, anche se andrà rallentando in modo significativo. Stando allo scenario di base, la flessione ciclica negli Stati Uniti sarà accompagnata da una più lenta crescita nell'area dell'euro e in Giappone, mentre l'espansione nei principali mercati emergenti, pur moderandosi a sua volta, resterà vigorosa. Tale scenario non solo contribuirebbe a un auspicato allentamento delle pressioni inflazionistiche: la configurazione internazionale della domanda implicherebbe anche un ulteriore calo del disavanzo corrente americano.

Tuttavia, gli sviluppi intervenuti al centro del sistema finanziario globale hanno altresì creato notevole incertezza riguardo alle prospettive economiche future. In particolare, l'entità finale delle perdite per le principali banche resta difficile da determinare. La reazione del settore finanziario e delle autorità di



regolamentazione avrà implicazioni di vasta portata per l'economia mondiale. Vi è chiaramente la possibilità di una stretta generalizzata della disponibilità di credito nelle più importanti economie industriali avanzate, con contraccolpi sulla domanda potenzialmente più gravi di quelli evidenziati dalle previsioni prevalenti allo stadio attuale. Inoltre, la svolta recessiva USA potrebbe rivelarsi più profonda e duratura, considerato l'alto livello di indebitamento del settore delle famiglie. Restano altresì incerti gli effetti sui mercati emergenti: di fatto, la brusca flessione dei corsi azionari in tali mercati agli inizi del 2008 suggerisce che il clima di fiducia potrebbe essere già mutato. Se le attese di inflazione si mantengono ben ancorate, nonostante i forti shock dei prezzi del petrolio e degli alimentari, un allentamento delle condizioni monetarie potrebbe risultare propizio. D'altra parte, permangono interrogativi quanto all'efficacia di una politica monetaria più accomodante qualora nel contempo le banche dovessero razionare il credito e gli operatori economici ridurre la spesa nell'intento di riequilibrare i bilanci.

## Quadro generale degli andamenti

Variazione del  
ritmo della crescita  
mondiale ...

Nel 2007 l'evoluzione dell'economia mondiale ha attraversato due fasi distinte. Durante la prima metà dell'anno la domanda nelle principali economie industriali avanzate è stata sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'incremento costante del reddito e dal robusto clima di fiducia delle imprese. In tale periodo la maggior parte delle economie ha beneficiato di un'espansione vigorosa. Negli Stati Uniti gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti, ma altre componenti della domanda, segnatamente i consumi privati e gli investimenti delle imprese, hanno retto bene. La dinamica è mutata nel secondo semestre, allorché si sono bruscamente deteriorati i mercati delle abitazioni e del lavoro e si è acuita la crisi finanziaria.

... con un  
rallentamento nelle  
principali economie  
industriali  
avanzate ...

Sebbene lo scorso anno la crescita del prodotto sia rimasta vivace a livello mondiale (4½%), nelle economie del G3 essa è scesa a meno del 2½%, da quasi il 3% nel 2006. Il rallentamento si è esteso anche a diverse altre economie industriali avanzate. Di conseguenza, il volume delle importazioni delle economie industriali avanzate, che era cresciuto a un ritmo compreso tra il 6 e il 9% dal 2004, ha rallentato a poco più del 3% nel 2007. Tuttavia, l'impatto di tale andamento sulle economie emergenti è stato finora limitato. La forte domanda interna in paesi come Brasile, Cina e India ha determinato un'accelerazione del prodotto aggregato delle economie emergenti a oltre il 7½% nel 2007 (Capitolo III).

... ma un'attività  
relativamente  
robusta nei mercati  
emergenti

Questa dinamica della crescita si è accompagnata a diversi mutamenti sostanziali nell'economia mondiale. Anzitutto, nel 2007 è ancora aumentato il contributo dei paesi emergenti alla crescita mondiale, proseguendo la tendenza osservata negli ultimi anni (tabella II.1). Secondariamente, la flessione degli investimenti residenziali nelle economie industriali avanzate ha concorso a frenare la domanda mondiale di investimenti, nonostante il rafforzamento della spesa in conto capitale nell'area emergente. Per contro, l'espansione globale dei consumi si è mantenuta relativamente stabile, traendo sostegno dalla robusta dinamica della spesa delle famiglie nelle economie sia industriali

Contributi alla domanda, ai consumi e agli investimenti mondiali <sup>1</sup>					
In percentuale e punti percentuali					
	1995	2000	2005	2006	2007
PIL in termini reali					
Mondo <sup>2</sup>	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
Stati Uniti	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Area dell'euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Altre economie industriali avanzate <sup>3</sup>	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Economie emergenti <sup>4</sup>	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consumi in termini reali <sup>5</sup>					
Mondo <sup>2</sup>	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
Stati Uniti	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Area dell'euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Altre economie industriali avanzate <sup>3</sup>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Economie emergenti <sup>4</sup>	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Investimenti in termini reali <sup>6</sup>					
Mondo <sup>2</sup>	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
Stati Uniti	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Area dell'euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Altre economie industriali avanzate <sup>3</sup>	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Economie emergenti <sup>4</sup>	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

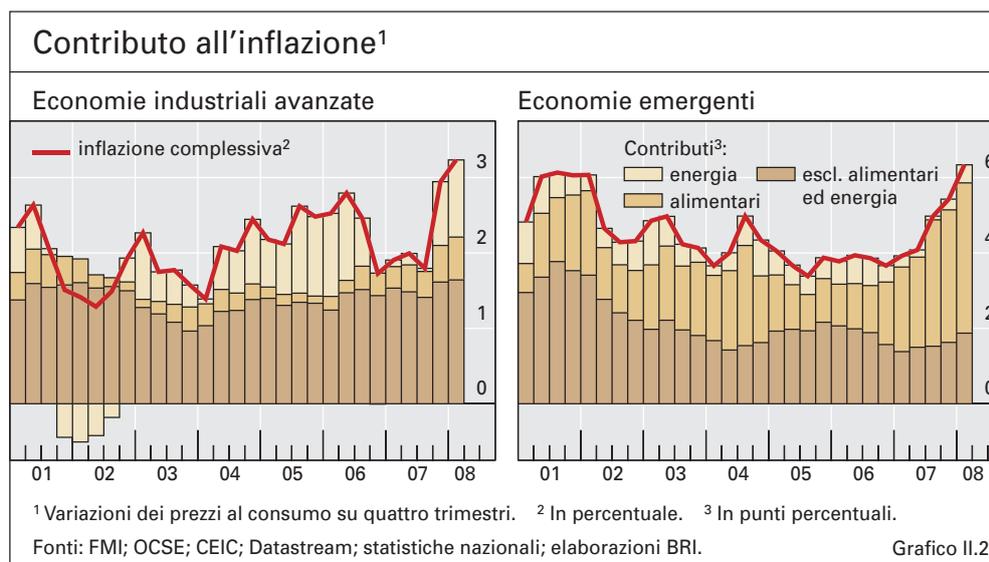
<sup>1</sup> Variazioni nell'anno. <sup>2</sup> Crescita nelle economie elencate, in percentuale; ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>3</sup> Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taiwan (Cina), Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. <sup>5</sup> Spesa privata per consumi finali. <sup>6</sup> Investimenti fissi lordi.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali. Tabella II.1

avanzate che emergenti. Terzo, i cambiamenti nel profilo della crescita e della domanda hanno determinato un'auspicata riduzione degli squilibri internazionali di parte corrente. Il disavanzo corrente USA è sceso da \$811 miliardi nel 2006 a \$692 miliardi in ragione d'anno nel quarto trimestre del 2007, ovvero dal 6,2 al 4,9% del PIL. L'aggiustamento ha avuto come principali contropartite un aumento dei disavanzi dell'Australia, del Regno Unito e dei paesi dell'Europa centrale e orientale e un lieve calo degli avanzi in Russia e America latina. Per contro, l'avanzo aggregato delle economie asiatiche ha segnato un netto incremento; in particolare, il surplus cinese ha raggiunto un massimo storico di \$372 miliardi nel 2007.

Nel 2008 l'economia mondiale è stata ulteriormente indebolita da una serie di shock avversi. In primo luogo, si è accentuata la crisi nel settore degli immobili residenziali USA, come riflesso dal brusco ribasso dei prezzi delle abitazioni. All'inizio dell'anno l'economia statunitense sembrava avviata verso una crescita molto lenta. In secondo luogo, le turbolenze nel mercato ipotecario e nei mercati connessi hanno determinato più in generale un netto aumento dell'avversione al rischio. Nonostante le azioni concertate intraprese dalle banche centrali per stabilizzare i mercati interbancari, i differenziali

La fase contrattiva in corso si è ulteriormente accentuata nel 2008 ...



crediti e di tasso di interesse sono andati ampliandosi dal luglio 2007. Con l'inasprimento dei criteri di affidamento da parte delle banche nelle economie industriali avanzate, i timori di una stretta creditizia sono divenuti molto diffusi. In terzo luogo, le materie prime hanno evidenziato un ulteriore forte rincaro. Nei dodici mesi terminanti nell'aprile 2008 l'indice aggregato dei prezzi dei principali prodotti alimentari è cresciuto del 30% e le quotazioni del greggio (di qualità Brent) sono aumentate di oltre il 60%. Quest'ultimo rincaro delle materie prime fa seguito a diversi anni di ascesa dei prezzi (Capitolo III).

... in concomitanza con un incremento dell'inflazione

Soprattutto a causa dei prodotti alimentari e dell'energia, l'inflazione complessiva ha segnato un marcato incremento sia nelle economie industriali avanzate che in quelle emergenti (grafico II.2). Anche le misure che escludono gli alimentari e i beni energetici dall'indice dei prezzi al consumo sono salite in diversi paesi. Inoltre, le aspettative di inflazione di lungo periodo, desumibili dagli indicatori ricavati dai corsi obbligazionari, si sono accresciute negli Stati Uniti e, in misura minore, nell'area dell'euro dalla seconda metà del 2007. Anche le attese di inflazione al consumo desunte dalle indagini hanno evidenziato un aumento in diversi paesi, riconducibile in parte al fatto che i forti rincari di beni di frequente acquisto, quali gli alimentari e la benzina, hanno intensificato le percezioni di inflazione realizzata, e quindi indotto un rialzo delle aspettative sul suo andamento futuro.

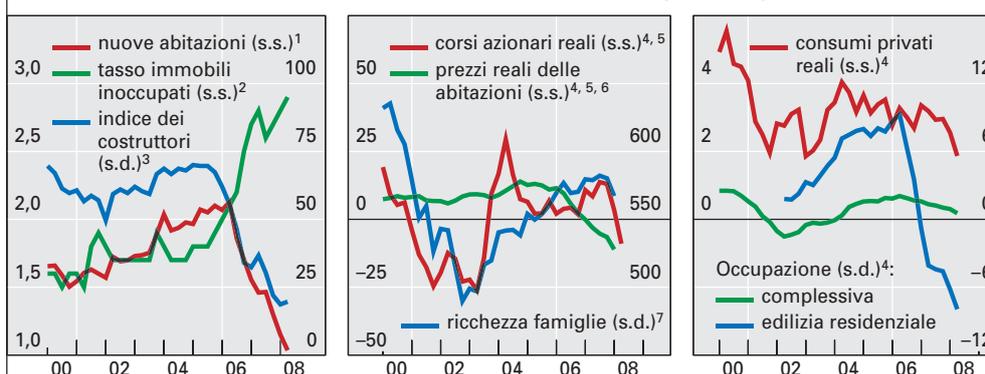
## Evoluzione della domanda mondiale

### *Rallentamento ciclico nelle principali economie industriali avanzate*

Il rallentamento USA si contraddistingue per una notevole eccedenza nell'offerta di abitazioni ...

Il continuo declino nel mercato delle abitazioni (grafico II.3) ha avuto pesanti ricadute sulla crescita statunitense dalla seconda metà del 2006. Un aspetto importante che distingue le recenti difficoltà nel settore dell'edilizia residenziale da quelle precedenti è che l'ultima fase espansiva delle costruzioni USA ha generato un eccesso di offerta assai maggiore che in passato, in quanto la crescita dei nuovi alloggi ha superato di gran lunga l'incremento demografico.

## Mercato delle abitazioni e settore delle famiglie negli Stati Uniti



<sup>1</sup> In milioni; dato destagionalizzato annualizzato. <sup>2</sup> Quota percentuale delle abitazioni non occupate e in vendita sullo stock totale di abitazioni di proprietà (occupate e non) o in vendita (c.d. *homeowner inventory*). <sup>3</sup> Misura il vigore del mercato delle abitazioni unifamiliari; un valore superiore a 50 indica una maggioranza di risposte positive. <sup>4</sup> Variazioni su quattro trimestri, in percentuale. <sup>5</sup> Deflazionati per i prezzi al consumo. <sup>6</sup> Indice S&P/Case-Shiller dei prezzi delle abitazioni. <sup>7</sup> Patrimonio netto in percentuale del reddito disponibile.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

Grafico II.3

Dalla fine del 2006 oltre il 2½% delle abitazioni destinate a essere occupate dai proprietari, il doppio della media dei cinque decenni anteriori, è risultato libero o in vendita; a titolo di confronto, nei periodi precedenti le recessioni dei primi anni ottanta e novanta il tasso di alloggi inoccupati era rimasto ben al disotto del 2%. Sebbene il numero di nuovi cantieri abbia registrato un calo di circa il 60% dal 2006, raggiungendo livelli osservati per l'ultima volta durante il minimo ciclico dei primi anni novanta, probabilmente l'eccedenza di offerta seguita a gravare ancora per qualche tempo sia sul ritmo delle costruzioni sia sui prezzi delle abitazioni.

In particolare, rispetto al passato i fattori di carattere speculativo hanno svolto un ruolo più significativo nella costruzione di abitazioni unifamiliari. Sembra che molte nuove case siano state acquistate per essere rivendute o date in locazione, al di là dell'effettiva domanda demografica sottostante. Di conseguenza, gli investimenti in strutture residenziali unifamiliari sono saliti al livello record del 3½% del PIL nel 2006, a fronte del 2½% dei primi anni duemila.

Agli inizi dello scorso anno il deterioramento del mercato immobiliare USA ha cominciato a influenzare altri settori dell'economia. Nel 2007 gli investimenti residenziali hanno direttamente sottratto un punto percentuale alla crescita del PIL. Inoltre, il calo dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari ha intaccato la ricchezza delle famiglie (grafico II.3). Congiuntamente alla flessione generalizzata dell'occupazione e al rincaro dell'energia, questi andamenti hanno indebolito la spesa per consumi. Il contributo dei consumi privati alla crescita è sceso pertanto da 2 punti percentuali nel 2007 a 0,7 punti percentuali nel primo trimestre del 2008. Gli acquisti di beni durevoli, particolarmente sensibili alle variazioni della ricchezza e alle condizioni nel mercato del credito, si sono fortemente ridotti (a un tasso annuo del 6% nel primo trimestre del 2008).

... e per la speculazione nel settore delle costruzioni

Il rallentamento del mercato immobiliare USA si trasmette ai consumi ...

... con il rischio di un'ulteriore brusca correzione

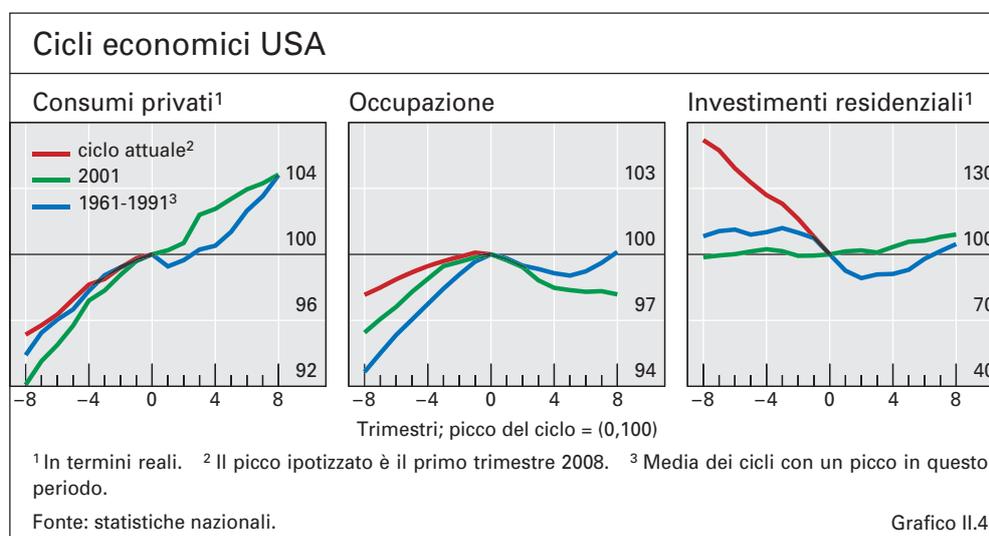
L'attuale fase contrattiva negli Stati Uniti presenta sia analogie che differenze rispetto ai cicli passati. In linea con l'andamento tipico pre-recessione, i consumi privati sono aumentati costantemente nel periodo anteriore al recente picco ciclico, malgrado una crescita dell'occupazione inferiore alla media (grafico II.4). Con un saggio di risparmio eccezionalmente basso e un livello di indebitamento eccezionalmente elevato, ci si potrebbe attendere che nel ciclo attuale i consumi delle famiglie risultino molto inferiori rispetto al passato. Gli investimenti residenziali hanno già subito un calo più consistente di quelli registrati nei periodi anteriori ad altre flessioni cicliche e, come rilevato, potrebbero diminuire ulteriormente.

Aumentano i rischi recessivi anche per gli investimenti ...

Cruciale sarà l'andamento nel settore delle costruzioni non residenziali USA. Dopo la rapida espansione dei trimestri precedenti, gli investimenti in strutture non residenziali si sono ridotti nel primo trimestre 2008. Come si vedrà oltre, il rischio di nuovi cali resta elevato alla luce dell'inasprimento delle condizioni creditizie e degli effetti di retroazione negativi provenienti dal comparto residenziale. Durante la recessione dei primi anni novanta la quota delle costruzioni (residenziali e non) sul PIL era scesa da un massimo dell'11% nel 1985 a poco più dell'8% nel 1992. Nel ciclo attuale ha raggiunto un picco analogo nel 2006, ma fino a questo momento ha perso poco più di 1½ punti percentuali.

... ma il vigore delle esportazioni potrebbe contenere i danni

Fra le altre componenti della domanda, anche la spesa in impianti delle imprese si è contratta, ma l'entità della correzione futura rimane incerta. Nei comparti manifatturieri più esposti al settore delle costruzioni gli investimenti subiranno probabilmente notevoli tagli, e un ulteriore indebolimento dei consumi potrebbe aggravare tale contrazione, deprimendo la domanda e le aspettative di profitto. Nondimeno, a differenza di quanto verificatosi durante la svolta recessiva del 2001, in questa fase l'assenza di un precedente sovrainvestimento dovrebbe assicurare una più graduale correzione verso il basso della spesa in impianti. Inoltre, un aspetto maggiormente favorevole per l'economia statunitense è dato dal vigore delle esportazioni nette, il cui contributo alla crescita del PIL si è portato in territorio positivo nel 2007 (½ punto percentuale). Questo fattore potrebbe rivelarsi importante nell'aumentare gli investimenti



nel settore dei beni commerciabili, che aveva sofferto durante il periodo di apprezzamento del dollaro.

Fra le altre principali economie industriali avanzate, il Regno Unito presenta alcune caratteristiche in comune con gli Stati Uniti. L'economia britannica è parsa rallentare verso la fine del 2007, allorché la spesa per consumi è stata frenata dalle condizioni di credito più stringenti e dal deterioramento del clima di fiducia. Inoltre, il calo dei prezzi degli immobili ha evocato lo spettro di una recessione nel settore delle costruzioni. Analogamente, in Canada, sebbene la domanda aggregata abbia continuato a superare il potenziale produttivo fino allo scorso anno, l'economia ha cominciato a indebolirsi al diminuire delle esportazioni. Inoltre, l'irrigidimento delle condizioni creditizie ha iniziato a incidere sulla domanda.

Nell'area dell'euro e in Giappone si sono avuti andamenti contrastanti. Nonostante una lieve decelerazione, la crescita nell'area dell'euro è rimasta vigorosa fino al primo trimestre 2008. In particolare, gli investimenti sono aumentati a ritmo sostenuto nel 2007. Pur essendo diminuiti nell'aprile di quest'anno, gli indicatori Ifo del clima di fiducia delle imprese si sono comunque mantenuti al di sopra della media dell'ultimo quinquennio. Tuttavia, i consumi privati hanno rallentato sensibilmente verso la fine del 2007 in parallelo con il calo della fiducia, e le esportazioni hanno parimenti perso slancio negli ultimi mesi. Anche in Giappone l'economia ha continuato a espandersi fino al primo trimestre 2008, grazie soprattutto al vigore delle esportazioni. I consumi si sono mantenuti relativamente robusti, con l'aumento dell'occupazione fino agli inizi del 2008. Tuttavia, una rapida contrazione degli investimenti residenziali nella seconda metà del 2007, indotta da modifiche alla regolamentazione edilizia, ha in parte frenato la domanda interna. Inoltre, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese sono regrediti negli ultimi mesi, così come le aspettative di profitto.

#### *Interconnessioni a livello internazionale e prospettive economiche*

Nei cicli passati il rallentamento dell'economia negli Stati Uniti si è spesso accompagnato a una più lenta crescita altrove, ma nella fase attuale vi sono ragioni per ritenere che tali effetti possano rimanere più contenuti. Negli ultimi anni si sono difatti osservati alcuni andamenti in linea con questa convinzione. Mentre negli Stati Uniti il tasso di incremento annuo della domanda interna è sceso dal 4,1% nel 2004 all'1,5% nel 2007, in Giappone esso si è ridotto dal 2 all'1% e nell'area dell'euro è persino lievemente aumentato, dall'1,7 al 2,2%. Inoltre, in contrasto ancor più netto con l'evoluzione statunitense, la domanda interna nelle grandi economie emergenti (in particolare Brasile, Russia, India e Cina) ha continuato a espandersi rapidamente durante tutto il periodo (grafico II.5).

Questi andamenti divergenti hanno indotto alcuni osservatori a ritenere che il resto del mondo potrebbe compensare in parte gli shock negativi dal lato della domanda provenienti dagli Stati Uniti. Un argomento a sostegno di tale ipotesi è che gli squilibri nel resto del mondo appaiono meno gravi che negli Stati Uniti, a differenza di quanto osservato durante la fase recessiva del 2001, causata dallo scoppio della bolla globale degli investimenti informatici.

Emergono segni di rallentamento anche in altre economie

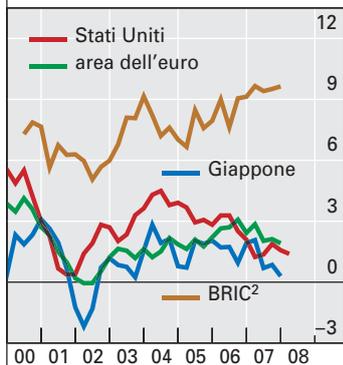
Gli effetti sulla crescita nell'area dell'euro e in Giappone risultano finora leggermente minori ...

... determinando una certa divergenza dei cicli della domanda ...

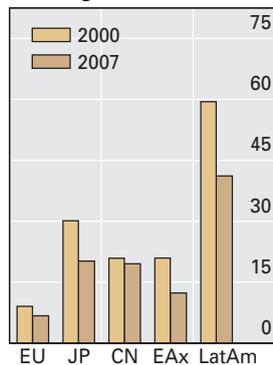
... per diverse ragioni

## Interconnessioni economiche mondiali

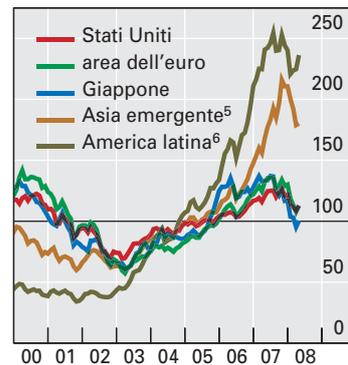
Domanda interna in termini reali<sup>1</sup>



Esposizioni commerciali verso gli Stati Uniti<sup>3</sup>



Mercato azionario<sup>4</sup>



CN = Cina; EAx = Asia emergente esclusa la Cina; EU = Unione europea; JP = Giappone; LatAm = America latina.

<sup>1</sup> Variazioni su quattro trimestri, in percentuale. <sup>2</sup> Brasile, Russia, India e Cina. <sup>3</sup> Esportazioni verso gli Stati Uniti in percentuale delle esportazioni totali. <sup>4</sup> Corsi azionari; 2000-07 = 100. <sup>5</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. <sup>6</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela.

Fonti: FMI; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Grafico II.5

Come ulteriore motivo per cui il rallentamento USA potrebbe avere un impatto limitato sull'economia mondiale è stato evocato il fatto che in numerosi paesi è sensibilmente diminuita la quota di esportazioni destinate agli Stati Uniti.

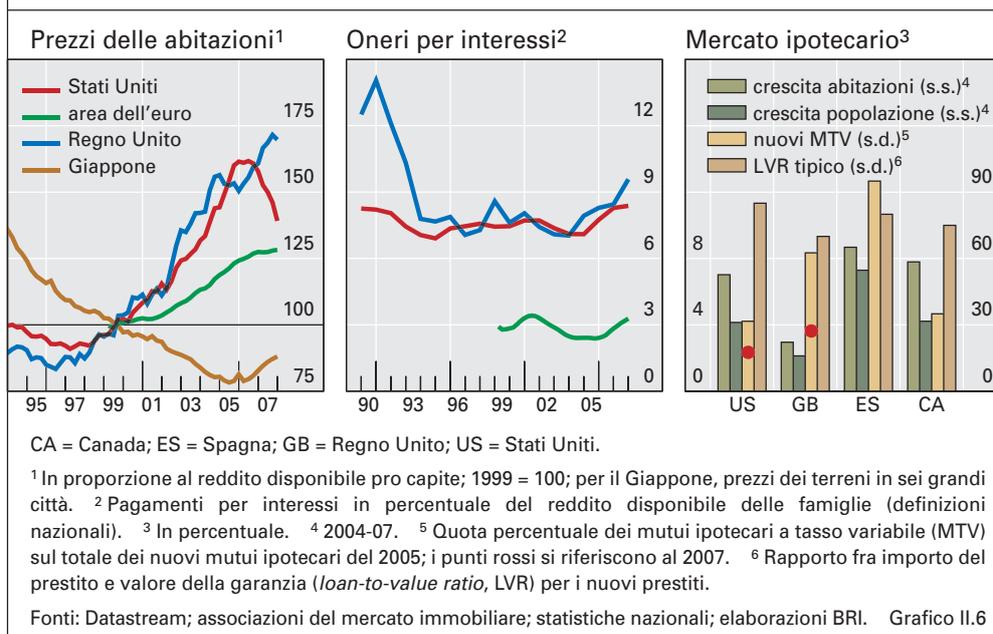
Al di fuori degli Stati Uniti, le prospettive per la domanda interna nelle altre grandi economie sembrano nel complesso favorevoli, ma presentano anche una notevole variabilità. Nell'area dell'euro la domanda interna è stata sorretta da un diffuso recupero degli investimenti delle imprese. Inoltre, il recente calo del tasso di disoccupazione potrebbe contribuire a sostenere i consumi. Con il 7,1% registrato nel primo trimestre del 2008, il tasso di disoccupazione nell'area ha raggiunto il livello più basso dai primi anni ottanta. La tendenza è particolarmente evidente in Germania, dove le riforme strutturali hanno accresciuto la flessibilità del lavoro e il tasso di partecipazione. In questo paese anche i salari reali hanno cominciato ad aumentare, benché rimangano depressi e crescano tuttora più lentamente della produttività del lavoro.

In seno all'area dell'euro i cicli della domanda interna hanno già mostrato andamenti divergenti, in parte di riflesso alle diverse dinamiche dei mercati immobiliari. I prezzi nominali delle abitazioni nell'insieme dell'area sono cresciuti più gradualmente nello scorso decennio rispetto, per esempio, a quelli degli Stati Uniti e del Regno Unito (grafico II.6). Ciò si deve in certa misura alla tendenza registrata in Germania, dove i prezzi degli alloggi sono rimasti stabili o sono moderatamente diminuiti negli anni dal 2000 al 2007. In Francia, Irlanda e Spagna, invece, essi hanno subito un forte incremento nei primi anni duemila, per poi cominciare a rallentare tra il 2004 e il 2006. In alcuni paesi (specie in Spagna) la crescita degli alloggi ha parimenti superato quella della popolazione, sebbene non nella misura osservata in Nord America.

Questa volta la domanda nell'area dell'euro potrebbe mostrare maggiore tenuta ...

... sebbene vi siano forti disparità all'interno dell'area

## Mercati delle abitazioni e dei prestiti ipotecari



Durante la fase espansiva il valore aggiunto nel settore delle costruzioni ha raggiunto l'11 e il 9% del PIL in Spagna e in Irlanda rispettivamente, livelli ben superiori alla media dell'area (6%). L'incremento di valore delle abitazioni sembra anche avere sostenuto i consumi, soprattutto in Francia e Spagna. Con l'inversione del ciclo dei prezzi immobiliari e l'inasprimento delle condizioni creditizie è probabile che la domanda in questi paesi si indebolisca più che nelle altre parti dell'area.

La domanda interna in Giappone è stata sorretta da condizioni finanziarie molto favorevoli, che hanno determinato un ampio divario tra il tasso di remuneratività degli investimenti delle grandi imprese manifatturiere e i loro costi di finanziamento. Per contro, le aziende minori, che tradizionalmente hanno margini di profitto più ristretti e un basso potere di fissazione dei prezzi, sono apparse più vulnerabili alle pressioni dal lato dei costi. Inoltre, i consumi sono stati finora trainati dall'occupazione. Sebbene dopo diversi trimestri di crescita negativa i salari nominali abbiano registrato un incremento all'inizio del 2008, quelli reali sono rimasti deboli. In futuro la dinamica salariale potrebbe continuare a essere limitata da diversi fattori strutturali, tra cui il pensionamento delle generazioni del *baby boom* e la loro sostituzione da parte di lavoratori con retribuzioni inferiori, e il notevolissimo aumento della quota del lavoro a tempo parziale dai primi anni duemila. I consumi restano pertanto esposti ai rischi derivanti da una stretta del reddito delle famiglie per effetto della debolezza dei salari reali, specie nel contesto del rincaro dell'energia.

Come si vedrà nel Capitolo III, la domanda interna nelle economie emergenti sembra essere divenuta più robusta che nei cicli passati, grazie al miglioramento dei fondamentali macroeconomici e alla maggiore solidità dei bilanci. Il costante incremento degli afflussi di capitale verso molte di tali

Le prospettive per la domanda interna paiono più deboli in Giappone ...

... mentre sono migliorate nelle economie emergenti

economie ha inoltre migliorato le prospettive di investimento. Tuttavia, negli ultimi mesi i rincari degli alimentari e del petrolio hanno scosso la fiducia dei consumatori, soprattutto nei paesi asiatici importatori di materie prime.

Gli Stati Uniti restano comunque uno dei principali partner commerciali

Vi è altresì motivo di credere che l'impatto del rallentamento economico USA non abbia ancora esplicito pienamente i suoi effetti a livello mondiale. Gli Stati Uniti restano uno dei principali partner commerciali per diversi paesi, quali Canada, Cina, Giappone e Messico. Le importazioni nel settore ad alta tecnologia USA restano ingenti, attenuando l'impatto avverso sugli scambi intraregionali in Asia, ma la situazione potrebbe cambiare se la fase contrattiva negli Stati Uniti dovesse aggravarsi. Un rallentamento prolungato potrebbe minare la fiducia dei consumatori e delle imprese in tutto il mondo, rischio evidenziato dal deciso ribasso dei mercati azionari internazionali nel gennaio 2008. Inoltre, molte imprese in Cina e in Giappone dipendono dalle esportazioni verso gli Stati Uniti per gli investimenti e l'occupazione, il che implica che la spesa in conto capitale in questi paesi potrebbe non essere così autonoma come spesso ipotizzato. Analogamente, le esportazioni rimangono una fonte fondamentale di domanda in Germania. Ciò espone l'area dell'euro ai rischi derivanti da una possibile decelerazione in altre economie, fra cui gli Stati Uniti, attraverso gli effetti non solo diretti sull'economia tedesca, ma anche indiretti sugli scambi intraregionali e sugli investimenti.

La domanda mondiale potrebbe essere indebolita anche da diversi shock comuni

La domanda mondiale risentirà verosimilmente anche di diversi altri shock che hanno coinciso con la flessione ciclica USA. In primo luogo, lo shock negativo di domanda potrebbe essere amplificato da una stretta generalizzata dell'offerta di credito nelle economie industriali avanzate (si veda oltre). In secondo luogo, negli ultimi mesi i forti rincari delle materie prime, specie del petrolio, hanno causato consistenti perdite in termini di ragioni di scambio per i paesi importatori di greggio. Le analisi condotte dall'Agenzia internazionale per l'energia dopo l'impennata dei corsi petroliferi dei primi anni duemila indicano che un incremento di \$10 al barile del prezzo medio all'importazione nei paesi dell'OCSE potrebbe abbassare la crescita di 0,4 punti percentuali e accrescere l'inflazione di 0,5 punti percentuali nell'arco di un anno. Di fatto, nei dodici mesi fino a gennaio 2008 il costo medio all'importazione del petrolio nei principali paesi dell'OCSE era già aumentato di \$35 al barile.

L'impatto effettivo sulla crescita è stato finora limitato, anche perché le imprese non hanno voluto o potuto traslare appieno il rincaro del greggio sui prezzi al consumo. Inoltre, la maggiore ricchezza derivante dall'incremento di valore delle abitazioni e delle azioni, nonché la facile disponibilità di credito bancario fino a metà 2007 hanno sostenuto i consumi. Tuttavia, un sostanziale deterioramento delle prospettive di occupazione e ricchezza potrebbe rafforzare l'effetto dei rincari del petrolio e degli alimentari sulla spesa delle famiglie, specie nei paesi in cui i consumi si sono retti in misura significativa sull'accumulo di debito.

#### *Politiche economiche e altri fattori che impattano sulla domanda futura*

L'attuazione di politiche volte a contrastare le debolezze della domanda mondiale potrebbe essere di ausilio, a condizione che le spinte inflazionistiche restino ben contenute. Le massicce iniezioni di liquidità da parte delle

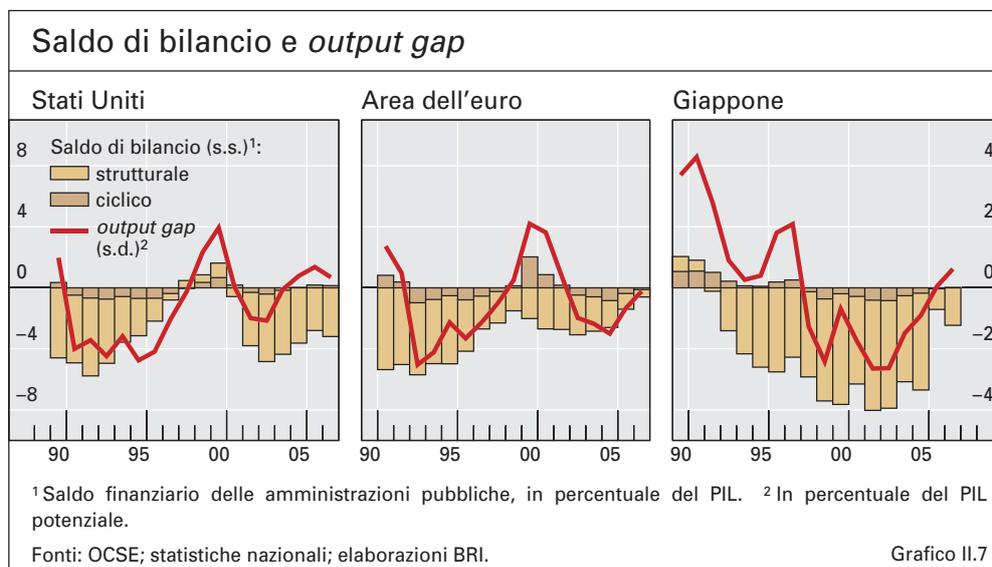
principali banche centrali potrebbero avere limitato gli effetti delle recenti turbolenze finanziarie sui costi di finanziamento delle banche. Per giunta, l'orientamento di politica monetaria è stato allentato in diverse economie industriali avanzate dall'agosto dello scorso anno. Tuttavia, l'impatto di tali misure sulla domanda dipende in modo cruciale da diversi fattori. Uno di questi è la valutazione dei rischi di credito. Negli Stati Uniti, ad esempio, dove l'allentamento monetario è stato maggiore, i tassi sui prestiti meno rischiosi alle famiglie sono calati, ma quelli sulle ipoteche *jumbo* e sulle obbligazioni di qualità non bancaria sono aumentati a causa dei più elevati premi al rischio. Inoltre, le banche potrebbero ridurre l'offerta di credito tramite meccanismi non di prezzo, diminuendo l'efficacia della riduzione dei tassi ufficiali. Infine, come si vedrà più avanti, l'ingente debito accumulato potrebbe indurre le famiglie a risparmiare anziché spendere. A prescindere dall'impatto sulla domanda aggregata dei più bassi tassi ufficiali, vi è il rischio che la futura flessibilità della politica monetaria possa essere limitata dal recente aumento dell'inflazione misurata e attesa.

La domanda potrebbe beneficiare della pronta reazione delle banche centrali e del calo dei tassi ufficiali ...

Anche una politica di bilancio più accomodante potrebbe sostenere la domanda in alcuni paesi. Gli stabilizzatori automatici contribuiranno a modulare la domanda nel caso di una flessione ciclica, soprattutto nell'area dell'euro (grafico II.7). Va poi detto che il disavanzo strutturale nell'area è andato calando negli ultimi anni, in conformità con i requisiti del Patto di stabilità e crescita. Di riflesso a questo margine di manovra aggiuntivo, i bilanci previsionali per il 2008 contemplanò un lieve incremento del deficit strutturale, allo 0,9% del PIL. In Giappone il disavanzo strutturale dovrebbe ridursi nel 2008. La posizione di bilancio statunitense è rimasta nel complesso propizia alla domanda nel breve periodo. Il recente piano di stimolo fiscale, che prevede riduzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche e delle imprese nella misura dell'1% del PIL del 2007, dovrebbe promuovere temporaneamente la domanda nel corso di quest'anno.

... così come di una politica di bilancio espansiva

Una questione basilare è se esista un margine per impiegare misure discrezionali di politica di bilancio al fine di stimolare ulteriormente la domanda.



Tuttavia, il margine di stimolo fiscale differisce da un paese all'altro ...

Negli Stati Uniti il rapporto debito/PIL è già pari a circa il 60% e risulterebbe assai maggiore tenendo conto delle passività senza copertura derivanti dai costi previdenziali e sanitari a lungo termine. Nell'area dell'euro i disavanzi ridotti o i persistenti avanzi in Austria, Germania e Spagna, nonché il calo previsto dei rapporti debito/PIL potrebbero ampliare il margine di manovra delle autorità di questi paesi per utilizzare la politica di bilancio a sostegno della domanda. Per contro, in Grecia e Italia il rapporto debito pubblico/PIL si situava intorno al 100% a fine 2007 e, stando alle proiezioni, dovrebbe mantenersi elevato in futuro. In quasi tutti i paesi dell'area le passività senza copertura legate alla futura spesa per prestazioni sanitarie e pensionistiche restano ingenti a causa del rapido invecchiamento della popolazione. In Giappone il debito pubblico lordo supera già il 180% del PIL e le passività implicite del settore pubblico sono parimenti di grande entità. La pressione fiscale complessiva è bassa e potrebbe quindi essere innalzata, ma la realtà di una popolazione già in calo costituisce un ulteriore fattore di complicazione.

... e vi è incertezza circa la sua efficacia

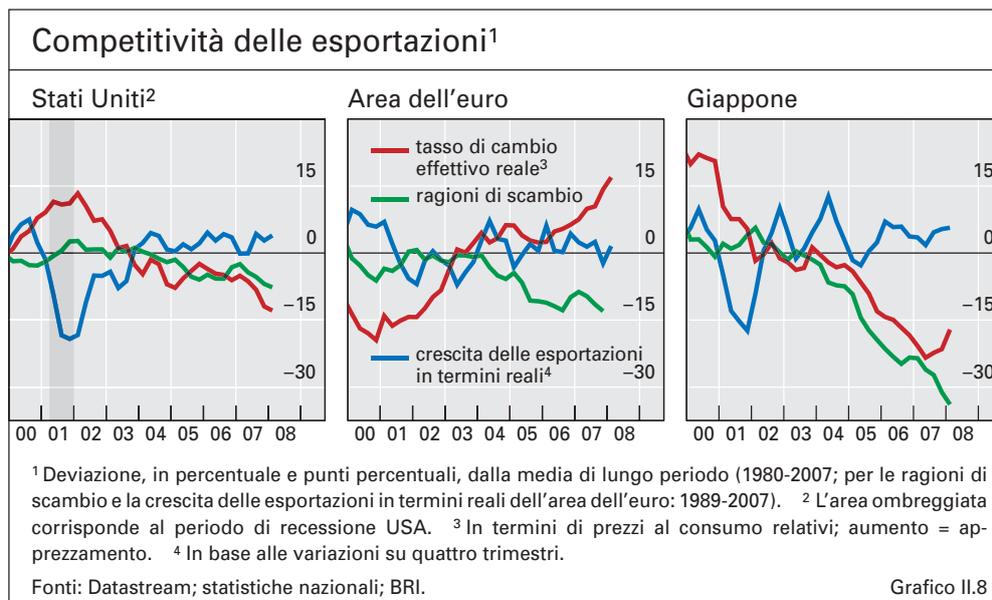
Un'altra questione riguarda l'efficacia della politica di bilancio. L'azione dei moltiplicatori fiscali sembra essersi indebolita nei paesi industriali avanzati durante gli ultimi decenni, in quanto la maggiore apertura delle economie e la liberalizzazione finanziaria hanno ridotto il numero dei soggetti con vincoli di liquidità. Ciò nondimeno, programmi di stimolo opportunamente mirati potrebbero ancora dimostrarsi utili, specie ove riducano i vincoli di spesa per coloro che hanno perso l'accesso al credito. Uno stimolo temporaneo limiterebbe inoltre i disavanzi futuri e quindi anche le aspettative di aumenti futuri dell'onere fiscale. Nel caso degli Stati Uniti, stime recenti suggeriscono che la propensione marginale a destinare al consumo sgravi tributari transitori potrebbe essere significativa (circa 0,4) e che tale impatto potrebbe concretizzarsi rapidamente. Tuttavia, è probabile che il graduale venir meno degli effetti degli sgravi deprima la crescita in periodi successivi.

Il deprezzamento del dollaro potrebbe sostenere la crescita USA ...

Un fattore che ha avuto conseguenze sulla distribuzione della domanda mondiale è stata l'evoluzione dei tassi di cambio. A fine aprile 2008 il valore effettivo reale del dollaro statunitense aveva perso il 25% rispetto al massimo del febbraio 2002. Anche in raffronto alla media di lungo periodo per gli anni 1980-2007 il deprezzamento del dollaro è stato sostanziale (grafico II.8). La debolezza della moneta americana continuerà a sostenere la crescita USA, aumentando sia le esportazioni sia la domanda di beni prodotti dai settori interni in concorrenza con le importazioni. Essa accresce inoltre il valore in moneta nazionale dei redditi USA da investimenti esteri, rafforzando l'impatto positivo esercitato sull'interscambio. D'altra parte, il forte deprezzamento del dollaro potrebbe innalzare le aspettative di inflazione e rendere più difficile il controllo di quest'ultima.

... ma esercita forti pressioni competitive sulle economie dell'area dell'euro

Per contro, in termini effettivi l'euro si è fortemente apprezzato negli ultimi due anni. Ciò riduce l'effetto dell'incremento delle quotazioni petrolifere in dollari, ma frena anche la domanda esterna di beni prodotti nell'area dell'euro. Le esportazioni dall'area hanno nondimeno seguito ad aumentare a un ritmo prossimo a quello di lungo periodo grazie alla vigorosa domanda nei mercati emergenti. La più rapida crescita della produttività nel settore manifatturiero tedesco ha compensato in parte gli effetti di competitività negativi dovuti



all'apprezzamento della moneta unica. In altri paesi dell'area (ad esempio, Italia e Spagna) la competitività è invece peggiorata. Quanto allo yen, il suo valore effettivo reale è diminuito considerevolmente negli anni recenti, contribuendo a stimolare le esportazioni nipponiche.

## Andamenti dell'inflazione nelle economie industriali avanzate

### *Crescenti rischi di inflazione*

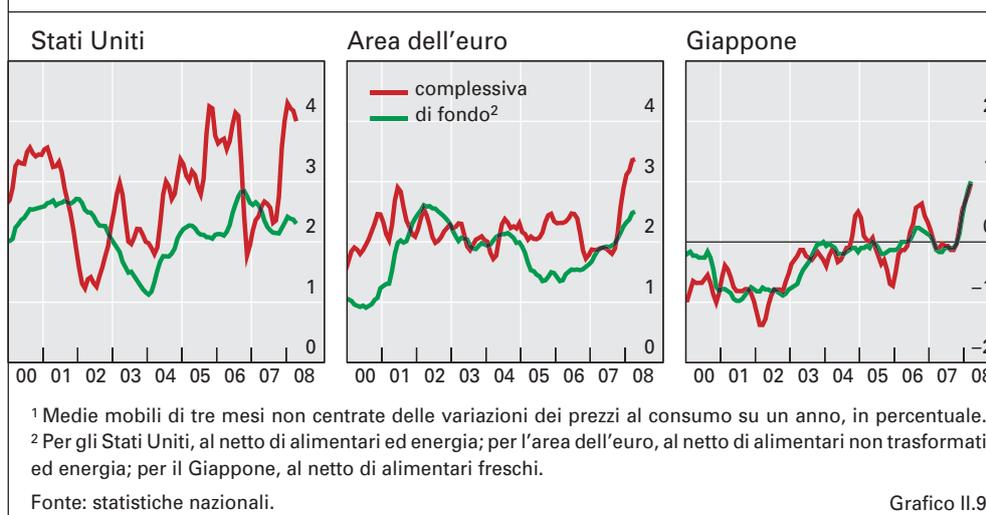
Il forte aumento dei prezzi delle materie prime dagli inizi del 2007 ha determinato una notevole crescita dell'inflazione complessiva nelle economie industriali avanzate. In aprile 2008 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato dall'IPC si situava a circa il 4% negli Stati Uniti e al di sopra del 3% nell'area dell'euro, mentre a marzo in Giappone superava infine l'1% (grafico II.9). Negli Stati Uniti i prezzi interni dell'energia sono aumentati di oltre il 15% nell'anno fino all'aprile 2008, mentre l'inflazione dei prezzi di alimentari e bevande ha sfiorato il 5%, quasi il massimo degli ultimi due decenni. Nell'area dell'euro l'inflazione dei prezzi dell'energia ha superato il 10½% e gli alimentari sono rincarati del 6%. Ai prezzi dell'energia è riconducibile circa un terzo dell'inflazione complessiva negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Inoltre, l'inflazione di fondo (secondo le definizioni nazionali), che si era mantenuta su valori piuttosto moderati sino al 2006, è accelerata nell'area dell'euro e in Giappone. Negli Stati Uniti l'inflazione di fondo al consumo è rimasta relativamente stabile fino all'aprile 2008.

Una questione fondamentale è se i prezzi degli alimentari e del petrolio rimarranno elevati. Se l'espansione della domanda di lungo periodo delle materie prime fondamentali continuerà a superare l'offerta, l'ulteriore ascesa dei corsi degli alimentari e dell'energia diviene una possibilità concreta. L'indice dei prezzi al consumo degli alimentari in diverse economie avanzate è destinato a mantenersi su livelli elevati per qualche tempo nella misura in cui

La più forte dinamica dei prezzi sospinta dai corsi delle materie prime ...

... solleva la questione della persistenza dell'inflazione ...

## Inflazione nelle economie del G3<sup>1</sup>



l'incremento dei prezzi alla produzione si trasmette alle vendite al dettaglio e le pressioni dal lato dei costi comprimono i margini delle imprese al di là dei livelli sostenibili.

In passato, l'inflazione complessiva tendeva a seguire l'andamento di quella di fondo, in larga misura perché la volatilità dei prezzi degli alimentari e del petrolio rispecchiava turbative temporanee dal lato dell'offerta. Ciò ha incoraggiato le banche centrali a focalizzare l'attenzione sull'inflazione di fondo come misura della pressione sottostante sui prezzi. Tuttavia, l'ascesa protratta dei corsi delle materie prime negli ultimi anni ha indebolito questa relazione (tabella II.2). Nell'area dell'euro, ad esempio, negli ultimi tre anni l'indice complessivo si è dimostrato assai più efficace come indicatore previsivo dell'inflazione a un anno. Anche negli Stati Uniti l'inflazione complessiva ha

... e complica la valutazione delle spinte inflazionistiche da parte delle autorità monetarie

## Accuratezza delle previsioni di inflazione<sup>1</sup>

	Periodo previsionale: gen. 2001-apr. 2003		Periodo previsionale: mag. 2003-sett. 2005		Periodo previsionale: ott. 2005-mar. 2008	
	Inflazione complessiva	Inflazione di fondo <sup>2</sup>	Inflazione complessiva	Inflazione di fondo <sup>2</sup>	Inflazione complessiva	Inflazione di fondo <sup>2</sup>
IPC USA	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
Deflatore SCP USA	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
IAPC area dell'euro	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
IPC Giappone	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

<sup>1</sup> Radice dell'errore quadratico medio per le previsioni fuori campione relative all'inflazione a dodici mesi ottenute dalla regressione dell'inflazione complessiva annua sul tasso di inflazione complessiva o di fondo (periodo di stima: gennaio 1991-dicembre 2000). Le aree ombreggiate indicano una più bassa radice dell'errore quadratico medio all'interno di ciascun periodo previsionale. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, al netto di alimentari ed energia; per l'area dell'euro, al netto di alimentari non trasformati ed energia; per il Giappone, al netto degli alimentari freschi.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.2

fornito previsioni migliori sulla dinamica dei prezzi di quanto abbia fatto l'inflazione di fondo da metà 2003, anno in cui è cominciata la tendenza al rialzo dei corsi energetici. L'esperienza giapponese è stata in parte differente: la misura nazionale dell'inflazione di fondo continua a predire in modo più affidabile l'inflazione complessiva futura, sebbene ciò possa essere in gran parte dovuto al fatto che essa include i prezzi del petrolio.

### Determinanti dell'inflazione di fondo

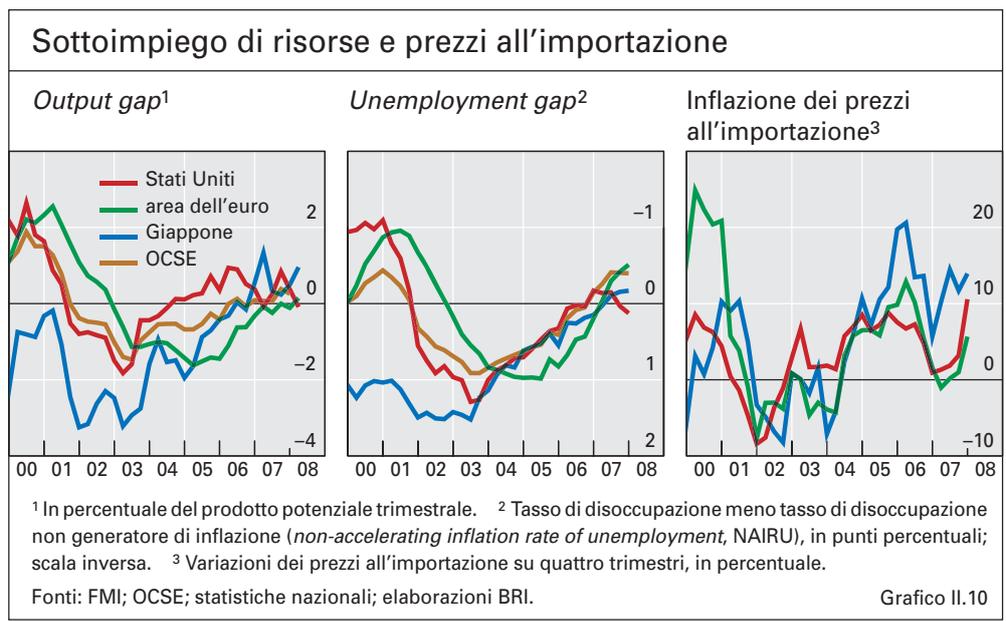
Alla luce delle forze sottostanti nella presente congiuntura, ci si chiede cosa sia più probabile, se una convergenza verso l'alto dell'inflazione di fondo con l'indice complessivo o viceversa. In numerose economie industriali avanzate il prodotto pare essere rimasto intorno al livello potenziale e in prospettiva potrebbe persino scendere al di sotto di tale livello (grafico Il.10). Le misure dell'*unemployment gap* indicano un aumento del sottoimpiego di risorse negli Stati Uniti. In altre economie industriali avanzate, benché i tassi di disoccupazione siano ancora bassi, le deboli condizioni della domanda potrebbero ridurre l'occupazione in futuro. Nel complesso, le pressioni esercitate dalla domanda sull'inflazione di fondo dovrebbero pertanto restare moderate.

Anche gli andamenti recenti del costo del lavoro per unità di prodotto nelle economie del G3 sono stati benigni. Negli Stati Uniti il tasso di crescita su base annua del costo del lavoro per unità di prodotto è ridisceso allo 0,2% nel primo trimestre 2008, interrompendo la tendenza ascendente che l'aveva portato al di sopra del 4% nella prima metà del 2007. Nell'area dell'euro, sebbene sia stata contenuta e stabile intorno all'1½% negli ultimi anni, la progressione del costo del lavoro per unità di prodotto è salita a circa il 2% nel quarto trimestre 2007. In Giappone il costo unitario del lavoro è diminuito negli ultimi anni, rispecchiando in parte il calo o l'aumento solo modesto dei salari nominali.

La futura evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto dipenderà in misura significativa dalla dinamica salariale. Diverse economie industriali

Il sottoimpiego di risorse nelle principali economie industriali avanzate dovrebbe aumentare ...

... e il costo unitario del lavoro non dovrebbe rappresentare una grave minaccia ...



avanzate hanno fatto registrare dagli anni ottanta una riduzione della quota dei salari sul valore aggiunto complessivo e un corrispondente incremento della quota dei profitti. Tuttavia, di recente sono emerse richieste di aumenti salariali, specie in Europa. In Germania, ad esempio, dopo un lungo periodo di salari reali deboli o in calo, quest'anno i sindacati hanno rivendicato aumenti più consistenti. L'adeguamento *una tantum* delle retribuzioni, dopo un periodo di significativa crescita della produttività, non genera necessariamente spinte inflazionistiche, poiché può essere compensato da una flessione dei margini di profitto ai livelli precedenti. Per contro, un'ascesa protratta dei salari potrebbe creare notevoli rischi di inflazione, incoraggiando le imprese a rivedere al rialzo i listini.

... ma le pressioni disinflazionistiche derivanti dalla globalizzazione sono in calo

Un altro interrogativo concernente l'evoluzione dell'inflazione riguarda la misura in cui le pressioni al ribasso sull'inflazione derivanti dalla globalizzazione potrebbero diminuire o persino invertirsi. Un fattore rilevante a tale proposito è la recente vigorosa domanda di materie prime, indotta dalla forte crescita nelle economie emergenti. A livello globale ciò sembra accrescere i vincoli in termini di risorse, innalzando i prezzi delle materie prime fondamentali e dei generi alimentari.

Un ulteriore fattore è legato alla rapida espansione dei salari reali in alcuni paesi con strutture produttive a basso costo, come la Cina, in parte di riflesso alla carenza di lavoratori qualificati e all'incremento dei salari minimi (Capitolo III). Essa ha tendenzialmente fatto rincarare i manufatti importati dalle economie emergenti. Questi recenti andamenti indicano che il processo di recupero del divario economico da parte dei paesi emergenti comporterà probabilmente un protrarsi delle spinte al rialzo sui prezzi all'importazione. Un elemento specifico che potrebbe avere accentuato alcuni di questi effetti sui prezzi, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, è il sostanziale deprezzamento del tasso di cambio reale negli ultimi mesi.

La trasmissione dei costi pare ancora contenuta ...

Ad oggi, non vi sono ancora solide evidenze empiriche che la sostanziale attenuazione della trasmissione delle variazioni di prezzo delle materie prime e dei cambi ai prezzi all'importazione e al consumo, osservata durante gli anni novanta e i primi anni duemila, si sia invertita più di recente (tabella II.3; si veda anche la tabella II.2 nella *75ª Relazione annuale*). Il grado di trasmissione continua a essere inferiore a quello osservato negli anni settanta e ottanta, anche perché gli esportatori stranieri sono riusciti a mantenere invariati i prezzi nelle valute locali degli importatori, sia adeguando i margini di profitto propri e dei distributori locali, sia trovando il modo di accrescere la produttività in misura proporzionale. Ciò parrebbe anche indicare che le attese di inflazione di lungo periodo sono rimaste ancorate.

... ma potrebbe aumentare in futuro

Nondimeno, il grado di trasmissione potrebbe aumentare. Al di fuori degli Stati Uniti, i margini accumulati dagli esportatori durante il periodo di apprezzamento del dollaro si sono ora ridotti in misura significativa, e potrebbe risultare sempre più difficile conseguire aumenti di produttività. Inoltre, i notevoli e persistenti rincari delle materie prime e il deprezzamento del tasso di cambio potrebbero finire per innalzare le aspettative di inflazione, innescando in avvenire maggiori adeguamenti dei prezzi di fondo al consumo.

Trasmissione dell'inflazione						
	Dai prezzi delle materie prime ai prezzi all'importazione <sup>1</sup>		Dai tassi di cambio ai prezzi all'importazione <sup>1</sup>		Dai prezzi all'importazione all'IPC di fondo <sup>2</sup>	
	1971-1989	1990-2007	1971-1989	1990-2007	1971-1989	1990-2007
Stati Uniti	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Giappone	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Germania	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	-0,07
Francia	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	-0,08
Regno Unito	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italia	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

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

<sup>1</sup> Variazioni percentuali dei prezzi all'importazione in risposta a un aumento dell'1% dei prezzi delle materie prime (misurati in moneta nazionale), ovvero in risposta a un deprezzamento dell'1% del tasso di cambio effettivo nominale. <sup>2</sup> Variazioni percentuali dell'inflazione di fondo dei prezzi al consumo in risposta a un aumento dell'1% dei prezzi all'importazione.

Fonti: stime BRI basate su dati OCSE; Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI); istituti nazionali. Tabella II.3

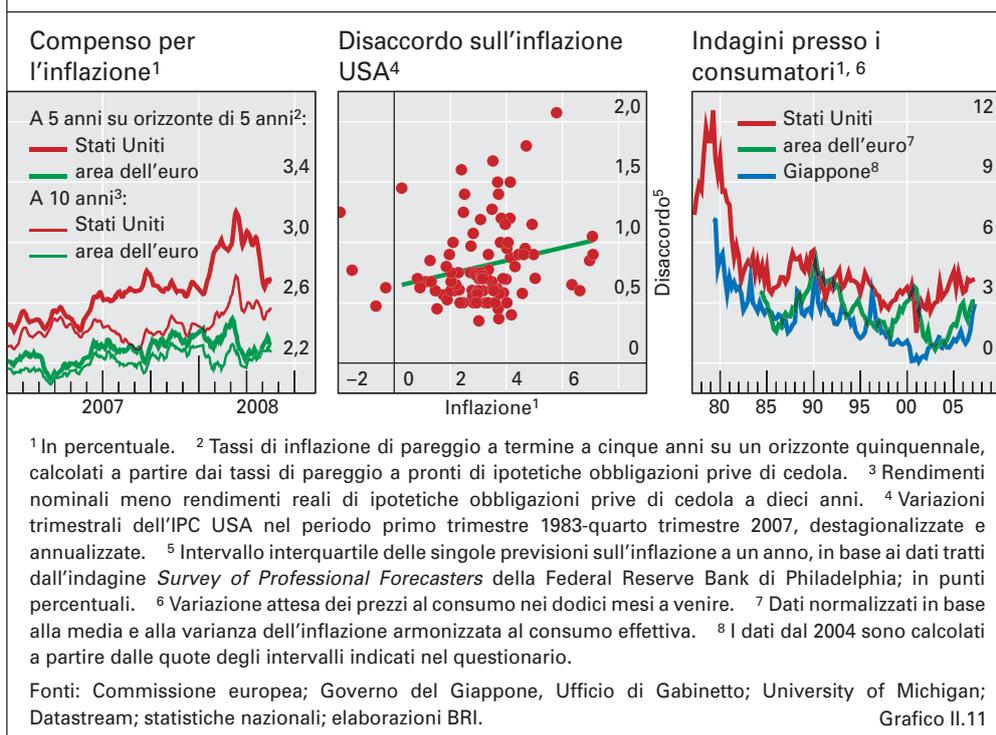
In tale contesto, le aspettative inflazionistiche svolgeranno probabilmente un ruolo di importanza cruciale. Dopo essere calate durante gran parte del 2006, nel 2007 le misure delle attese di inflazione di lungo periodo basate su dati di mercato (a cinque anni e oltre) solo salite nelle principali economie avanzate (grafico II.11), pur regredendo lievemente a inizio 2008. L'incremento è stato particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, dove i più elevati livelli di inflazione si sono anche accompagnati a una maggiore dispersione delle proiezioni tra i previsori professionisti. Tuttavia, resta incerta la misura in cui i prezzi delle obbligazioni forniscano un'immagine accurata delle aspettative di inflazione nelle circostanze attuali. Ad esempio, i forti effetti di liquidità osservati nei mercati dei titoli di Stato durante i recenti episodi di turbolenza potrebbero avere influito sulla volatilità delle misure in questione. Vi potrebbe avere contribuito inoltre un aumento dei premi per il rischio di inflazione (piuttosto che dell'inflazione futura attesa), sebbene ciò sembri più probabile per l'area dell'euro che per gli Stati Uniti (Capitolo VI). La possibilità che le aspettative inflazionistiche abbiano cominciato a crescere è suffragata anche da altre evidenze. Benché le misure di breve periodo, desunte dalle indagini presso le famiglie, siano generalmente rimaste al disotto dei livelli degli anni ottanta, lo scorso anno esse hanno mostrato una tendenza ascendente nelle principali economie avanzate.

Un'importante questione per la politica monetaria è in che misura le attese di inflazione rimangano ben ancorate in presenza di shock avversi all'inflazione. Da un lato, esse potrebbero avere un orientamento prospettico ed essere divenute più saldamente ancorate nell'ultimo decennio grazie alla maggiore credibilità della politica monetaria; dall'altro, le aspettative potrebbero essere prevalentemente retrospettive e basate, ad esempio, sull'esperienza degli operatori privati. In tal caso, è possibile che siano state raffrenate dalla precedente favorevole dinamica dell'inflazione, non da ultimo

Le aspettative di inflazione di lungo periodo si sono accresciute recentemente ...

... e potrebbero divenire meno ancorate

## Aspettative di inflazione



poiché l'incremento mondiale dell'offerta effettiva di lavoro ha compresso i prezzi dei manufatti. Il semplice fatto che le attese di inflazione di lungo periodo siano apparentemente rimaste ben ancorate negli ultimi anni non fornisce un'indicazione decisiva per determinare se e in quale misura queste attese potrebbero cambiare direzione, né per individuare le potenziali determinanti di un tale cambiamento.

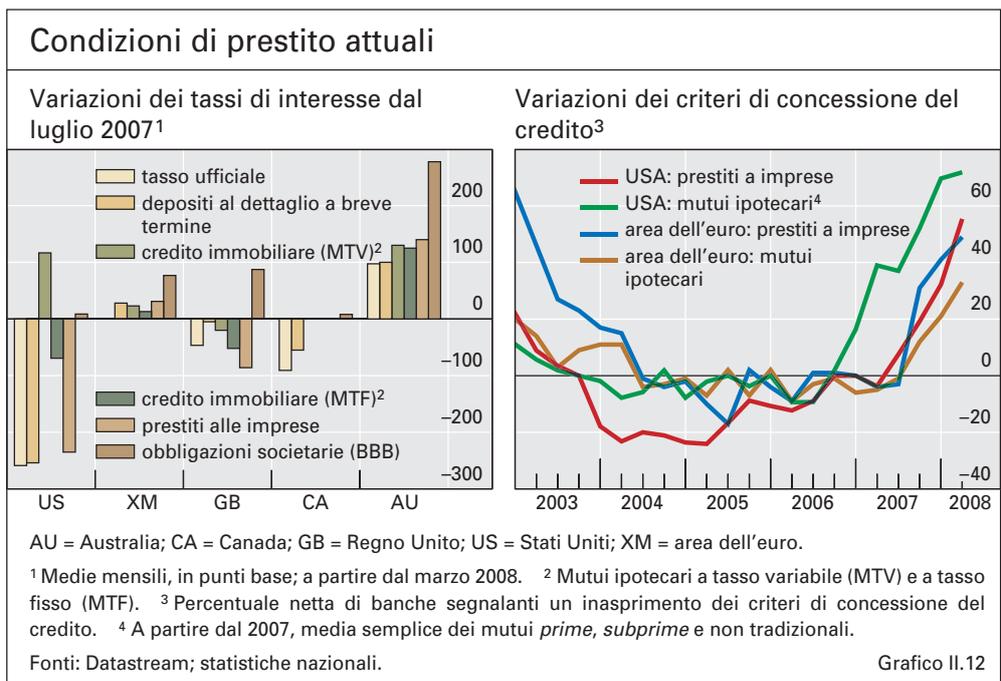
Tale rischio è accentuato dal rincaro di beni di frequente acquisto

Qualora le aspettative inflazionistiche avessero un carattere retrospettivo, il recente incremento tendenziale dei prezzi degli alimentari e dell'energia potrebbe avere effetti particolarmente sfavorevoli. Secondo indicazioni aneddotiche, forti variazioni dei prezzi di alcuni articoli "visibili" di acquisto più diffuso e frequente (come pane, carne, latte e benzina) tendono maggiormente a innalzare le percezioni di inflazione dei cittadini rispetto a quelle di articoli acquistati più sporadicamente. Nell'area dell'euro le indagini mostrano che l'inflazione "percepita" è aumentata a fine 2007, in concomitanza con un rincaro degli alimentari. Nel Regno Unito si è parimenti osservato come le percezioni di inflazione dei consumatori tendano a essere più strettamente correlate con il rincaro di articoli acquistati con frequenza almeno trimestrale.

## Vulnerabilità dei bilanci, inasprimento creditizio e fattori avversi

L'inasprimento delle condizioni creditizie nelle principali economie ...

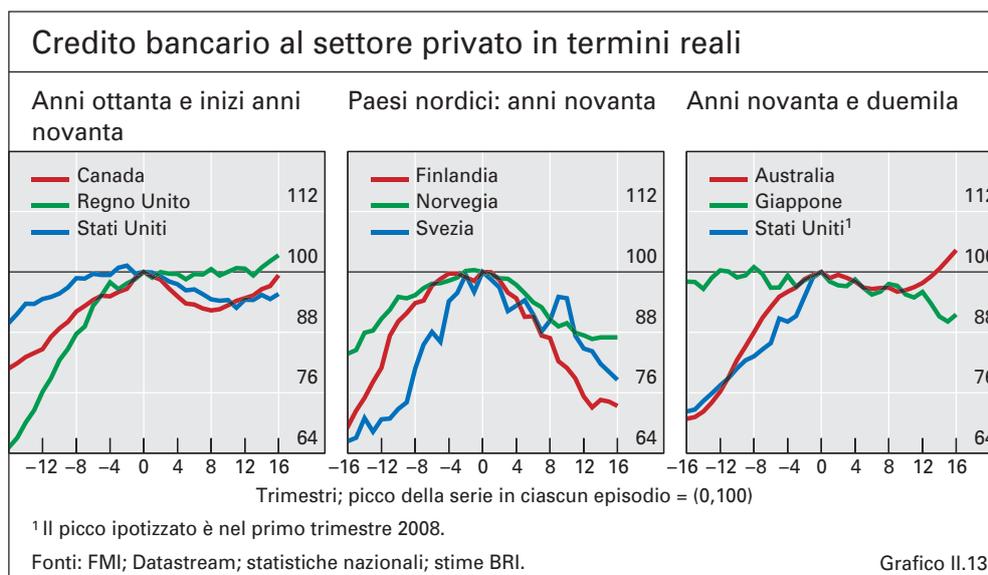
Le prospettive per le economie industriali avanzate dipendono fortemente dal modo in cui i recenti shock finanziari interagiranno con i bilanci delle famiglie e delle imprese e con le connesse decisioni di spesa. Le turbolenze hanno già portato a un inasprimento delle condizioni creditizie attraverso un aumento degli spread sui prestiti bancari (grafico II.12). Nel caso degli Stati Uniti (e in misura minore del Canada e del Regno Unito), le riduzioni dei tassi ufficiali



hanno compensato in vario grado l'ampliamento degli spread; nondimeno, in tutti questi paesi le condizioni creditizie si sono irrigidite, poiché le banche hanno applicato ai propri mutuatari criteri extra-prezzo più restrittivi. Nel primo trimestre 2008 la quota netta delle banche statunitensi che segnalavano un inasprimento dei criteri per l'erogazione della maggior parte delle tipologie di prestiti era pari a quella rilevata durante le recessioni dei primi anni novanta e duemila. Anche in Australia, Canada e Regno Unito si è registrato un irrigidimento in alcuni settori o nella maggioranza di essi. Nell'area dell'euro gli standard sono stati fortemente inaspriti per il credito alle imprese (portandoli su livelli prossimi a quelli osservati durante la contrazione del mercato creditizio dei primi anni duemila) e in misura sensibile per quello alle famiglie.

Il recente inasprimento nei mercati del credito ha avuto luogo sullo sfondo di un ingente accumulo di debito, in particolare da parte delle famiglie statunitensi. Stando all'esperienza delle passate crisi nei mercati del credito, l'impatto macroeconomico sarà probabilmente considerevole. Secondo un giudizio condiviso, la stretta creditizia USA degli anni 1989-1992, ad esempio, aggravò la recessione nel 1990. Tale episodio si verificò all'indomani della crisi delle casse di risparmio degli anni ottanta, un periodo in cui le banche accrebbero notevolmente la loro esposizione verso il settore degli immobili commerciali. Dopo il picco pre-crisi, il credito reale delle banche al settore privato statunitense si ridusse per lungo tempo (grafico II.13). In altri paesi, come il Regno Unito, che all'incirca nello stesso periodo furono interessati da difficoltà nel settore bancario, la contrazione del credito fu meno drastica e la ripresa più rapida. In altri casi, tuttavia, come le crisi bancarie dei paesi nordici nei primi anni novanta, la stretta risultò più grave. In Svezia, ad esempio, ne conseguì una brusca flessione della spesa delle famiglie, mentre la quota degli investimenti residenziali sul PNL scese dal massimo del 6½% nel 1991 all'1½% nel 1995.

... ha avuto storicamente un forte impatto macroeconomico ...



... quando si è associato a un avverso ciclo economico e dei prezzi delle attività

In ognuno di questi episodi critici l'impatto finale fu aggravato dall'interazione fra un ciclo economico avverso, forti cali dei prezzi delle attività e un brusco deterioramento del merito di credito dei mutuatari. In particolare, come rilevato nel Capitolo VII, il ciclo del credito si combinò al ciclo dei prezzi degli immobili, con forti ripercussioni sul valore delle garanzie e sulla spesa aggregata sia nella fase di espansione che in quella di contrazione. Nella congiuntura attuale, le consistenti esposizioni patrimoniali in diversi paesi costituiscono un rischio per le prospettive macroeconomiche.

#### *Vulnerabilità delle famiglie*

Le famiglie USA sembrano le più esposte ...

Si può presumere che l'impatto di una data variazione degli standard creditizi sia massimo negli Stati Uniti, dove le difficoltà finanziarie delle famiglie appaiono più gravi. Grazie alla rapida espansione del debito a partire dal 2002, le famiglie avevano potuto mantenere i consumi e gli investimenti residenziali su livelli superiori a quelli consentiti dal solo reddito (tabella II.4). Tale espansione è stata in larga misura resa possibile dal forte aumento dei prezzi delle abitazioni, che ha reso meno stringenti i vincoli di garanzia per famiglie che altrimenti non avrebbero potuto contrarre prestiti di pari entità, o addirittura ottenere alcun finanziamento. Le famiglie statunitensi sono state inoltre in grado di utilizzare il ricavato della vendita di abitazioni, rifinanziamenti con parziale prelievo di contante (*cash-out refinancing*) e mutui sul valore netto (*home equity loan*) per estrarre liquidità dal crescente valore delle abitazioni. Stando ad alcune stime private, fra il 2001 e il 2005 la monetizzazione del capitale immobiliare ha finanziato in media circa il 3% dei consumi privati (incluso il rimborso di debiti non ipotecari).

... a causa dell'alto livello di indebitamento ...

Una fonte di vulnerabilità deriva dalla combinazione di basso risparmio ed elevato indebitamento delle famiglie. Il rapporto fra il risparmio e il reddito disponibile delle famiglie USA ha cominciato a flettere nel 1992, da circa il 7½%, e ha subito un calo particolarmente pronunciato nei primi anni duemila, quasi azzerandosi nel 2005. Un incremento significativo della spesa per il servizio del debito in questo periodo, passata a oltre il 14% del reddito

disponibile nel 2007, ha aumentato l'esposizione delle famiglie a shock di reddito e di tasso di interesse. Appare ora probabile che la spesa delle famiglie si riduca in risposta all'elevato livello del debito e dei connessi oneri per il servizio, alla minore occupazione e al generale inasprimento delle condizioni creditizie.

Un altro fattore di vulnerabilità risiede nel forte calo effettivo e atteso dei prezzi delle abitazioni e della ricchezza, che riduce il patrimonio netto prospettico delle famiglie e, pertanto, la loro capacità di assumere prestiti per sostenere la spesa corrente. Il capitale proprio delle famiglie USA sullo stock immobiliare totale – ossia la differenza tra attività immobiliari complessive e debito immobiliare – ha infatti già registrato una sensibile flessione negli ultimi tempi. Secondo alcune stime, la percentuale di famiglie statunitensi con patrimonio netto negativo ha già superato il massimo raggiunto durante il deterioramento del mercato immobiliare nel Regno Unito dei primi anni novanta.

Una terza fonte di vulnerabilità deriva dal fatto che durante la fase espansiva i mutui *subprime* e *stated-income* (basati su semplice autocertificazione del reddito), nonché altri prodotti ipotecari rischiosi non standard hanno rappresentato negli Stati Uniti una quota del credito ipotecario assai più consistente che in altre economie industriali avanzate. Con il ribasso dei prezzi delle abitazioni e l'inasprirsi delle condizioni creditizie, tali prestiti hanno maggiori probabilità di insolvenza, giacché i debitori dispongono di scarse risorse finanziarie alternative per sopperire a una diminuzione del reddito o

... del calo dei  
prezzi delle  
abitazioni ...

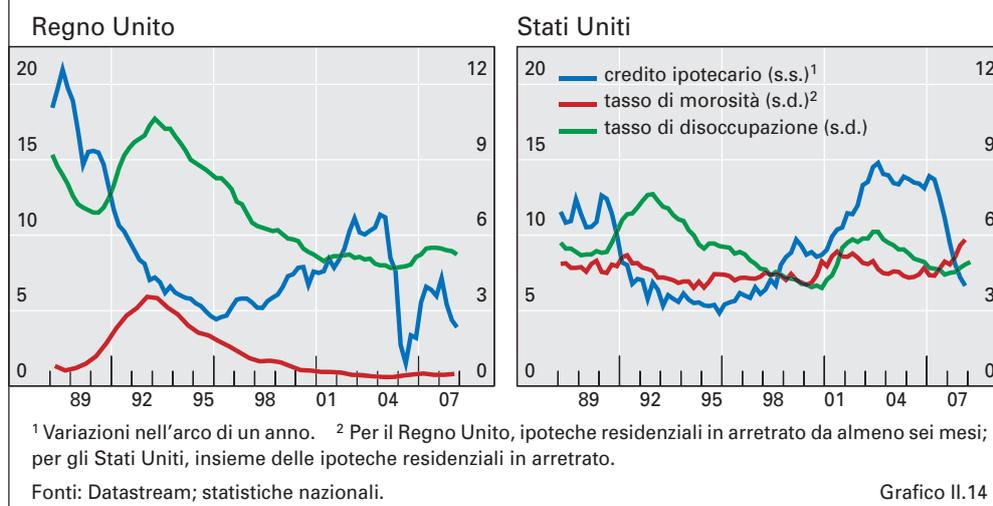
... e della maggiore  
diffusione dei  
prestiti rischiosi

Finanziamento, esborsi e indici finanziari del settore non finanziario						
In percentuale del PIL, salvo altrimenti specificato						
	Stati Uniti		Area dell'euro		Regno Unito	
	1998-2002	2003-07	1999-2002	2003-07	1998-2002	2003-07
Società non finanziarie						
Investimenti	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Autofinanziamento	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Indebitamento netto presso intermediari	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Indebitamento netto tramite l'emissione di titoli	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Emissione netta di titoli di capitale	-1,1	-3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Debito in essere	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
Famiglie						
Reddito disponibile	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Spesa per consumi finali	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Investimenti residenziali	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Debito ipotecario in essere	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Totale debito in essere	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Attività finanziarie	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
<i>Per memoria: ricchezza immobiliare<sup>1</sup></i>	<i>57,0</i>	<i>51,6</i>	<i>84,9<sup>2</sup></i>	<i>87,7<sup>2,3</sup></i>	<i>72,0</i>	<i>72,2<sup>3</sup></i>

<sup>1</sup> Eccedenza delle attività immobiliari rispetto alle passività immobiliari, in percentuale delle attività immobiliari totali. <sup>2</sup> Solo la Francia; le attività non finanziarie delle famiglie sono utilizzate come approssimazione delle attività immobiliari. <sup>3</sup> 2003-06.  
 Fonti: OCSE; Eurostat; Datastream; statistiche nazionali. Tabella II.4

## Trasmissione storica delle strette creditizie

In percentuale



differire le esecuzioni forzate. Ciò si traduce in condizioni di credito ancor più stringenti e in maggiori vincoli alla spesa. Inoltre, grazie a procedure di affidamento molto permissive, diversi mutuatari hanno potuto assumere prestiti che non si potevano permettere neppure nel breve termine, presumendo forse di poterli rifinanziare con l'aumento dei prezzi delle abitazioni. Ciò potrebbe spiegare perché, in questa occasione, i tassi di morosità negli Stati Uniti hanno cominciato a salire molto prima della disoccupazione; in episodi precedenti, sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito le due grandezze si sono mosse pressoché in sintonia (grafico II.14).

L'indebitamento delle famiglie è fortemente aumentato anche nel Regno Unito. In questo paese, tuttavia, una quota inferiore del debito accumulato è stata utilizzata per finanziare i consumi, che sono di fatto scesi in percentuale del PIL (tabella II.4). La crescita del rapporto tra patrimonio immobiliare e attività finanziarie si è interrotta con il rallentamento o il calo dei prezzi delle abitazioni. Le stime attuali indicano che un numero assai esiguo di famiglie ha un patrimonio negativo, ma molto dipenderà dalla portata del futuro calo dei prezzi abitativi. I nuovi acquirenti di abitazioni, spesso caratterizzati da un alto grado di leva e da un onere per il servizio del debito significativamente superiore, potrebbero essere più esposti di altri. Benché nel Regno Unito i criteri per la concessione di mutui ipotecari non siano divenuti tanto permissivi quanto negli Stati Uniti, essi hanno comunque subito un notevole allentamento, come rispecchiato dal fatto che fino in epoca recente risultava in aumento il numero dei mutui con elevato rapporto iniziale fra finanziamento e valore della garanzia (grafico II.6).

Nell'area dell'euro, per contro, la posizione di bilancio aggregata delle famiglie resta solida, grazie al costante incremento della ricchezza misurata e alla crescita solo modesta del debito. L'assenza di un boom immobiliare generalizzato, la concentrazione relativamente elevata delle attività finanziarie delle famiglie in strumenti a reddito fisso e il maggiore ricorso a mutui ipotecari a tasso fisso sembrano avere limitato la vulnerabilità finanziaria delle

Le vulnerabilità  
paiono più  
contenute nel  
Regno Unito ...

... e ancor più  
contenute nell'area  
dell'euro

famiglie durante le attuali turbolenze. Inoltre, l'onere medio per il servizio del debito delle famiglie (pari a circa il 3%) rimane significativamente inferiore a quello di altre grandi economie industriali avanzate.

Nondimeno, all'interno dell'area dell'euro sussistono notevoli disparità. In diversi paesi l'indebitamento delle famiglie ha superato di molto la media dell'area, pari a circa il 60% del PIL. A fine 2006 il debito si collocava al di sopra del 120% del PIL nei Paesi Bassi e tra l'80 e il 90% in Portogallo e Spagna. In diversi casi sembra esservi stato inoltre un allentamento degli standard creditizi durante la fase espansiva nel mercato degli immobili residenziali; in Spagna, ad esempio, il rapporto usuale fra prestito e valore della garanzia ha in genere superato quello di Canada e Regno Unito. Data l'elevata concentrazione della ricchezza in attività immobiliari, le famiglie di alcuni paesi paiono maggiormente vulnerabili all'inasprimento del credito, specie se questo determinerà una forte riduzione dei prezzi delle abitazioni.

#### *Possibile impatto sulle società non finanziarie*

L'impatto dei più rigidi criteri di affidamento sul settore societario dipenderà dalla misura in cui le imprese si basano su finanziamenti esterni anziché su risorse generate all'interno. Di fatto, le società non finanziarie nelle principali economie industriali avanzate hanno migliorato le proprie posizioni patrimoniali dall'inizio del decennio e seguitano a mostrare un'elevata capacità di autofinanziamento. Negli Stati Uniti gli utili non distribuiti sono stati sufficienti a coprire la spesa lorda per investimenti negli ultimi anni; in un certo senso, le imprese hanno dovuto accendere prestiti unicamente per finanziare riacquisti di azioni proprie. Analogamente, i fondi interni hanno sostanzialmente coperto gli investimenti lordi nel Regno Unito. Se ciò ponga effettivamente le società in posizione favorevole per assorbire l'impatto dell'inasprimento creditizio sull'economia è cosa che dipenderà dall'entità del calo dei profitti con il rallentare dell'economia, dalla capacità delle imprese di ridurre i dividendi per preservare l'elevato grado di autofinanziamento e dalla natura del credito esterno disponibile.

Una delle caratteristiche dell'attuale episodio di restrizione creditizia è che i prestiti ad alto grado di leva finanziaria, che avevano registrato una forte espansione prima delle turbolenze, si sono ridotti più di quelli iscritti in bilancio (Capitolo VII). Poiché tali prestiti erano usati primariamente per finanziare fusioni e acquisizioni, ci si dovrebbe attendere che questa attività ne risenta in misura maggiore rispetto agli investimenti in capitale fisico. Nondimeno, il boom del mercato dei prestiti ad alta leva finanziaria aveva anche sospinto i corsi azionari, cosicché le imprese hanno ora minori possibilità di accedere a finanziamenti di capitale poco costosi con l'indebolirsi dell'attività di fusione e acquisizione.

I prestiti da intermediari rappresentano una quota relativamente ampia del finanziamento per investimenti in tutto il settore delle società non finanziarie nell'area dell'euro. In queste economie gli investimenti sono quindi verosimilmente più sensibili che negli Stati Uniti a una contrazione dell'offerta di credito da parte degli intermediari. Ne risulterebbero particolarmente colpite le imprese minori, dato il loro limitato accesso a forme di finanziamento

Gli effetti sulle imprese dipendono da diversi fattori: la necessità di finanziamenti esterni ...

... il ricorso a specifiche fonti di finanziamento ...

alternative. La capacità delle grandi imprese di contrastare gli effetti di un calo dell'offerta di credito con il ricorso ai mercati finanziari rimane incerta. Negli Stati Uniti tali imprese sarebbero maggiormente impedito, rispetto all'area dell'euro, da turbative nei mercati dei titoli di debito societari.

... e il tipo di indebitamento; il settore degli immobili commerciali è particolarmente vulnerabile ...

All'interno del settore delle imprese, è probabile che condizioni creditizie più restrittive pongano maggiori vincoli alle società del comparto degli immobili commerciali. Rispetto ad altre tipologie di prestiti commerciali, per queste categorie di mutuatari la leva finanziaria a fronte di garanzie reali è generalmente maggiore e le condizioni di prestito erano state allentate molto più che per altri prenditori societari. L'irrigidimento creditizio segnalato dalle banche USA è stato particolarmente brusco in tale settore, e il debito ipotecario delle imprese è già in rallentamento.

... a causa della sua sensibilità al valore delle garanzie

Inoltre, il calo dei prezzi dei terreni associato al ribasso delle abitazioni ha inciso sul valore degli immobili non residenziali negli Stati Uniti (Capitolo VII) e, quindi, sul valore delle garanzie. È probabile che si riduca la domanda di fabbricati collegati a costruzioni residenziali (ad esempio, centri commerciali). Verosimilmente tali dinamiche influenzeranno anche il settore dell'edilizia commerciale in altri paesi.

In conclusione, le prospettive per l'economia mondiale sono attualmente assai incerte

In sintesi, l'attuale combinazione di considerevoli shock – difficoltà delle principali banche, inasprimento nel mercato del credito, calo dei prezzi delle attività e inatteso vigore dei corsi delle materie prime – ha generato notevole incertezza riguardo alla previsione centrale di una crescita protratta, seppure più moderata, dell'economia mondiale nel 2008. È difficile prevedere in che misura le famiglie con bilanci sovradilatati negli Stati Uniti e in alcune altre economie industriali avanzate dovranno ridurre la propria spesa di fronte a tali shock. Un incremento sostanziale del risparmio delle famiglie USA potrebbe portare a un'ulteriore consistente riduzione del disavanzo corrente statunitense, ma ciò avverrebbe a prezzo di un indebolimento della domanda nel resto del mondo. Al contempo, i rischi di inflazione sono oggi maggiori di quanto non lo siano stati da molti anni. E qualora essi non regrediscano rapidamente con l'indebolirsi della crescita, l'orientamento delle politiche monetaria e di bilancio dovrà essere riveduto.