

### III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive

Nell'anno trascorso la crescita mondiale si è consolidata. Il miglioramento si deve soprattutto alle economie avanzate, dove è stato favorito da condizioni di finanziamento estremamente accomodanti. Grazie anche alle maggiori esportazioni verso tali economie, nelle economie emergenti (EME) la crescita del prodotto si è stabilizzata nella seconda metà del 2013.

Nondimeno, la crescita mondiale rimane inferiore ai livelli medi pre-crisi. Ciò non sorprende. Varie economie avanzate stanno ancora riprendendosi da una recessione patrimoniale. Le famiglie, le banche e, in misura minore, le imprese non finanziarie stanno risanando i propri bilanci e riducendo il debito eccessivo. Il processo di riduzione dell'indebitamento privato è particolarmente avanzato negli Stati Uniti, mentre è ancora a uno stadio precoce altrove, compreso in un'ampia parte dell'area dell'euro. Le risorse devono inoltre essere destinate a nuovi impieghi più produttivi. Al contempo, molte EME si trovano nella fase finale di un boom finanziario, lasciando presagire per il futuro un possibile effetto di freno sulla crescita.

Il ripristino di una crescita mondiale sostenibile pone sfide considerevoli. Nei paesi colpiti dalla crisi non è realistico attendersi che il *livello del prodotto* ritorni al trend pre-crisi. Ciò presupporrebbe infatti che il *tasso di crescita* superasse la media pre-crisi per vari anni. Come mostra l'evidenza storica questo accade raramente dopo una recessione patrimoniale. Inoltre, nemmeno le prospettive di ripristinare la crescita tendenziale sono brillanti. La crescita della produttività nelle economie avanzate era già in calo molto prima della crisi finanziaria e in diversi paesi le forze di lavoro si stanno già contraendo per effetto dell'invecchiamento della popolazione. Il debito pubblico, inoltre, ha raggiunto livelli inediti e potrebbe costituire un ulteriore freno alla crescita. In molte EME le prospettive di crescita sono offuscate anche dal recente inasprimento delle condizioni finanziarie e dai rischi insiti nella fase finale del ciclo finanziario.

Gli investimenti sono tuttora inferiori ai livelli pre-crisi in numerose economie avanzate, ma ciò non dovrebbe rappresentare un'importante zavorra per la crescita tendenziale. In gran parte il deficit concerne il settore delle costruzioni dei paesi che hanno registrato forti boom immobiliari e, quindi, costituisce una correzione necessaria dei precedenti eccessi. Tuttavia, anche la spesa per attrezzature è inferiore alla media pre-crisi, a causa della debolezza della domanda e della lentezza della ripresa tipiche delle recessioni patrimoniali, più che per la mancanza di finanziamenti. A livello mondiale l'aumento tendenziale degli investimenti nelle EME ha compensato la flessione di lungo corso nelle economie avanzate.

L'inflazione è rimasta contenuta o è ulteriormente diminuita in molte economie. È improbabile, tuttavia, che ciò sia dovuto in misura determinante a un basso utilizzo delle risorse interne. Con la maggiore integrazione degli scambi, della finanza e della produzione, l'inflazione risente sempre più delle condizioni prevalenti nei mercati integrati su scala mondiale. Già da tempo i fattori internazionali hanno contribuito a ridurre il tasso di inflazione nonché la sua sensibilità alle condizioni interne. Queste forze potrebbero essere tuttora in azione.

La parte restante del presente capitolo descrive i principali andamenti macroeconomici nell'anno trascorso, facendo il punto dei progressi che i paesi colpiti dalla crisi hanno compiuto nella ripresa dalla recessione degli anni 2008-09. Passa poi in rassegna l'evoluzione recente dell'inflazione, mettendo in risalto il

ruolo crescente delle variabili internazionali. Infine, il capitolo esamina le possibili cause della debolezza degli investimenti e della crescita della produttività.

## La crescita: andamenti recenti e trend di medio periodo

### Una ripresa più vigorosa ma ancora disomogenea

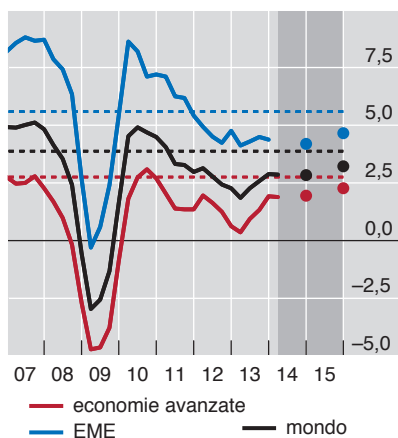
Nell'anno in rassegna la crescita economica mondiale ha acquistato vigore. Il tasso di incremento del PIL mondiale sull'anno precedente è aumentato dal 2 al 3% fra il primo trimestre del 2013 e lo stesso periodo del 2014 (grafico III.1, diagramma di sinistra), contro una media del 3,9% nel periodo 1996-2006 (tabella III.1 allegata). L'incremento dello scorso anno va ricondotto in gran parte alle economie avanzate, mentre la crescita nelle EME si è mantenuta stabile su un livello relativamente basso (ma comunque superiore a quello delle economie avanzate). Questa modifica nel contributo relativo fornito alla crescita risulta ancora più evidente dagli indicatori ricavati dalle indagini. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero è costantemente aumentato nel 2013 per le economie avanzate, mentre per le EME si è attestato su livelli che indicano una crescita costante (grafico III.1, diagramma centrale). Di riflesso al miglioramento della domanda nelle economie avanzate, la crescita del commercio mondiale ha segnato una graduale ripresa nell'anno trascorso, pur rimanendo inferiore rispetto al periodo pre-crisi (grafico III.1, diagramma di destra).

La crescita ha recuperato rapidamente terreno negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nel primo paese il calo della disoccupazione, una certa stabilizzazione dei mercati delle abitazioni e i progressi nella riduzione dell'indebitamento privato hanno favorito i consumi privati e, in misura minore, gli investimenti, portando il

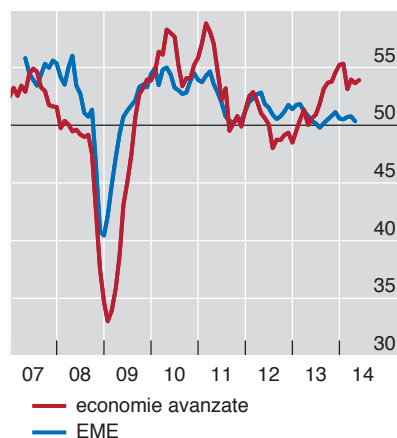
Le economie avanzate stanno trainando la ripresa della crescita mondiale

Grafico III.1

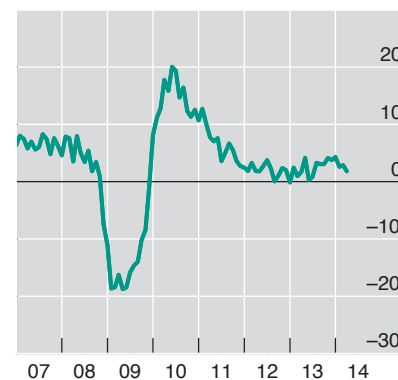
Crescita del prodotto<sup>1</sup>



PMI manifatturiero<sup>2</sup>



Crescita del commercio internazionale<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Variazioni percentuali sull'anno precedente del PIL reale effettivo e atteso; i punti indicano le previsioni; le linee tratteggiate indicano la crescita media annua nel periodo 1996-2006. Economie definite nella tabella III.1 allegata. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>2</sup> Indici dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero (PMI); un valore superiore a 50 indica un'espansione dell'attività economica. Economie avanzate: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera; EME: Brasile, Cina, India, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Turchia e Ungheria. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>3</sup> Variazioni percentuali sull'anno precedente.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Consensus Economics; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; HSBC-Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

tasso di crescita sull'anno precedente attorno al 2% agli inizi del 2014, in rialzo di circa  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale rispetto all'inizio del 2013. Nonostante i minori passi avanti nel fronteggiare i problemi di bilancio, anche nel Regno Unito la crescita è stata favorita da un calo della disoccupazione e dal dinamismo del mercato delle abitazioni, spingendosi oltre il 3% agli inizi del 2014.

L'area dell'euro è ritornata a crescere sullo sfondo dei minori timori per il rischio sovrano e per il futuro della moneta unica. Trainata dalla Germania e in un primo momento anche dalla Francia, la crescita si è rafforzata per tutto il 2013, facendo registrare tassi positivi anche in Italia e Spagna nell'ultima parte dell'anno. Il ritorno alla crescita è stato favorito da un lieve calo del ritmo di risanamento dei conti pubblici in alcuni paesi, e si è accompagnato a un cambiamento radicale nelle condizioni finanziarie (Capitolo II). Ciò nonostante, i tassi di interesse applicati alle imprese e ai consumatori in Spagna, Italia e altri paesi vulnerabili sono rimasti persistentemente più elevati che altrove nell'area dell'euro.

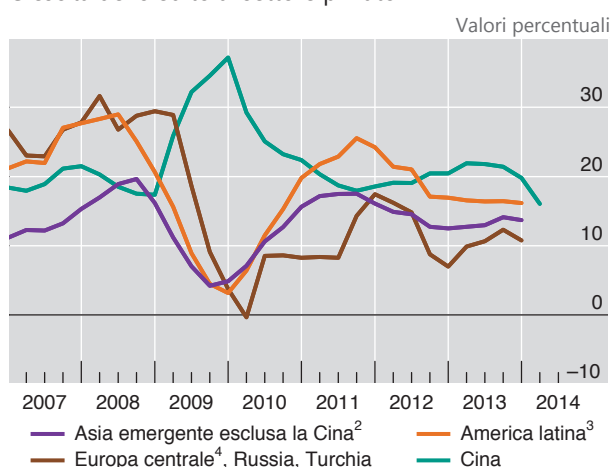
Il Giappone ha incontrato difficoltà nel rilanciare la crescita. Il PIL ha registrato un marcato incremento nella prima metà del 2013, in seguito all'annuncio di un ambizioso programma economico che comprendeva acquisti potenzialmente illimitati di attività finanziarie da parte della Bank of Japan (fino al raggiungimento di un tasso di inflazione del 2%), uno stimolo fiscale a breve termine abbinato a un graduale aumento delle tasse, nonché l'impegno ad attuare riforme strutturali favorevoli alla crescita. Ciò nonostante, nella seconda metà dell'anno la crescita ha subito un marcato rallentamento. Anche il conto corrente è peggiorato, malgrado il pronunciato deprezzamento dello yen. Agli inizi del 2014 la crescita ha segnato un forte recupero in vista del primo aumento delle imposte sui consumi in aprile. Tale miglioramento, tuttavia, dovrebbe in parte venire meno secondo le aspettative.

In molte EME l'effetto espansivo dei cicli finanziari ha continuato a sospingere la domanda aggregata<sup>1</sup>. La crescita del credito, benché di gran lunga inferiore agli anni passati, è rimasta positiva e ha continuato ad alimentare il debito delle famiglie e delle società non finanziarie (grafico III.2). Allo stesso tempo, la crescita nelle EME ha dovuto fare i conti con due ostacoli importanti: il protratto rallentamento dell'espansione in Cina e l'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali dopo il maggio 2013 (Capitolo II).

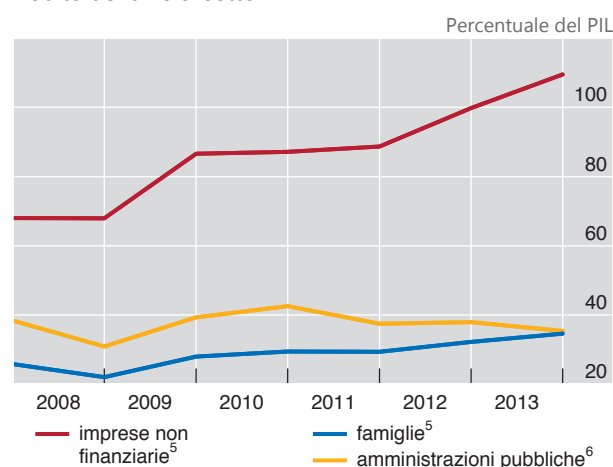
La crescita della Cina è diminuita di oltre 3 punti percentuali dal massimo del 2010, portandosi agli inizi del 2014 al 7½% circa sull'anno precedente. In particolare, nell'anno trascorso le autorità cinesi, mosse da una crescente preoccupazione per la vigorosa espansione del credito, hanno introdotto una serie di misure finanziarie restrittive, compresa una più rigorosa sorveglianza sui finanziamenti del sistema bancario ombra. Il rallentamento ha frenato la crescita nei paesi esportatori di materie prime (fra cui la Russia e alcuni paesi latinoamericani), di fattori intermedi e beni capitali (prevalentemente in Asia) e dei fornitori di beni tecnologici (come Corea, Giappone e Germania). Tuttavia, la ripresa delle esportazioni verso le economie avanzate a partire da metà 2013 ha concorso a una parziale stabilizzazione della crescita nelle EME.

L'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali a partire da maggio-giugno 2013 ha indotto inizialmente deprezzamenti valutari e deflussi di capitali maggiori nei paesi che presentavano disavanzi correnti più elevati, un'espansione più sostenuta del credito al settore privato e un debito pubblico più consistente. Dopo l'ondata di vendite del gennaio 2014 i paesi più colpiti sono stati invece quelli con un'inflazione relativamente elevata e prospettive di crescita in peggioramento

<sup>1</sup> Il ciclo finanziario è diverso dal ciclo economico: la sua misurazione più accurata si basa su una combinazione di aggregati creditizi e prezzi degli immobili e la sua durata è decisamente superiore, pari a circa 15-20 anni. Per una trattazione approfondita, cfr. il Capitolo IV.

Crescita del credito al settore privato<sup>1</sup>

Debito dei diversi settori



<sup>1</sup> Media semplice delle variazioni percentuali sull'anno precedente nel credito totale al settore privato non finanziario. <sup>2</sup> Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. <sup>3</sup> Argentina, Brasile, Cile e Messico. <sup>4</sup> Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. <sup>5</sup> Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>6</sup> Economie elencate nelle note 2-4, Cina, Russia e Turchia.

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

(Capitolo II). Le vendite generalizzate iniziali hanno spinto paesi come India, Indonesia e Turchia ad adottare misure restrittive, innalzando ad esempio i tassi ufficiali, inasprendo i controlli sui movimenti di capitale, nonché ricorrendo a misure macroprudenziali e di politica fiscale. Per contro, i paesi con saldi sull'estero positivi o bassi tassi di inflazione, tra cui gran parte dell'Asia emergente e dell'Europa centrale e orientale, hanno potuto mantenere o, in alcuni casi, persino allentare ulteriormente le politiche monetarie e di bilancio per contrastare il peggioramento delle prospettive di crescita (Capitolo V).

### L'ombra lunga della crisi finanziaria

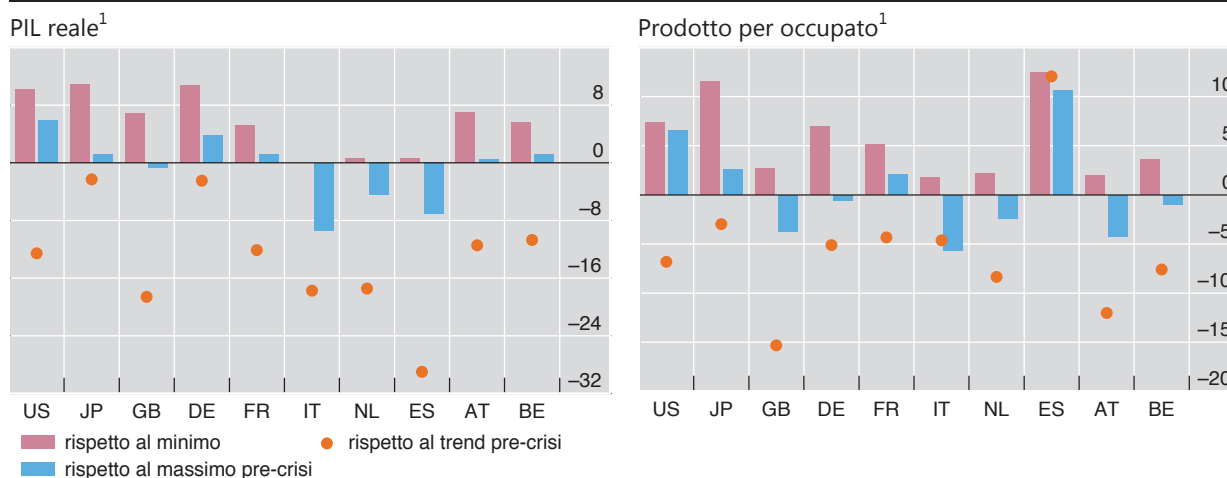
L'economia mondiale è ancora alle prese con i postumi della crisi finanziaria. Nonostante il recente rafforzamento, la ripresa rimane debole nel confronto storico. In varie economie avanzate il prodotto e la produttività si mantengono al di sotto dei massimi pre-crisi (grafico III.3), come del resto anche l'occupazione (tabella III.2 allegata). Ciò non sorprende: le crisi finanziarie provocano in genere recessioni più profonde e durature e sono seguite da riprese molto più lente (riquadro III.A).

La crisi ha avuto un impatto molto diverso a seconda dei paesi. Essa ha colpito in maniera più diretta Stati Uniti, Regno Unito, Spagna e Irlanda, insieme a vari paesi dell'Europa centrale e orientale. Dopo un boom del credito e dei prezzi degli immobili, questo gruppo di paesi ha attraversato un tracollo del mercato delle abitazioni e una crisi bancaria, che sono sfociati in una vera e propria recessione patrimoniale. Un'altra serie di paesi è stata colpita più indirettamente, soprattutto attraverso esposizioni finanziarie verso il primo gruppo. In particolare, in Austria, Francia, Germania e Svizzera le banche sono state sottoposte a tensioni a causa delle loro esposizioni transfrontaliere. Un terzo gruppo di paesi, comprendente la maggior parte delle EME, gli esportatori di materie prime come Australia e Canada, e i paesi nordici, è stato coinvolto di riflesso attraverso i canali commerciali, ma in

## La ripresa del prodotto e della produttività è stata lenta e disomogenea

1° trimestre 2014 rispetto ai valori in legenda, in percentuale

Grafico III.3



AT = Austria; BE = Belgio; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

<sup>1</sup> Punto di massimo pre-crisi e trend calcolati per il periodo 1996-2008, punto di minimo per il periodo dal 2008 fino agli ultimi dati disponibili. Trend lineare calcolato sul logaritmo del PIL reale e del prodotto per occupato.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.

seguito ha beneficiato di un marcato incremento dei prezzi delle materie prime. Il Giappone e l'Italia non hanno risentito di tracolli interni o di esposizioni transfrontaliere eccessive, ma hanno dovuto far fronte all'effetto frenante di più lungo periodo riconducibile a un debito pubblico elevato, all'invecchiamento della popolazione e a inefficienze strutturali presenti da tempo.

Sebbene le politiche macroeconomiche espansive siano state strumentali per stabilizzare l'economia mondiale, la dinamica della ripresa nei singoli paesi è dipesa anche dalla loro capacità di affrontare le cause profonde della recessione patrimoniale. Tra i paesi che hanno subito una vera e propria recessione di questo tipo, gli Stati Uniti hanno segnato un recupero relativamente rapido: rispetto al 2008, il prodotto è aumentato di oltre il 10% e si colloca ora su un livello superiore del 6% circa al massimo pre-crisi. Ciò riflette in misura sostanziale la flessibilità dell'economia statunitense, i progressi sul fronte della riduzione dell'indebitamento delle famiglie e l'adozione di provvedimenti risoluti e credibili tesi a rafforzare i bilanci bancari (Capitolo VI). Nel Regno Unito, dopo una contrazione iniziale del 7½%, il prodotto è aumentato del 6¾%, e a sei anni di distanza è ancora inferiore di circa ½% al massimo pre-crisi. Ciò detto, la disoccupazione si è ridotta rapidamente, grazie a un grado relativamente elevato di flessibilità del mercato del lavoro.

Nell'area dell'euro la crisi del debito sovrano del 2010-12 ha acuito i problemi di bilancio ereditati dalla crisi finanziaria precedente. I paesi che all'inizio della crisi del debito sovrano presentavano un settore delle famiglie altamente indebitato e un settore bancario debole hanno subito un ulteriore calo dei prezzi degli immobili e del credito reale. Le debolezze del settore bancario e quelle del settore pubblico si sono esasperate a vicenda attraverso l'incremento dei costi di provvista e il calo della qualità delle attività. In Irlanda e Spagna la contrazione del credito e dei prezzi degli immobili è stata particolarmente pronunciata, sebbene negli ultimi tempi

## La ripresa da una recessione patrimoniale

Rispetto alle normali recessioni congiunturali, le crisi finanziarie o bancarie gravi si accompagnano in genere a recessioni più profonde e durature, e sono seguite da una ripresa molto più lenta. Le crisi di questo tipo tendono a insorgere sulla scia di boom finanziari prolungati e in prossimità dell'apice dei cicli finanziari (Capitolo IV). Le cause di fondo di tali recessioni risiedono in ampi squilibri intertemporali e settoriali, la cui correzione richiede modifiche vaste e prolungate della configurazione della spesa. Per distinguerle dalle recessioni ordinarie del ciclo economico vengono denominate *recessioni patrimoniali*<sup>①</sup>. Il presente riquadro analizza i fattori che ne frenano la successiva ripresa.

Durante i boom finanziari si sviluppano ampi *squilibri intertemporali e settoriali*. Le famiglie, le imprese e spesso anche le amministrazioni pubbliche accumulano debito incoraggiate da aspettative ottimistiche circa il loro reddito futuro, i prezzi delle attività e la facilità di accesso al credito. Le banche sovrastimano la solidità del proprio attivo, la solvibilità dei prenditori e la propria capacità di rifinanziarsi rinnovando passività a breve termine. Al contempo, la composizione del prodotto (e quindi l'allocazione del capitale e del lavoro tra i diversi settori) potrebbe non corrispondere alla composizione di una domanda sostenibile. Un chiaro esempio è costituito dall'espansione del settore delle costruzioni in diversi paesi, che lascia dietro di sé un ingente stock di proprietà immobiliari invendute. Anche il settore pubblico può crescere a dismisura, e il suo debito divenire insostenibile.

Presto o tardi la fiducia mal riposta e le aspettative ottimistiche si rivelano infondate, innescando un crollo dei prezzi delle attività e una brusca contrazione del prodotto. Alcuni operatori non saranno più in grado di onorare il servizio del debito e la loro insolvenza infliggerà perdite ai creditori, tipicamente le istituzioni finanziarie. Altri cominceranno a ridurre l'ammontare del debito accrescendo il risparmio netto e cedendo attività, con l'obiettivo di rimanere solvibili e di disporre di fondi sufficienti per far fronte agli impegni e alle necessità futuri. I creditori dovranno fare i conti con un'impennata di attività e prestiti deteriorati. La crisi prelude quindi a un periodo di *correzione dei bilanci* in cui gli operatori antepongono il risanamento dei conti alla spesa. Poiché la spesa di un operatore corrisponde al reddito di un altro operatore, tale risanamento comprime il reddito e il valore delle attività. Pertanto, finché gli indici di indebitamento non saranno ritornati su livelli più sostenibili e l'eccesso di capitale non sarà stato riassorbito, la crescita della spesa e del reddito aggregati si manterrà inevitabilmente al disotto dei normali valori pre-crisi. Allo stesso tempo, una porzione significativa di capitale e di lavoro diventa improduttiva e deve trovare nuovi impieghi. Ciò in genere comporta il finanziamento di nuovi investimenti fissi e la creazione di nuove imprese, nonché l'esigenza per i disoccupati di riqualificarsi, trasferirsi e cercare un nuovo impiego. Tutto ciò richiede uno sforzo e tempi considerevoli.

La durata e l'intensità della contrazione dopo una recessione patrimoniale dipendono da vari fattori. Il primo è l'entità degli squilibri iniziali: quanto più marcati sono gli eccessi del boom, tanto maggiore è la correzione successiva necessaria. Tendenzialmente, le fasi di rapida contrazione finanziaria si associano a recessioni più profonde e la velocità della ripresa è inversamente correlata alle dimensioni del precedente boom del credito e del settore immobiliare<sup>②</sup>. Le famiglie e le imprese più indebitate riducono di norma la spesa in misura maggiore rispetto a quelle con un debito inferiore<sup>③</sup>. Il secondo fattore è l'entità delle turbative all'offerta di credito. Dopo la fase più acuta della crisi i creditori necessitano solitamente di qualche tempo per riconoscere le perdite e ricapitalizzarsi. La raccolta di fondi potrebbe risultare difficile a causa dell'opacità dei bilanci e della debolezza della crescita, che aumenta le sofferenze. Ciò che importa, tuttavia, non è tanto l'ammontare complessivo del credito bancario offerto quanto la sua efficiente allocazione. Dopo tutto, l'eccesso di debito va riassorbito ed è probabile che la domanda di credito sia contenuta in termini aggregati. In effetti, gli studi empirici mostrano che durante la ripresa la correlazione tra crescita del prodotto e crescita del credito è, nel migliore dei casi, soltanto debole; in altre parole, le cosiddette riprese "senza credito" costituiscono la norma piuttosto che l'eccezione<sup>④</sup>. Per una ripresa più celere è invece essenziale che le banche riacquistino la capacità di destinare il credito agli impieghi più produttivi. Vi sono inoltre indicazioni del fatto che la riduzione dell'indebitamento privato durante la fase di contrazione favorisce un recupero più sostenuto<sup>⑤</sup>. Il terzo fattore da cui dipende la gravità della contrazione è la portata delle rigidità e delle inefficienze strutturali. In presenza di ampi squilibri settoriali la crescita del prodotto e l'occupazione tendono a mostrare una ripresa più vigorosa, a parità di condizioni, nei paesi con mercati del lavoro più flessibili<sup>⑥</sup>. Infine, le politiche seguite dai governi nella gestione della crisi e durante la fase successiva possono accelerare o frenare la ripresa (Capitoli I e V).

L'evidenza empirica conferma che la ripresa da una crisi finanziaria richiede tempi lunghi<sup>⑦</sup>. In media, occorrono circa quattro anni e mezzo affinché il prodotto (pro capite) superi il livello massimo pre-crisi oppure dieci anni circa se si considera la Grande Depressione, mentre per l'occupazione la ripresa è addirittura più lenta (Reinhardt e Rogoff (2009)). A titolo di confronto, in una recessione congiunturale ordinaria il prodotto impiega circa un anno e

mezzo per riportarsi al massimo precedente. L'evidenza indica altresì la presenza di una notevole dispersione attorno alla media, a conferma che vari fattori (compresi quelli summenzionati) concorrono ad accelerare o rallentare la ripresa. Infine, anche le perdite in termini di PIL tendono a essere maggiori nelle recessioni patrimoniali (riquadro III.B).

① L'espressione "recessione patrimoniale" (balance sheet recession) è stata probabilmente utilizzata la prima volta da R. C. Koo, *Balance Sheet Recession*, John Wiley & Sons, 2003, per spiegare il ristagno della crescita in Giappone dopo lo scoppio della bolla azionaria e immobiliare nei primi anni novanta. Nel presente riquadro la medesima espressione è impiegata per designare una contrazione del prodotto associata a una crisi finanziaria dopo un boom finanziario; essa si inquadra inoltre in un'analisi diversa, che non comporta le stesse conclusioni di policy. Cfr. C. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Papers*, n. 395, dicembre 2012, di prossima pubblicazione in *Journal of Banking and Finance*; J. Caruana, "Global economic and financial challenges: a tale of two views", intervento tenuto alla Harvard Kennedy School a Cambridge, Massachusetts, 9 aprile 2014. Cfr. inoltre il Capitolo I di questa Relazione. ② Cfr. ad esempio Ö. Jordà, M. Schularick e A. Taylor, "When credit bites back", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, 2013. ③ Cfr. ad esempio FMI, "Dealing with household debt", *World Economic Outlook*, aprile 2012, capitolo 3; K. Dynan, "Is a household debt overhang holding back consumption?", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2012; A. Mian e A. Sufi, "Household leverage and the recession of 2007-2009", *IMF Economic Review*, vol. 58, 2010; A. Mian, K. Rao e A. Sufi, "Household balance sheets, consumption and the economic slump", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013; C. A. Hennessy, A. Levy e T. Whited, "Testing Q theory with financing frictions", *Journal of Financial Economics*, vol. 83, 2007. ④ Cfr. E. Takáts e C. Upper, "Credit growth after financial crises", *BIS Working Papers*, n. 416, luglio 2013; S. Claessens, A. Kose e M. Terrones, "What happens during recessions, crunches and busts?", *Economic Policy*, vol. 24, 2009; G. Calvo, A. Izquierdo ed E. Talvi, "Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systematic financial crises", *American Economic Review*, vol. 96, 2006. ⑤ Cfr. M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *International Finance*, vol. 17, primavera 2014. ⑥ Cfr. BRI, 83<sup>a</sup> *Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo III. ⑦ C. Reinhardt e K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009; cfr. inoltre ad esempio D. Papell e R. Prodan, "The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions", paper preparato per la conferenza "Long-term effects of the Great Recession" della Federal Reserve Bank di Boston, ottobre 2011; nonché G. Howard, R. Martin e B. Wilson, "Are recoveries from banking and financial crises really so different?", *International Finance Discussion Papers*, n. 1037, Federal Reserve Board, 2011.

sembri essere giunta a un punto di svolta. In Italia, dove il boom è stato meno pronunciato, si sono registrate più di recente lievi flessioni sia degli aggregati creditizi sia dei prezzi degli immobili (Capitolo IV). Anche i legami commerciali all'interno dell'area dell'euro hanno concorso alla fiacchezza della ripresa in vari paesi. Un'eccezione di rilievo è la Germania, che aveva risentito del crollo del commercio mondiale nel 2009, ma che ha anche tratto vantaggio dal suo rapido recupero e dagli afflussi di fondi alla ricerca di impieghi sicuri provenienti dai paesi dell'area dell'euro in difficoltà.

L'ombra lunga della crisi finanziaria è ancora ben presente. Come illustra il grafico III.3 (punti nel diagramma di sinistra), l'attuale livello del prodotto nelle economie avanzate si colloca a un livello inferiore a quello che avrebbe raggiunto se fosse proseguito il trend pre-crisi. Tale divario è pari ad esempio al 12½% circa negli Stati Uniti e al 18½% nel Regno Unito, mentre è addirittura più ampio per la Spagna, al 29%.

Vi sono due spiegazioni complementari alla base di questo fenomeno. In primo luogo, è probabile che il trend pre-crisi sovrastimasse il livello sostenibile del prodotto e della crescita durante il boom finanziario. In secondo luogo, la crisi finanziaria potrebbe aver abbassato in maniera permanente il livello del prodotto potenziale. In entrambi i casi, sarebbe errato estrapolare i tassi medi di crescita pre-crisi per stimare il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. In effetti i divari in termini di prodotto riportati nel grafico III.3 si basano su un semplice trend lineare, che probabilmente è una misura troppo rudimentale della crescita potenziale prima della crisi. Ciò nonostante, anche in base a indicatori statistici più sofisticati, le perdite permanenti di prodotto a seguito di una crisi risultano in genere ingenti: misurato in termini di differenza tra il trend pre-crisi e quello post-crisi, l'ordine di grandezza del divario medio del prodotto è di circa il 7½-10% (riquadro III.B).

## La misurazione delle perdite in termini di prodotto a seguito di una recessione patrimoniale

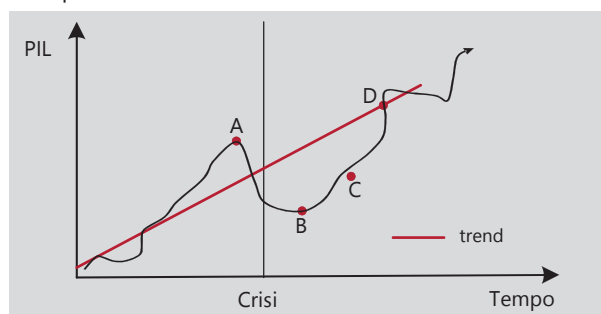
Le recessioni patrimoniali, oltre a essere seguite da una ripresa più lenta rispetto alle normali recessioni del ciclo economico (riquadro III.A), comportano anche ingenti perdite in termini di prodotto. Queste ultime si sono spesso dimostrate permanenti, ossia sono rari i casi in cui il prodotto ritorna al sentiero precedente alla crisi.

A titolo illustrativo, il grafico III.B riporta due esempi della possibile evoluzione del PIL dopo una recessione associata a una crisi finanziaria (recessione patrimoniale). In entrambi gli esempi il punto A indica il valore massimo raggiunto appena prima che la crisi abbia inizio, il punto B segnala il valore minimo e il punto C individua il momento in cui il PIL ritorna sul tasso di crescita tendenziale pre-crisi. Nel primo esempio il prodotto si riporta gradualmente sulla traiettoria o andamento tendenziale seguito prima della crisi (punto D). Ciò significa che per vari anni (tra il punto C e il punto D) il prodotto aumenta a tassi più elevati della media pre-crisi. Nel secondo esempio, invece, il prodotto recupera terreno, ma non abbastanza da ritornare al trend pre-crisi. Il PIL si assesta su un nuovo andamento tendenziale (linea rossa tratteggiata) in cui il tasso di crescita è identico a quello precedente alla crisi, ma il livello del PIL è permanentemente inferiore al trend pre-crisi (linea rossa continua). Lo scarto tra i due trend (indicato da  $\delta$ ) misura la perdita permanente in termini di prodotto. In questo caso, se si dovesse estrapolare la stima del prodotto potenziale dall'andamento pre-crisi, l'output gap risulterebbe sovrastimato dell'ammontare  $\delta$ .

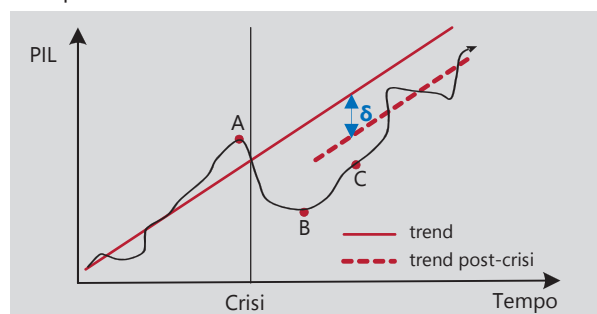
### Misurazione dei costi di una crisi: un'analisi grafica

Grafico III.B

Esempio 1



Esempio 2



Punto A: massimo pre-crisi; punto B: minimo post-crisi; punto C: la crescita del PIL eguaglia il trend per la prima volta dopo la crisi; punto D: il PIL torna al livello pre-crisi.

Secondo la letteratura, le perdite iniziali di prodotto in una recessione patrimoniale, misurate dal massimo al minimo (da A a B) oppure dal massimo al momento in cui il tasso di crescita ritorna ai valori pre-crisi (da A a C), sono ingenti e si collocano tra il 6 e il 14% in media tra i vari paesi. Per contro, nelle normali recessioni congiunturali nelle economie avanzate il prodotto cala di norma del 2% circa. L'aspetto più importante è che, stando a vari studi, queste perdite iniziali sono compensate solo in parte nella ripresa successiva alla recessione patrimoniale, ossia sono perlopiù permanenti, in linea con lo scenario del secondo esempio. A differenza del grafico III.B, questi studi non utilizzano semplici regressioni sul trend, bensì seguono solitamente l'approccio di Cerra e Saxena (2008) utilizzando regressioni su dati panel del PIL (o della crescita del PIL) per determinare l'impatto medio di una crisi bancaria sul prodotto. Le perdite permanenti stimate risultano ingenti, tra il 7½ e il 10%. Questi risultati confermano la propria validità indipendentemente dalle differenze in termini di campioni, datazione della crisi o metodi di calcolo, e soprattutto anche considerando la possibilità di una causalità inversa, ossia che il rallentamento della crescita del prodotto abbia generato la crisi<sup>①</sup>.

A differenza delle perdite permanenti nel livello del prodotto, vi sono scarse evidenze che una crisi finanziaria sia causa diretta di una riduzione permanente del tasso di crescita tendenziale<sup>②</sup>. Esistono tuttavia riscontri di effetti indiretti attraverso almeno due canali. Il primo attiene agli effetti avversi di un *elevato debito pubblico*: dopo una crisi finanziaria il debito pubblico subisce un forte aumento, pari in media all'85% circa in termini nominali secondo Reinhart e Rogoff (2009)<sup>③</sup>. Un debito pubblico elevato può frenare la crescita media del PIL a lungo



termine per almeno tre motivi. In primo luogo, all'aumentare del debito aumentano anche gli esborsi per interessi. A sua volta, un maggiore servizio del debito comporta maggiori imposte distorsive e una minore spesa pubblica produttiva. In secondo luogo, all'aumentare del debito aumentano prima o poi anche i premi per il rischio sovrano. La pressione fiscale non può spingersi oltre determinati limiti per motivi sia economici sia politici. Pertanto, quando per assicurare la sostenibilità del debito si rendono necessarie aliquote superiori al tetto massimo, un paese sarà costretto all'insolvenza, in modo esplicito o tramite l'inflazione. La probabilità di raggiungere tale tetto aumenta con il livello del debito. L'innalzamento dei premi per il rischio sovrano induce a sua volta maggiori costi di indebitamento, minori investimenti privati e una crescita inferiore nel lungo periodo. In terzo luogo, all'aumentare del debito le autorità perdono la flessibilità di ricorrere a politiche anticicliche, circostanza che genera maggiore volatilità, un grado più elevato di incertezza e, ancora una volta, minore crescita. Cecchetti et al. (2011), nonché vari studi incentrati sulle economie avanzate nel secondo dopoguerra, rilevano che, tenuto conto delle determinanti tipiche della crescita economica, il livello del debito pubblico esercita un impatto negativo sulla crescita tendenziale<sup>④</sup>.

Il secondo canale consiste in una maggiore *distorsione nell'allocazione delle risorse*. Di norma, le forze di mercato dovrebbero indurre le imprese meno efficienti a ristrutturarsi oppure ad abbandonare il mercato, aumentando le risorse a disposizione delle imprese più efficienti. Tuttavia, il funzionamento delle forze di mercato è limitato, in misura variabile a seconda del paese, dalla regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro, dal diritto fallimentare, dal diritto tributario, dalle sovvenzioni pubbliche, nonché da un'allocazione non efficiente del credito. Di conseguenza, potrebbe rimanere nel mercato un numero eccessivo di imprese meno efficienti: ciò comporta una crescita della produttività aggregata più bassa (e quindi una crescita tendenziale del PIL inferiore) rispetto a quanto non sarebbe altrimenti possibile<sup>⑤</sup>.

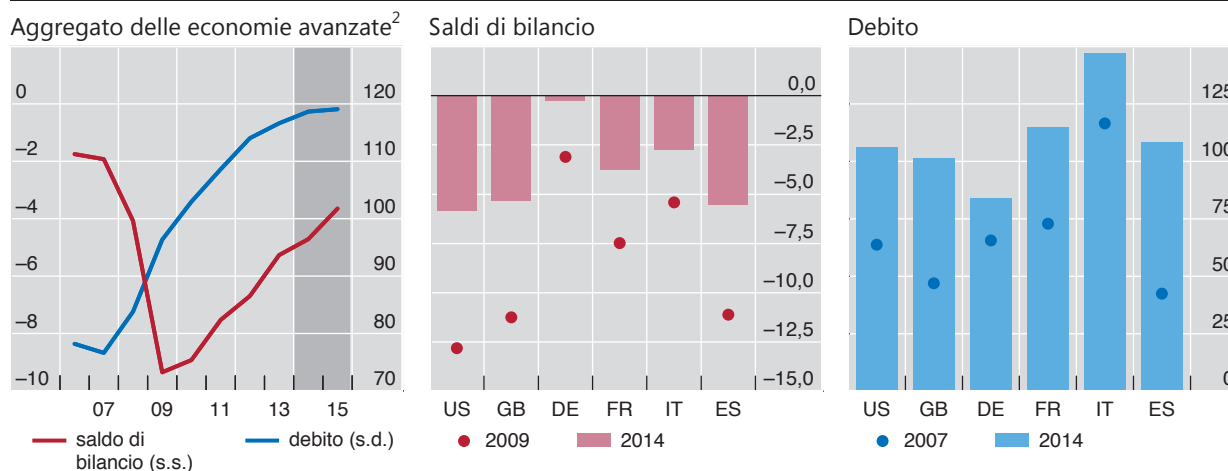
Un boom finanziario acuisce in genere la distorsione dell'allocazione delle risorse (come osservato nel riquadro III.A). Ma è quando non si fronteggia il malfunzionamento del settore bancario né si rimuovono gli ostacoli alla riallocazione delle risorse che questo problema può diventare cronico. All'indomani di una crisi finanziaria i dirigenti delle banche in difficoltà sono incentivati a continuare a finanziare le imprese dissestate e in genere meno efficienti (c.d. *evergreening* o *debt forbearance*, tolleranza del debito). Potrebbero inoltre ridurre il credito alle imprese più efficienti, ritenendole comunque in grado di sopravvivere, ma privandole così delle risorse necessarie per espandersi. Le autorità potrebbero tollerare queste prassi per evitare ampi interventi impopolari di salvataggio, nonché potenziali forti aumenti della disoccupazione dovuti a ristrutturazioni societarie. Alcuni studi recenti suggeriscono che nell'ultima esperienza post-crisi il fenomeno della *debt forbearance* si è verificato, quanto meno in alcuni paesi<sup>⑥</sup>. Le evidenze di tale pratica sono inoltre abbondanti nel caso del Giappone dopo lo scoppio della bolla nei primi anni novanta. La mobilità dei capitali e del lavoro era diminuita rispetto al periodo pre-crisi e, sorprendentemente, non solo erano state mantenute in vita imprese inefficienti, ma la loro quota di mercato sarebbe persino aumentata a scapito delle imprese più efficienti<sup>⑦</sup>. Questa redistribuzione ha probabilmente contribuito al calo della crescita tendenziale osservato nel paese agli inizi degli anni novanta.

④ V. Cerra e S. C. Saxena, "Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, vol. 98, 2008. Per una rassegna della letteratura sulla stima delle perdite in termini di prodotto cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, 2010. Non tutti gli studi, tuttavia, rilevano uno spostamento permanente del prodotto potenziale. Ad esempio, i risultati di D. H. Papell e R. Prodan ("The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions", paper preparato per la conferenza *Long-term effects of the Great Recession* della Federal Reserve Bank di Boston, ottobre 2011) sono più eterogenei. In particolare, dopo una grave crisi, gli Stati Uniti (1929) e la Svezia (1991) sono riusciti a tornare al trend precedente dopo circa dieci anni. Tale ritorno, tuttavia, potrebbe ricondursi a fattori diversi dalla crisi (come il riarmo o le riforme strutturali). ⑤ Un'eccezione è rappresentata da C. Ramirez, "Bank fragility, 'money under the mattress', and long-run growth: US evidence from the 'perfect' panic of 1893", *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, 2009. ⑥ C. Reinhart e K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009. ⑦ S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in *Achieving Maximum Long-Run Growth*, atti del simposio patrocinato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, agosto 2011. Per un'analisi delle evidenze cfr. "Un elevato debito pubblico rappresenta un freno alla crescita?" in BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, pagg. 48-49. ⑧ Cfr. ad esempio D. Restuccia e R. Rogerson, "Misallocation and productivity", *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, 2013. ⑨ Cfr. ad esempio U. Albertazzi e D. Marchetti, "Offerta di credito, flight to quality ed evergreening: un'analisi delle relazioni banca-impresa dopo Lehman", Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 756, 2010 (versione integrale disponibile soltanto in inglese); Bank of England, *Financial Stability Report*, n. 30, dicembre 2011; nonché A. Enria, "Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective", intervento alla 21ª Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, 11-12 aprile 2012. ⑩ Sull'evergreening cfr. ad esempio R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, 2008; J. Peek ed E. Rosengren, "Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan", *American Economic Review*, vol. 95, 2005. Sulla minore mobilità dei capitali e del lavoro cfr. ad esempio T. Iwaisako, "Corporate investment and restructuring", in *Reviving Japan's Economy*, MIT Press, 2005, pagg. 275-310. Sulla sopravvivenza delle imprese inefficienti e l'esclusione dal mercato di quelle efficienti cfr. ad esempio A. Ahearne e N. Shinada, "Zombie firms and economic stagnation in Japan", *International Economics and Economic Policy*, vol. 2, 2005.

## Il risanamento dei conti pubblici nelle economie avanzate è ancora incompiuto<sup>1</sup>

In percentuale del PIL

Grafico III.4



DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; US = Stati Uniti.

<sup>1</sup> I dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche; i dati sul debito si riferiscono al debito lordo. <sup>2</sup> Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 di Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. L'area ombreggiata corrisponde alle proiezioni.

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*.

Un'altra ombra lunga è quella gettata dall'elevato debito pubblico. Sebbene i governi delle economie avanzate abbiano compiuto progressi significativi nella riduzione dei disavanzi di bilancio dopo la crisi, il debito si colloca su livelli record ed è in ulteriore aumento (grafico III.4, diagramma di sinistra). In media i disavanzi pubblici si sono ridotti dopo aver raggiunto il 9% del PIL nel 2009 e dovrebbero continuare a contrarsi. Ciò nonostante, essi sono ancora ampi (prossimi o superiori al 6%) in Spagna, Stati Uniti e Regno Unito, paesi le cui finanze pubbliche hanno subito un drastico deterioramento sulla scia della crisi (grafico III.4, diagramma centrale). Parallelamente, il debito ha superato il 100% del PIL in gran parte delle maggiori economie (grafico III.4, diagramma di destra; tabella III.3 allegata).

## L'inflazione: determinanti interne e internazionali

Il rafforzamento della crescita mondiale non ha finora coinciso con un aumento sostenuto dell'inflazione (grafico III.5, diagramma di sinistra). Dalla metà del 2013 le misure dell'inflazione generale sono rimaste inferiori o prossime all'obiettivo in diversi paesi. In particolare, l'indice generale dei prezzi al consumo era pari allo 0,7% nell'area dell'euro nell'aprile 2014, mentre è salito al 2% negli Stati Uniti dopo essersi mantenuto al disotto dell'obiettivo per diversi mesi. Il Giappone rappresenta invece un'eccezione: l'inflazione sia di fondo sia generale è salita considerevolmente dopo l'annuncio, ai primi del 2013, di un obiettivo del 2% per il tasso di inflazione. Anche nelle EME l'inflazione generale è rimasta inferiore alla media, pur mantenendosi persistentemente elevata in Brasile, Indonesia, Russia e Turchia.

La recente stabilità dell'inflazione a livello internazionale ha riflesso in larga parte la stabilità dei prezzi delle materie prime (grafico III.5, diagramma di destra) e delle componenti di fondo (grafico III.5, diagramma centrale). Negli Stati Uniti e

nell'area dell'euro l'inflazione di fondo ha continuato a scendere fino a epoca recente, ma sembra avere mutato direzione in aprile, quando è salita portandosi rispettivamente all'1,8 e all'1%. Nell'anno trascorso la flessione nell'area dell'euro ha superato le previsioni. Essa è stata particolarmente pronunciata nei paesi periferici e verosimilmente dovuta ad aggiustamenti strutturali e al ripristino della competitività.

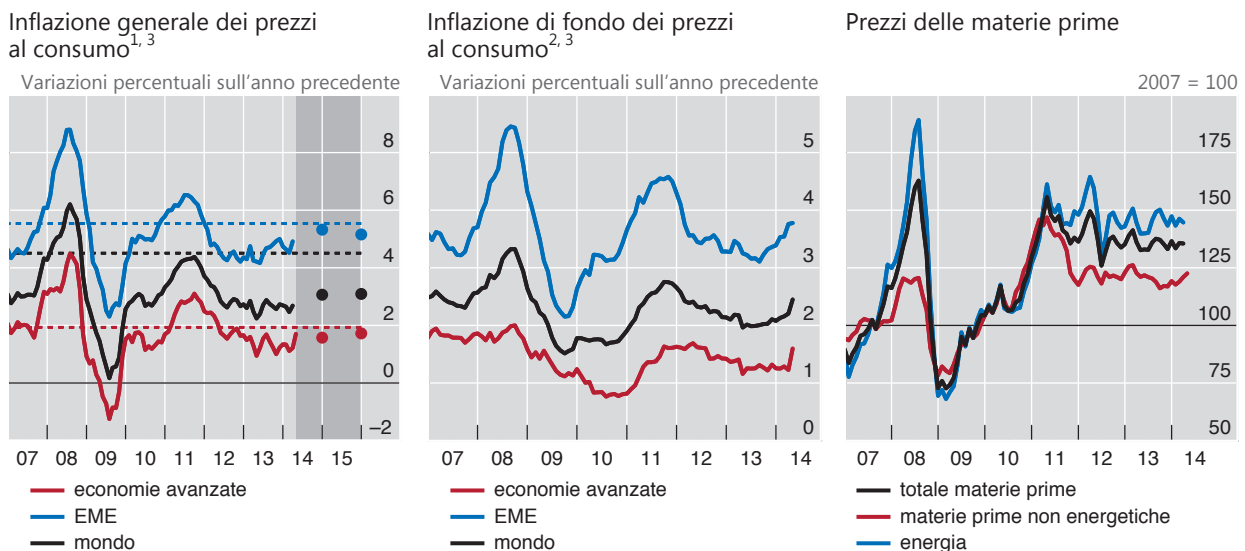
La relativa stabilità dell'inflazione nelle economie avanzate è degna di nota nel confronto con le variazioni del prodotto. L'inflazione non è solo rimasta moderata nel periodo recente nonostante il consolidarsi della ripresa, ma è anche diminuita meno di quanto previsto da molti osservatori durante le fasi immediatamente successive alla crisi malgrado la grave recessione.

Da quali fattori dipende questa stabilità dell'inflazione? Il quadro di riferimento convenzionale per analizzare l'inflazione, la cosiddetta curva di Phillips, mette in relazione il tasso di variazione dei prezzi sia all'inflazione passata e attesa sia al grado di sottoimpiego della capacità produttiva all'interno dell'economia, dato dalla differenza tra il prodotto effettivo e una misura del prodotto potenziale. Una versione simile, la curva di Phillips dei salari, collega il tasso di variazione dei salari a quello dei prezzi e al grado di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro.

Il grado di capacità inutilizzata nell'economia non è purtroppo osservabile direttamente e non può essere misurato con precisione. L'incertezza al riguardo è già elevata in condizioni normali, ma lo è ancora di più dopo una recessione patrimoniale. Il periodo successivo alla Grande Recessione non fa eccezione: mentre alcuni indicatori segnalano la sostanziale chiusura dell'output gap, altri continuano a suggerire la presenza di un margine considerevole di capacità inutilizzata. Ciò nonostante, nell'anno trascorso tutte le stime hanno evidenziato dinamiche analoghe

## L'inflazione è rimasta contenuta a livello mondiale

Gráfico III.5



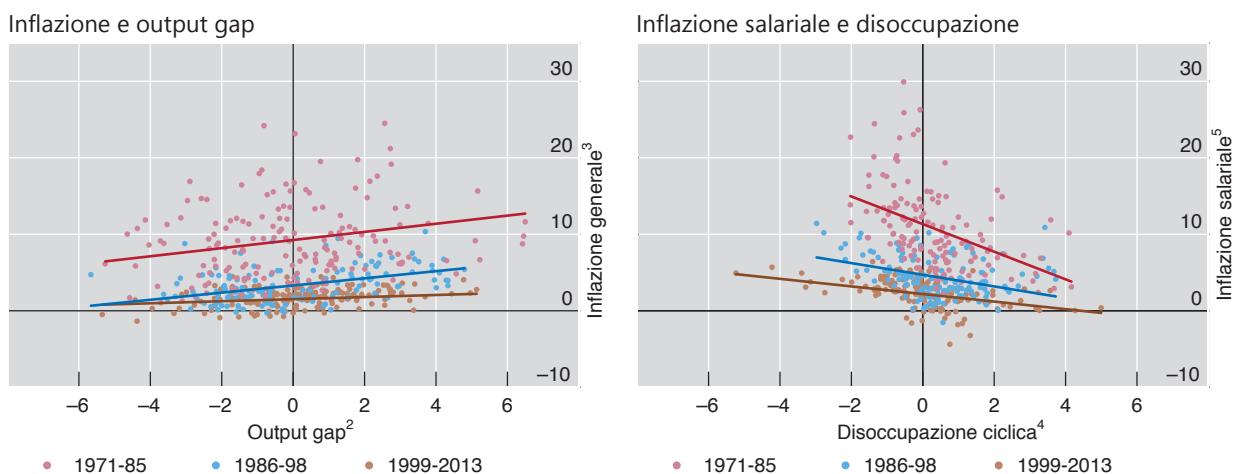
<sup>1</sup> Le previsioni sono indicate dai punti; le linee tratteggiate corrispondono all'inflazione media annua nel periodo 2001-06 per le EME e 1996-2006 per le altre economie. Economie definite nella tabella III.1 allegata. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>2</sup> Prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia; per alcune economie, definizione nazionale. Economie definite nella tabella III.1 allegata, esclusi Arabia Saudita, Venezuela e altre economie del Medio Oriente. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>3</sup> Per l'Argentina, i dati sui prezzi al consumo si basano su stime ufficiali (discontinuità metodologica nel dicembre 2013). Per l'India, prezzi all'ingrosso.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; OCSE, *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

## Le curve di Phillips dei prezzi e dei salari si sono appiattite nelle economie avanzate<sup>1</sup>

In percentuale

Grafico III.6



<sup>1</sup> Dati annuali; rette di regressione stimate mediante analisi di panel non bilanciato con effetti fissi cross-section, controllando per le variazioni sull'anno precedente nei prezzi delle materie prime. I punti corrispondono ai dati per Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Stimato con un filtro di Hodrick-Prescott. <sup>3</sup> Variazioni sull'anno precedente dell'indice dei prezzi al consumo. <sup>4</sup> Tasso di disoccupazione meno tasso di disoccupazione naturale (NAIRU). <sup>5</sup> Variazioni sull'anno precedente dei salari.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

e indicative di una riduzione del grado di sottoimpiego. Questo andamento discorda tuttavia con la recente moderazione dell'inflazione ( riquadro III.C). Inoltre, gli ampi output gap osservati durante il rallentamento del 2008-09 contrastano con l'assenza, in tale periodo, di pressioni disinflazionistiche pronunciate.

Ciò indica che il grado di sottoutilizzo della capacità a livello interno sta influenzando in misura solo contenuta sull'inflazione. Tale fenomeno non è nuovo: l'appiattimento della curva di Phillips sembra essere iniziato negli anni ottanta e aver proseguito gradualmente negli anni successivi. A titolo illustrativo, il diagramma di sinistra del grafico III.6 riporta la relazione tra il tasso di inflazione e l'output gap (stimato dal filtro di Hodrick-Prescott) per una serie di economie avanzate. Le rette di regressione mostrano che l'inclinazione della curva è diminuita nei diversi periodi. L'appiattimento è altresì evidente nel diagramma di destra del grafico, che presenta la relazione fra l'inflazione dei salari e una stima della componente ciclica del tasso di disoccupazione.

### Un migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione?

Si ritiene spesso che il principale fattore alla base dell'appiattimento della curva di Phillips sia una maggiore fiducia nell'impegno delle banche centrali a mantenere l'inflazione bassa e stabile. Se ritengono credibile l'impegno delle banche centrali, le imprese e i lavoratori ignoreranno gli scostamenti temporanei – positivi o negativi – dell'inflazione dalle previsioni e aggiusteranno con meno frequenza i prezzi e i salari. Un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, pertanto, tenderà ad accompagnarsi a minori pressioni inflazionistiche congiunturali. Alla stessa stregua, una maggiore credibilità si riflette altresì in un minore grado di trasmissione dei movimenti del cambio sui prezzi all'importazione e al consumo: nella misura in cui le variazioni dei tassi di cambio nominali sono considerate

## La misurazione del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva

Il prodotto potenziale è una variabile chiave per i responsabili delle politiche economiche, poiché fornisce informazioni sulla sostenibilità del prodotto e sul grado di sottoimpiego della capacità produttiva. Esso, tuttavia, non è osservabile, neanche a posteriori. In passato i responsabili delle politiche hanno confidato nel fatto che un surriscaldamento dell'economia si sarebbe di norma manifestato in un rialzo dell'inflazione, dal momento che la domanda avrebbe esercitato pressioni crescenti su risorse limitate. Negli ultimi decenni, tuttavia, il nesso fra output gap e inflazione si è fatto via via più flebile. L'inflazione non è aumentata tanto quanto nelle precedenti fasi espansive, e ciò ha spinto i responsabili delle politiche economiche a credere che la crescita del prodotto potesse proseguire indefinitamente. In realtà, i segnali di un'espansione insostenibile si sono palesati in una crescita non sostenibile del credito e dei prezzi delle attività. Questo riquadro esamina i metodi tradizionalmente utilizzati per stimare il prodotto potenziale e li pone a confronto con una metodologia nuova che tiene esplicitamente conto delle variabili finanziarie.

I metodi tradizionali spaziano da quelli puramente statistici a quelli basati esplicitamente sulla teoria economica. A un estremo si collocano, tra i più diffusi, i metodi statistici univariati e in particolare il filtro di Hodrick-Prescott (HP). Queste tecniche scompongono le serie dei dati sul prodotto in una componente ciclica e una di trend, interpretata come prodotto potenziale. Pur avendo il vantaggio di essere semplici e trasparenti, tali metodologie si basano interamente sui dati e risentono quindi del problema dell'ultima osservazione: di norma le stime del prodotto potenziale cambiano notevolmente quando si rendono disponibili nuove osservazioni, anche in assenza di revisioni dei dati. Il problema si avverte in particolare attorno ai punti di svolta del ciclo economico, proprio nel momento in cui è maggiore l'esigenza di disporre di stime accurate.

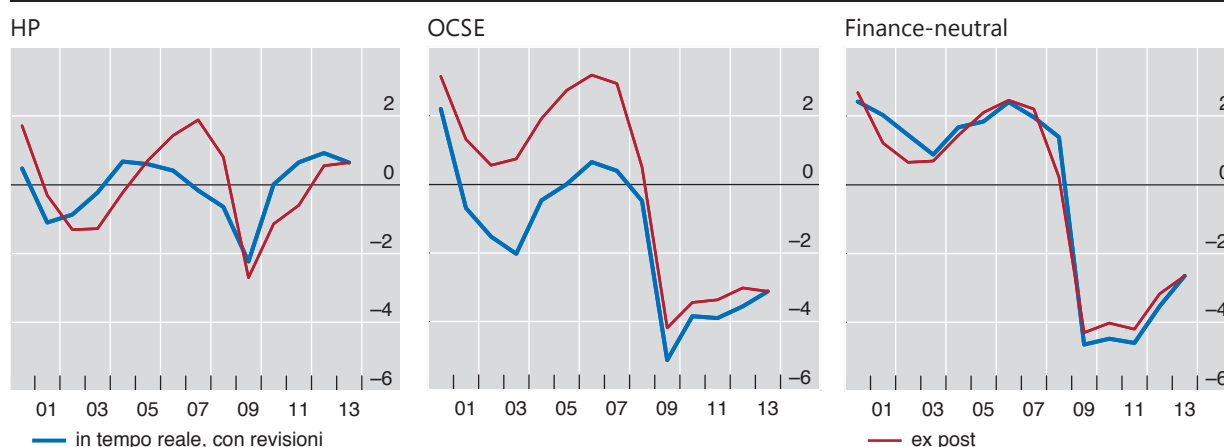
Altri metodi combinano statistica e teoria economica. Una scelta diffusa consiste nell'utilizzare modelli della funzione di produzione, che stimano il prodotto potenziale in funzione degli input di capitale e lavoro. Gli approcci strutturali presentano il vantaggio di poter attribuire le variazioni del prodotto potenziale a fattori economici, ma sono altresì soggetti a errori, dovuti a un'errata specificazione del modello sottostante e alle incertezze nelle stime dei parametri e nella misurazione delle variabili. Inoltre, anche queste metodologie possono comportare sostanziali problemi dell'ultima osservazione, in quanto fanno ampio ricorso a filtri statistici puri per attenuare le fluttuazioni cicliche dei fattori produttivi. Orphanides e Van Norden (2005)<sup>①</sup> riscontrano che le stime in tempo reale dell'output gap hanno una bassa valenza esplicativa riguardo agli andamenti dell'inflazione rispetto alle stime basate su dati ex post, e che le revisioni possono essere di entità addirittura pari allo stesso output gap.

Di recente, Borio et al. (2013)<sup>②</sup> hanno introdotto un metodo di stima dell'output gap basato sul filtro di Kalman che incorpora informazioni relative al credito e ai prezzi degli immobili (Capitolo IV). Questo approccio tiene conto

### Stime sull'intero campione e in tempo reale dell'output gap USA

In punti percentuali del prodotto potenziale

Grafico III.C



Fonti: C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013; OCSE, *Economic Outlook*.

del fatto che l'espansione del credito e l'esuberanza dei prezzi delle attività possono sospingere il prodotto su livelli insostenibilmente elevati, ma non si accompagnano necessariamente a un aumento dell'inflazione dei prezzi al consumo. Un motivo è che i boom finanziari coincidono spesso con un'espansione temporanea della capacità produttiva, la quale tende a moderare le spinte sui prezzi. Pertanto, l'inserimento delle variabili finanziarie permette di ricavare stime della componente di trend che risultano meno influenzate da boom finanziari insostenibili. Il corrispondente output gap "neutrale ai fattori finanziari" ("finance-neutral") indica quanto si discosti il prodotto dal suo livello sostenibile.

Le differenze tra i vari metodi sono illustrate nel grafico III.C: il diagramma di sinistra mostra l'output gap negli Stati Uniti calcolato applicando il noto filtro HP; il diagramma centrale riporta la stessa variabile stimata con modelli della funzione di produzione dell'OCSE; il diagramma di destra contiene la stima finance-neutral. Le prime due misure non hanno segnalato in tempo reale il surriscaldamento dell'economia nel periodo antecedente la Grande Recessione: le stime dell'output gap ottenute con questi stessi metodi dopo avere osservato la recessione sono significativamente diverse. Per contro, le stime in tempo reale calcolate attraverso il filtro finance-neutral sono molto più allineate con quelle ex post e, quel che è più importante, segnalavano chiaramente che il prodotto si trovava al di sopra del livello sostenibile ben prima dell'inizio della recessione<sup>③</sup>.

È probabile che dopo una recessione patrimoniale l'incertezza inerente alle stime dell'output gap sia assai maggiore che dopo una normale recessione ciclica. Le perdite in termini di prodotto sono di norma permanenti, ancorché di entità incerta (riquadro III.B). A questo riguardo, l'immagine fornita dalle stime dell'output gap differisce notevolmente a seconda del metodo utilizzato. La misura ottenuta con il filtro HP indica che negli Stati Uniti l'output gap è stato colmato. Quella basata sulla funzione di produzione dell'OCSE continua invece a segnalare un ampio margine di capacità produttiva inutilizzata, pari a oltre il 3% del prodotto potenziale nel 2013. L'output gap finance-neutral indica la presenza di un livello di utilizzo della capacità analogamente basso, ma in considerevole aumento negli ultimi trimestri, in concomitanza con la ripresa della crescita del credito. Occorre tuttavia rilevare che anche la misura dell'output gap finance-neutral rischia di sovrastimare il grado effettivo di sottoimpiego della capacità produttiva dopo una recessione patrimoniale, nella misura in cui si adegua solo lentamente alle perdite permanenti di prodotto<sup>④</sup>.

① A. Orphanides e S. Van Norden, "The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, giugno 2005. ② C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013. ③ Cfr. anche D. Arseneau e M. Kiley, "The role of financial imbalances in assessing the state of the economy", *FEDS Notes*, aprile 2014. ④ Anche con l'aggiunta di variabili finanziarie, il filtro finance-neutral non rileva gli ampi effetti non lineari delle crisi finanziarie sul livello del prodotto potenziale, se non soltanto gradualmente nel tempo. Ad esempio, le stime in tempo reale dell'output gap svedese negli anni successivi alla fase di forte contrazione dell'attività finanziaria agli inizi degli anni novanta erano considerevolmente inferiori a quelle ex post.

episodiche e l'aggiustamento dei prezzi comporta dei costi, le imprese potrebbero semplicemente lasciare fluttuare i propri margini.

Le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste finora ben ancorate nelle principali economie e questo ha contribuito all'osservata stabilità dell'inflazione in tali paesi. Persino in Giappone, nonostante i numerosi anni di blanda deflazione, le aspettative a lungo termine sono oscillate attorno a un tasso positivo dell'1%. A dispetto di questa passata stabilità, nell'area dell'euro le misure delle aspettative di inflazione a medio termine basate sui mercati finanziari (come i tassi di inflazione impliciti negli swap) sono andate costantemente calando dagli inizi del 2013, a indicazione che secondo gli operatori l'inflazione si manterrà persistentemente al di sotto del limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi della BCE, ossia un tasso "inferiore ma prossimo al 2%" (per una disamina delle implicazioni di una bassa inflazione per la politica monetaria, cfr. il Capitolo V).

## Una maggiore incidenza dei fattori internazionali?

Oltre all'accresciuta credibilità delle banche centrali, un'ulteriore possibile spiegazione del sempre minor legame tra l'inflazione e gli andamenti interni a un'economia risiede nel grado molto più elevato di interconnessione dell'economia mondiale.

Negli ultimi trent'anni si è assistito all'ingresso e alla crescente integrazione nell'economia globale di Cina e India (che assieme rappresentano quasi il 40% della popolazione mondiale), dei paesi ex comunisti e di molte altre EME. I progressi nelle tecnologie della comunicazione e nella logistica hanno agevolato la creazione di estese catene produttive mondiali. Molte imprese internazionali, in particolare, hanno già delocalizzato parte dei loro processi produttivi nelle EME con ampia offerta di manodopera. E sussiste ancora margine per farlo.

L'incremento dei flussi commerciali, e soprattutto la maggiore contendibilità dei mercati sia dei prodotti sia dei fattori produttivi hanno accresciuto la dipendenza degli andamenti dell'inflazione a livello interno dalle condizioni nei mercati internazionali. Più nello specifico, tali condizioni non possono essere completamente catturate dalla sola inflazione dei prezzi all'importazione; aggiungere questa variabile a una curva di Phillips standard non basta. Anche le misure del grado di capacità produttiva inutilizzata nell'economia mondiale svolgono un ruolo di rilievo<sup>2</sup>. L'abbassamento delle barriere commerciali e dei costi di trasporto ha accresciuto il grado di sostituibilità fra i beni commerciabili prodotti in paesi diversi. Inoltre, i progressi tecnologici hanno ampliato la gamma di beni e servizi commerciabili. Di conseguenza, i prezzi dei beni commerciabili prodotti da un determinato paese non possono discostarsi troppo da quelli di beni analoghi prodotti altrove. Ciò implica che le variazioni dei prezzi di tali beni dipendano maggiormente dal grado di sovra o sottoutilizzo delle risorse a livello mondiale, non solo locale. Alla stessa stregua, i salari interni non possono essere troppo diversi da quelli in altri paesi che producono beni analoghi destinati ai mercati internazionali, pena la delocalizzazione della produzione all'estero<sup>3</sup>.

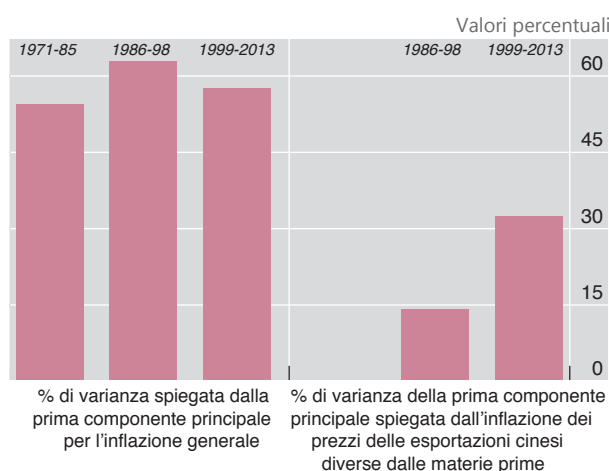
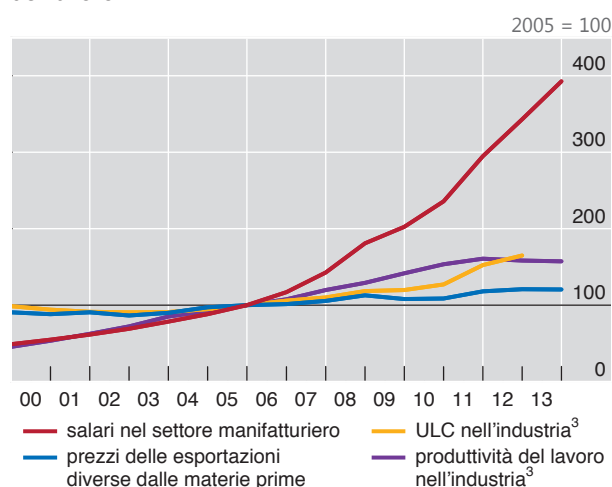
In linea con l'importanza dei fattori internazionali, i tassi di inflazione dei singoli paesi hanno evidenziato un'elevata sincronia: un fattore comune spiega oltre la metà della variabilità totale dell'inflazione in un campione di economie avanzate (grafico III.7, diagramma di sinistra)<sup>4</sup>.

Le oscillazioni nei prezzi delle materie prime costituiscono un'importante determinante dell'inflazione mondiale, e anch'esse sono collegate in misura crescente alle condizioni della domanda mondiale, più che ad andamenti specifici dell'offerta. La forte espansione economica e il miglioramento del tenore di vita nelle EME hanno spinto al rialzo non solo i corsi delle materie prime industriali, ma anche quelli dei prodotti alimentari. Questi rincari hanno a loro volta agito sui tassi di inflazione degli altri paesi, a prescindere dalla loro posizione congiunturale relativa.

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007.

<sup>3</sup> L'aumento dei flussi migratori sembra aver avuto un ruolo solo modesto nell'attenuare le rivendicazioni salariali nei paesi di immigrazione. Cfr. ad esempio G. Ottaviano e G. Peri, "Rethinking the effect of immigration on wages", *Journal of the European Economic Association*, febbraio 2012, e S. Lemos e J. Portes, "New Labour? The effects of migration from central and eastern Europe on unemployment and wages in the U.K.", *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, gennaio 2014, per evidenze riguardanti rispettivamente gli Stati Uniti e il Regno Unito.

<sup>4</sup> La globalizzazione potrebbe avere altresì concorso a ridurre il grado rilevato di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi interni. Le grandi imprese manifatturiere possono distribuire la produzione in un numero più ampio di paesi e cambiare rapidamente fornitori, riducendo quindi al minimo l'impatto dei movimenti valutari in una singola economia sul loro prodotto finale. Per una rassegna della letteratura in materia, cfr. ad esempio J. Bailliu, W. Dong e J. Murray, "Has exchange rate pass-through really declined? Some recent insights from the literature", *Bank of Canada Review*, autunno 2010.

Analisi delle componenti principali dell'inflazione<sup>1</sup>Cina: prezzi delle esportazioni, salari, ULC e produttività del lavoro<sup>2</sup>

<sup>1</sup> In un panel di paesi formato da Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Prezzi delle esportazioni e salari in termini di dollari USA; ULC = costo nominale del lavoro per unità di prodotto; produttività del lavoro = prodotto per occupato. <sup>3</sup> A causa della mancanza di dati disponibili, per i costi del lavoro per unità di prodotto e per la produttività del lavoro il settore manifatturiero è approssimato dal settore industriale. La quota del settore manifatturiero all'interno del settore industriale è pari a circa l'80%; le restanti componenti sono l'estrazione mineraria e la fornitura di elettricità, gas naturale e acqua.

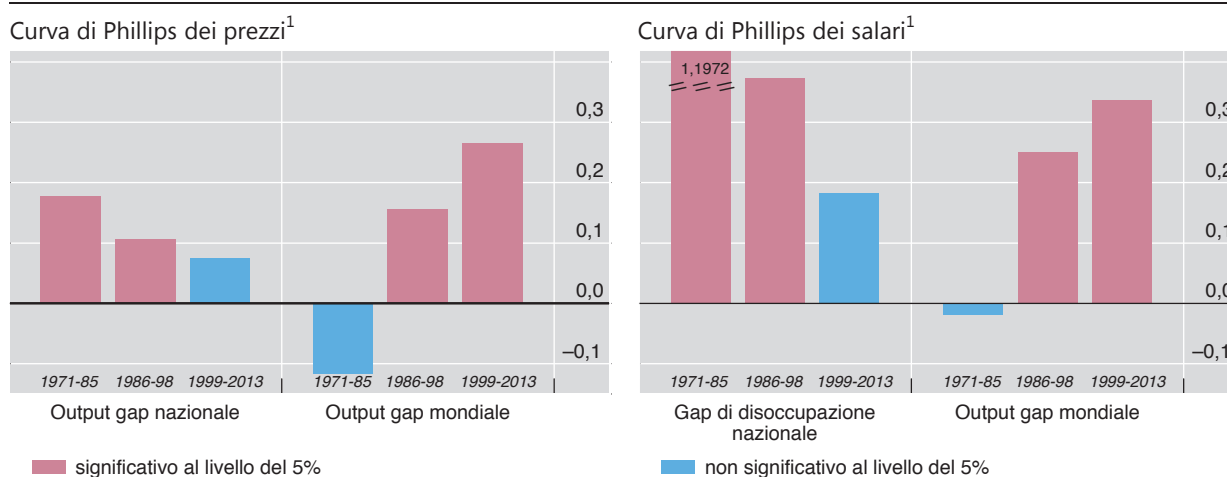
Fonti: CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tuttavia, anche se la domanda nelle EME ha sospinto verso l'alto i prezzi delle materie prime, l'impatto complessivo della globalizzazione sulle economie avanzate è stato finora in larga parte disinflazionistico. La rapida industrializzazione delle grandi EME caratterizzate da un'ingente offerta di manodopera a basso costo ha fatto aumentare la capacità produttiva, mantenendo bassi i prezzi delle merci. Il ruolo della Cina, in particolare, è aumentato considerevolmente negli ultimi quindici anni (grafico III.7, diagramma di sinistra): l'incidenza dei prezzi delle esportazioni cinesi sulla variazione dell'inflazione nelle economie avanzate è raddoppiata nel 1999-2013 rispetto al 1986-98, portandosi a oltre il 30%. Al tempo stesso, tali prezzi sono rimasti eccezionalmente modesti anche di fronte all'aumento delle retribuzioni e del costo del lavoro per unità di prodotto: attualmente sono ancora piuttosto prossimi al livello del 2005 (grafico III.7, diagramma di destra).

Per un'ulteriore illustrazione del crescente impatto dei fattori internazionali sugli andamenti dell'inflazione è possibile ampliare le specificazioni standard della curva di Phillips con una misura dell'output gap globale. Il diagramma di sinistra del grafico III.8 riporta l'inclinazione della curva di Phillips nei prezzi rispetto all'output gap interno e mondiale stimata per periodi diversi e un campione di economie avanzate. Il coefficiente sull'output gap interno scende e perde significatività statistica dalla fine degli anni novanta, mentre quello sull'output gap globale acquisisce rilevanza. I risultati sono molto simili per la curva di Phillips nei salari aumentata aggiungendo l'output gap mondiale.

In prospettiva, non è chiaro in che misura il maggior ruolo dei fattori mondiali continuerà a influire sull'inflazione interna. L'intensità degli effetti disinflazionistici dipende in misura cruciale dalle differenze tra paesi in termini di salari e costi del lavoro per unità di prodotto. Tali differenze si stanno riducendo in alcuni casi, come in quello della Cina, dove le retribuzioni nel settore manifatturiero sono andate





<sup>1</sup> Ricavata da regressioni su un panel non bilanciato (11 maggiori economie avanzate) con effetti fissi cross-section (errori standard e covarianza di Newey-West) in base rispettivamente alle specificazioni di Borio e Filardo (2007) e Galí (2011). Le barre corrispondono ai coefficienti delle equazioni seguenti:  $\pi_{i,t}^h - \pi_{i,t}^c = c_i + \beta_d y_{i,t-1}^d + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^i + \delta \rho_{i,t-1}$  (diagramma di sinistra), dove  $\pi_{i,t}^h$  è l'inflazione generale,  $\pi_{i,t}^c$  è il trend di Hodrick-Prescott dell'inflazione di fondo,  $y_{i,t-1}^d$  è il valore ritardato dell'output gap nazionale,  $y_{i,t-1}^g$  è il valore ritardato dell'output gap mondiale,  $\pi_{i,t-1}^i$  è il valore ritardato dell'inflazione dei prezzi all'importazione, e  $\rho_{i,t-1}$  è il valore ritardato delle variazioni sull'anno precedente del costo nominale del lavoro per unità di prodotto; e  $\omega_{i,t} = c_i - \beta_{u1} \mu_{i,t} + \beta_{u2} \Delta \mu_{i,t} + \beta_g y_{i,t}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^h$  (diagramma di destra), dove  $\omega_{i,t}$  è l'inflazione salariale,  $\mu_{i,t}$  è il gap di disoccupazione,  $\Delta \mu_{i,t}$  è la variazione del gap di disoccupazione,  $y_{i,t}^g$  è l'output gap mondiale, e  $\pi_{i,t-1}^h$  è il valore ritardato dell'inflazione generale. Il gap di disoccupazione e gli output gap nazionali e mondiali sono stimati con un filtro di Hodrick-Prescott.

Fonti: C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007; J. Galí, "The return of the wage Phillips curve", *Journal of the European Economic Association*, n. 9, giugno 2011; FMI, *International Financial Statistics*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

costantemente aumentando, mentre la crescita della produttività del lavoro sembra aver rallentato il passo negli ultimi anni. Laddove non siano accompagnati da guadagni analoghi in termini di produttività, gli incrementi salariali esercitano prima o poi pressioni al rialzo sui prezzi all'esportazione. Gli effetti disinflazionistici, tuttavia, non sembrano essersi ancora esauriti. Ed esiste comunque spazio per un'ulteriore integrazione nell'economia mondiale dei paesi a basso reddito, con un'ampia offerta di manodopera poco costosa.

## Investimenti e produttività: una prospettiva di lungo periodo

La crescita degli investimenti e della produttività del lavoro dal 2009 è risultata meno rapida che nelle precedenti fasi di ripresa. Gli investimenti fissi lordi totali nelle economie avanzate sono generalmente inferiori rispetto al periodo pre-crisi (grafico III.9, diagramma di sinistra). Tale differenza risulta più accentuata nei paesi che avevano registrato i maggiori boom del mercato immobiliare: essa è pari a 14 punti percentuali in Irlanda, 9 in Spagna, 4 negli Stati Uniti e 3 nel Regno Unito. Gran parte della flessione va imputata al settore delle costruzioni, ma anche la spesa per attrezzature è inferiore alla media pre-crisi in numerosi paesi, rispecchiando la debolezza della domanda e la lentezza della ripresa tipiche delle recessioni patrimoniali.

È irrealistico attendersi che gli investimenti in rapporto al PIL tornino sui livelli antecedenti la crisi nelle economie avanzate. Il calo della spesa per costruzioni costituisce una correzione necessaria del precedente sovrainvestimento, e difficilmente sarà riassorbito integralmente. Inoltre, la quota degli investimenti sul PIL seguiva una tendenza al ribasso già ben prima della crisi, per cui al rafforzarsi della crescita del prodotto gli investimenti potrebbero attestarsi al disotto della media pre-crisi.

Questa caduta tendenziale nelle economie avanzate rispecchia una serie di fattori, tra i quali la flessione del tasso di crescita tendenziale negli ultimi decenni. Poiché il rapporto tra capitale e prodotto è generalmente rimasto stabile o ha evidenziato un lieve aumento in gran parte dei paesi, la quota di PIL che deve essere investita per mantenere tale rapporto costante nel tempo è diminuita. Un secondo fattore è costituito dalla ricomposizione del prodotto a scapito dei settori manifatturieri a uso intensivo di capitale e a favore di quelli dei servizi con minore intensità di capitale. In aggiunta, nella misura in cui il calo della crescita del prodotto è dovuto a fattori esogeni quali andamenti demografici sfavorevoli, un minor ritmo di innovazione tecnologica o il cambiamento delle dinamiche di lungo periodo della domanda dei consumatori, la connessa diminuzione del rapporto investimenti/PIL rappresenterebbe una conseguenza naturale, più che una determinante, di questo rallentamento.

Inoltre, la debolezza degli investimenti potrebbe essere sopravvalutata. Negli ultimi decenni i prezzi relativi dei beni di investimento sono andati diminuendo: le imprese hanno potuto mantenere costante lo stock di capitale spendendo meno in termini nominali. Di fatto, in termini reali, la spesa per investimenti nelle economie avanzate ha oscillato attorno a un trend lievemente *ascendente*, non discendente. Inoltre, le statistiche ufficiali potrebbero sottostimare gli investimenti immateriali (vale a dire la spesa per ricerca e sviluppo, formazione, ecc.), la cui importanza è aumentata nelle economie basate sui servizi.

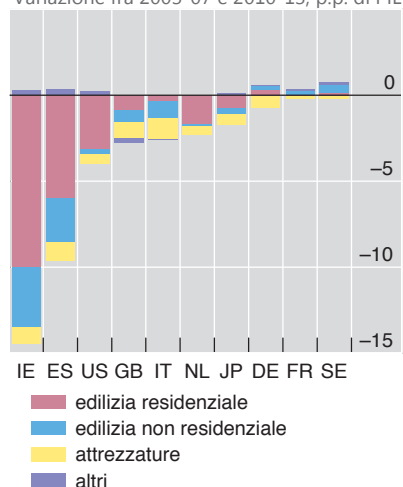
Infine, quel che è più importante, a livello *mondiale* gli investimenti non risultano deboli. Il calo di lungo periodo del rapporto investimenti/PIL nelle economie avanzate è stato compensato da un aumento tendenziale nelle EME (grafico III.9, diagramma centrale). Ciò riflette in parte il vigore degli investimenti in Cina che, collocandosi su livelli prossimi al 45% del PIL, appaiono insostenibilmente elevati (grafico III.9, diagramma di destra). Anche escludendo la Cina, tuttavia, gli investimenti delle EME sono andati aumentando, ancorché a ritmi più moderati, soprattutto in Asia.

Questo quadro generale, tuttavia, non implica che gli investimenti non possano o non debbano crescere. L'obsolescenza delle infrastrutture potrebbe ostacolare l'espansione negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altre economie avanzate. In alcune zone dell'area dell'euro le rigidità nei mercati dei beni e dei servizi e in altri ambiti deprimono la dinamica degli investimenti delle imprese. Infine, le strozzature dal lato dell'offerta stanno esercitando un impatto simile in diverse EME, fra cui Sudafrica, Brasile e vari altri paesi dell'America latina.

Tra i fattori potenzialmente in grado di frenare la ripresa ciclica degli investimenti figurano la scarsità di finanziamenti e la debolezza della domanda aggregata. Tuttavia, le condizioni finanziarie sono estremamente favorevoli. Il costo del capitale nelle economie maggiori è generalmente sceso al disotto dei valori pre-crisi, grazie al livello molto basso dei tassi di interesse e all'esuberanza delle valutazioni azionarie. Le grandi imprese non incontrano generalmente difficoltà a finanziarsi presso le banche. Inoltre, le imprese di tutto il mondo, anche quelle con rating inferiore all'investment grade, hanno potuto accedere al mercato obbligazionario con facilità e a condizioni eccezionalmente favorevoli (Capitoli II e VI).

## Economie avanzate, per tipo di investimento

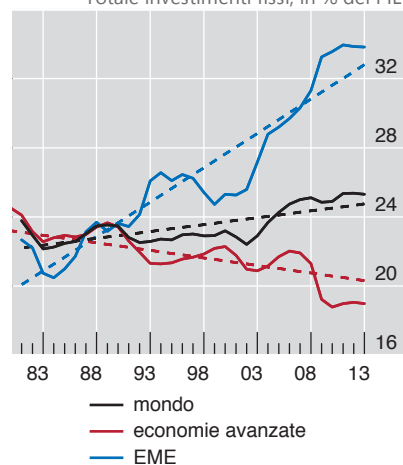
Variazione fra 2003-07 e 2010-13; p.p. di PIL



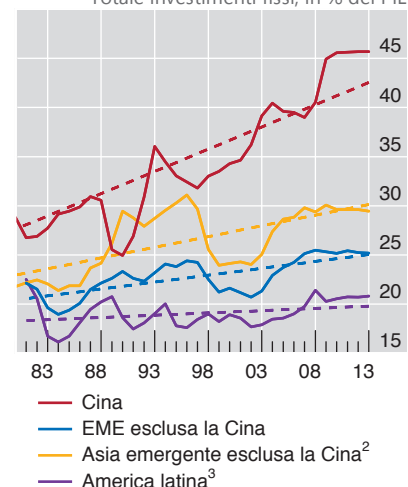
DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

Confronto internazionale<sup>1</sup>

Totale investimenti fissi, in % del PIL

Economie emergenti<sup>1</sup>

Totale investimenti fissi, in % del PIL



<sup>1</sup> Per la Cina e per le economie avanzate, il trend lineare è calcolato a partire dai primi dati disponibili (dal 1960). Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA correnti fino al 2011. Quello delle economie avanzate comprende 17 importanti economie e quello delle EME 14 importanti economie. Per la Cina, i valori del 2013 sono stimati. <sup>2</sup> Corea, India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. <sup>3</sup> Brasile, Cile, Messico e Perù.

Fonti: Commissione europea, database AMECO; FMI; CEIC; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grazie alla facilità di finanziamento e alla ripresa della redditività, il saldo finanziario netto del settore delle imprese non finanziarie ha continuato a migliorare. In diverse economie avanzate è tornato in positivo, su livelli analoghi a quelli pre-crisi. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli utili interni (al netto di imposte e dividendi e al lordo degli ammortamenti) hanno costantemente superato la spesa in conto capitale dal 2009. A ciò si aggiunge il fatto che le imprese statunitensi hanno continuato a emettere debito a lunga scadenza per trarre vantaggio dai rendimenti eccezionalmente bassi. Inoltre, il capitale di rischio viene ridotto più rapidamente di quanto non venga creato: le imprese pagano dividendi maggiori, riacquistano azioni proprie e partecipano a operazioni di fusione e acquisizione.

L'accesso ai finanziamenti può risultare ancora problematico per le piccole e medie imprese nei paesi in cui il settore bancario continua a trovarsi in una situazione di debolezza, come in alcune parti dell'Europa. Per migliorare l'offerta di credito a tali imprese occorre che le banche riconoscano le perdite e si ricapitalizzino. È improbabile che lo stimolo monetario abbia di per sé effetti significativi (Capitoli I e V).

Poiché i finanziamenti non rappresentano un vincolo, appare più appropriato ricondurre la debolezza congiunturale degli investimenti alla lenta ripresa della domanda aggregata tipica delle recessioni patrimoniali. La spesa degli operatori economici attualmente impegnati a risanare i propri bilanci rimane al di sotto dei normali livelli pre-crisi, deprimendo il reddito di altri operatori e prolungando di conseguenza la fase di aggiustamento (riquadro III.A). Il necessario risanamento delle finanze pubbliche potrebbe indebolire ulteriormente la crescita nel breve periodo. Con l'avanzare della ripresa, gli investimenti dovrebbero risalire; di

fatto negli ultimi trimestri la crescita degli investimenti è già aumentata, seppur modestamente, in vari paesi, fra cui Germania, Stati Uniti e Regno Unito.

L'attuale debolezza della domanda aggregata potrebbe far ritenere necessari uno stimolo monetario ulteriore o una moderazione del ritmo di risanamento delle finanze pubbliche. È tuttavia probabile che nelle circostanze attuali queste politiche si rivelino inefficaci (Capitolo V) oppure insostenibili: in prospettiva, esse potrebbero limitarsi ad anticipare la spesa futura anziché aumentare la spesa complessiva nel lungo periodo, mentre farebbero salire ulteriormente il debito sia pubblico sia privato. Piuttosto, l'unico modo per stimolare la domanda in maniera sostenibile consiste nell'accrescere la capacità produttiva dell'economia eliminando gli ostacoli agli investimenti produttivi e alla riallocazione delle risorse. Ciò è ancora più importante nel contesto del rallentamento della produttività.

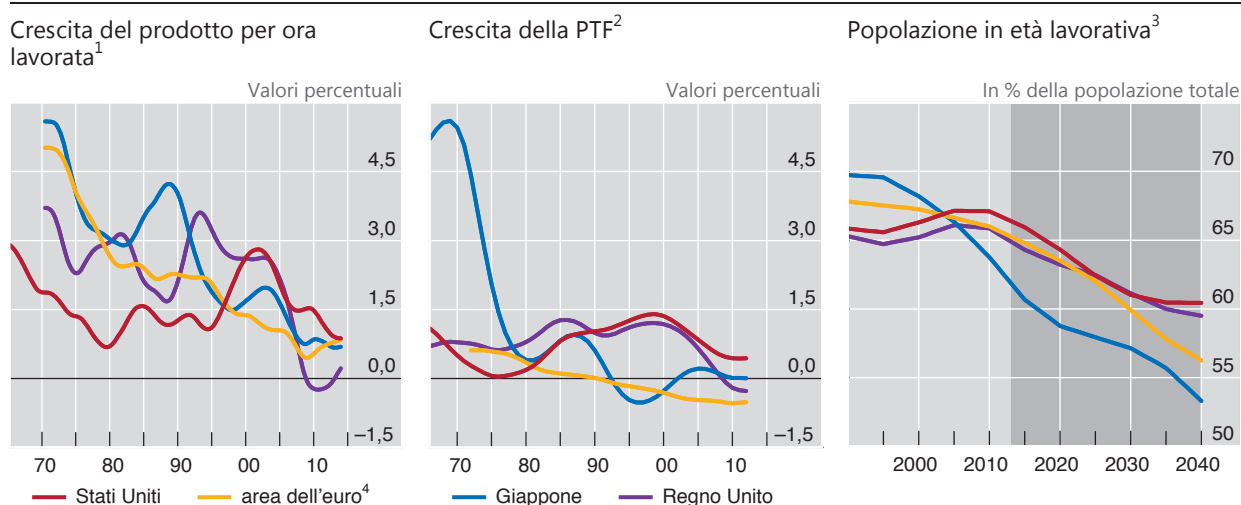
### L'indebolimento tendenziale della crescita della produttività

Dal 2010 la crescita della produttività del lavoro risulta inferiore alle medie pre-crisi in gran parte delle economie avanzate ed è finora aumentata molto più lentamente che nelle precedenti fasi cicliche di ripresa. Essa si è ad esempio mantenuta in media attorno all'1% negli Stati Uniti e in Germania (contro il 2,3% e l'1,8%, rispettivamente, nel decennio pre-crisi) e prossima allo zero nel Regno Unito (rispetto a una media pre-crisi del 2½%). Fa eccezione la Spagna, dove la crescita della produttività è salita al di sopra delle medie pre-crisi a seguito dell'ampio calo dell'occupazione.

Parte della debolezza nella crescita della produttività dagli inizi della ripresa riflette (come segnalato in precedenza) la lentezza della ripresa che è tipica di una recessione patrimoniale. Tuttavia, essa rispecchia anche in qualche misura la prosecuzione del trend calante iniziato ben prima dello scoppio della crisi finanziaria (grafico III.10, diagramma di sinistra). Tale trend è altresì evidente nelle stime della produttività totale dei fattori (PTF), che misura l'efficienza di utilizzo di capitale e lavoro nella produzione (grafico III.10, diagramma centrale). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, entrambe le misure indicano che la crescita della produttività si è ravvivata tra la metà degli anni ottanta e i primi anni duemila, ma successivamente è tornata a indebolirsi. La crescita della PTF nell'area dell'euro è invece andata costantemente calando dagli inizi degli anni settanta e si trova attualmente in territorio negativo. La crescita della PTF risulta inferiore a quella degli Stati Uniti anche in Giappone, dove ha prima registrato una brusca caduta e poi è diventata negativa durante la forte contrazione del settore finanziario agli inizi degli anni novanta, per poi mettere a segno una lieve ripresa solo nei primi anni duemila.

Il rallentamento della produttività, che potrebbe essere stato in parte oscurato dal boom finanziario pre-crisi, riflette probabilmente fattori più profondi. Il primo è il ritmo di innovazione tecnologica, che risulta tuttavia difficile da prevedere. Un'interpretazione pessimistica ritiene che la rivoluzione informatica abbia determinato un recupero solo temporaneo e una tantum della produttività, che si è esaurito prima dell'inizio della crisi<sup>5</sup>. Il secondo è il profilo della domanda: lo spostamento a favore dei settori a bassa crescita della produttività quali i servizi (ad esempio sanità, istruzione e tempo libero) tende a ridurre il ritmo di incremento

<sup>5</sup> Per un'interpretazione pessimistica, cfr. ad esempio R. Gordon, "U.S. productivity growth: the slowdown has returned after a temporary revival", *International Productivity Monitor*, 2013. Per un'interpretazione ottimistica, cfr. M. Baily, J. Manyika e S. Gupta, "U.S. productivity growth: an optimistic perspective", *International Productivity Monitor*, 2013.



<sup>1</sup> Differenza sul trimestre precedente, annualizzata, della serie del filtro di Hodrick-Prescott dei livelli logaritmici del PIL reale per ora lavorata stimati dal 1° trimestre 1970 (Stati Uniti: 1° trimestre 1960) fino alle previsioni per il 4° trimestre 2015 incluse. <sup>2</sup> Differenza annuale delle serie del filtro di Hodrick-Prescott dei logaritmi della produttività totale dei fattori (PTF) stimata dal 1950 (area dell'euro: 1970) al 2011. <sup>3</sup> L'area ombreggiata corrisponde alle proiezioni. <sup>4</sup> Media ponderata in base al PIL e alle PPA (diagramma di destra: somma) di Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Nazioni unite, *World Population Prospects: The 2012 Revision*; Penn World Table 8.0; elaborazioni BRI.

della produttività aggregata<sup>6</sup>. Il terzo è l'aggravarsi di vari impedimenti strutturali a un'allocazione efficiente delle risorse, che potrebbe impedire l'adozione e l'utilizzo efficiente delle tecnologie più avanzate. Anche i livelli elevati del debito pubblico possono esercitare effetti negativi (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro III.B).

L'allocazione distorta delle risorse si è verosimilmente accentuata a seguito della crisi finanziaria. Le evidenze esistenti suggeriscono la possibilità che, nei paesi colpiti dalla crisi, i tassi di interesse bassi e le politiche di tolleranza (*forbearance*) stiano bloccando le risorse presso imprese inefficienti. Ad esempio, i dati a livello di singole imprese mostrano che nel Regno Unito un terzo circa del rallentamento della produttività dal 2007 è dovuto a una più lenta riallocazione delle risorse tra imprese, in termini sia di trasferimenti di manodopera da un'impresa all'altra sia di ingresso e uscita di imprese dal mercato<sup>7</sup>. I paesi dove il risanamento dei bilanci non è stato abbastanza spedito presentano aspetti in comune con il Giappone dopo il tracollo finanziario dei primi anni novanta (riquadro III.B).

In assenza di un'accelerazione della produttività, le prospettive per la crescita del prodotto sono piuttosto fosche. In particolare, l'invecchiamento demografico in molte economie avanzate, ma anche altrove, agirà da freno sulla crescita. La quota di popolazione in età lavorativa è andata calando nell'area dell'euro e in modo ancora più rapido in Giappone. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha raggiunto un

<sup>6</sup> Cfr. ad esempio C. Echevarría, "Changes in sectoral composition associated with economic growth", *International Economic Review*, vol. 38, 1997; M. Duarte e D. Restuccia, "The role of structural transformation in aggregate productivity", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, 2010.

<sup>7</sup> Cfr. A. Barnett, A. Chiu, J. Franklin e M. Sebastia-Barriel, "The productivity puzzle: a firm-level investigation into employment behaviour and resource allocation over the crisis", *Bank of England Working Papers*, n. 495, aprile 2014.

punto di massimo subito prima dell'inizio della crisi finanziaria (grafico III.10, diagramma di destra).

Tutto ciò rende ancora più importante migliorare la crescita della produttività. Occorre eliminare le barriere strutturali all'innovazione e agli investimenti e accrescere la flessibilità delle economie nell'allocazione del capitale e del lavoro, specie nell'area dell'euro, in Giappone e nelle altre economie dove la crescita della produttività è significativamente inferiore che negli Stati Uniti. Al riguardo si pensi alle distorsioni del sistema fiscale, alla burocrazia e all'eccessiva regolamentazione del mercato dei prodotti e del lavoro<sup>8</sup>. È inoltre fondamentale un ulteriore risanamento dei conti pubblici per evitare che livelli elevati di debito pubblico si trasformino in un ostacolo duraturo alla crescita tendenziale. In questo ambito, nonostante alcuni progressi, la maggior parte delle economie avanzate non ha ancora portato le finanze pubbliche su una traiettoria sostenibile nel lungo periodo (grafico III.4 e tabella III.3 allegata)<sup>9</sup>.

Diverse EME hanno fino a epoca recente registrato tassi di crescita della produttività stabili o persino in aumento. Tale situazione potrebbe tuttavia essersi invertita in alcuni paesi. È possibile che i recenti boom finanziari in parte nascondano il fatto che i guadagni di efficienza sono forse divenuti più difficili da ottenere. Quando un'economia raggiunge livelli di reddito medi, le dimensioni del settore manifatturiero raggiungono il loro massimo e la domanda di servizi diviene più importante. Ciò rende più arduo colmare il divario di produttività con le economie più avanzate: alla minore crescita della produttività nel settore dei servizi si aggiunge il fatto che le debolezze istituzionali e strutturali pesano di norma più sul settore dei servizi che su quello manifatturiero. Si prevede inoltre che anche gli andamenti demografici gravino in misura sempre maggiore sulla crescita di diverse EME.

Sulla base di queste considerazioni, una crescita sostenibile nel lungo periodo richiede misure strutturali che affrontino direttamente le cause della bassa produttività, piuttosto che politiche volte a stimolare la domanda aggregata. Anche un allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta potrebbe ripercuotersi positivamente sulla domanda corrente, poiché gli operatori potrebbero aumentare la spesa in previsione di maggiori entrate future. Le azioni di stimolo finanziate dal debito potrebbero invece rivelarsi meno efficaci del previsto e sollevare questioni di sostenibilità a lungo termine (Capitolo V).

<sup>8</sup> Cfr. ad esempio OCSE, *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, aprile 2014.

<sup>9</sup> La correzione dei conti pubblici necessaria è particolarmente ampia in Giappone, Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Spagna. L'aggiustamento richiesto negli Stati Uniti e nel Regno Unito è dovuto soprattutto alla spesa connessa all'invecchiamento demografico che, in assenza di riforme, è destinata ad aumentare rapidamente entro la fine del decennio in corso. Per un'analisi più dettagliata, cfr. BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo IV.

Crescita del prodotto, inflazione e saldi del conto corrente<sup>1</sup>

Tabella III.1

	PIL in termini reali				Prezzi al consumo <sup>2</sup>				Saldo del conto corrente <sup>3</sup>		
	Variazioni percentuali annue				Variazioni percentuali annue				Percentuale del PIL		
	2012	2013	2014	1996-2006	2012	2013	2014	1996-2006	2012	2013	2014
<b>Mondo</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,3</b>			
<b>Economie avanzate</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Stati Uniti	2,8	1,9	2,5	3,4	2,1	1,5	1,8	2,6	-2,7	-2,3	-2,0
Area dell'euro <sup>4</sup>	-0,6	-0,4	1,1	2,4	2,5	1,4	0,8	1,9	1,3	2,4	2,2
<i>Francia</i>	0,4	0,4	0,8	2,3	2,0	0,9	1,0	1,6	-2,2	-1,3	-1,4
<i>Germania</i>	0,9	0,5	1,9	1,5	2,0	1,5	1,3	1,4	7,4	7,5	7,2
<i>Italia</i>	-2,4	-1,8	0,6	1,5	3,0	1,2	0,8	2,4	-0,4	1,0	1,3
<i>Spagna</i>	-1,6	-1,2	1,0	3,7	2,4	1,4	0,3	3,0	-1,1	0,8	1,3
Giappone	1,5	1,5	1,3	1,1	0,0	0,4	2,6	0,0	1,0	0,7	0,4
Regno Unito	0,3	1,7	2,9	3,3	2,8	2,6	1,9	1,6	-3,7	-4,4	-3,6
Altri paesi dell'Europa occidentale <sup>5</sup>	1,3	1,3	2,1	2,6	0,7	0,6	0,7	1,4	9,3	9,6	9,1
Canada	1,7	2,0	2,3	3,2	1,5	0,9	1,7	2,0	-3,4	-3,2	-2,8
Australia	3,6	2,4	2,9	3,6	1,8	2,4	2,7	2,6	-4,1	-2,9	-2,6
<b>EME</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Asia	5,8	5,8	5,8	7,0	3,7	3,4	3,4	2,9	1,9	2,2	2,1
<i>Cina</i>	7,8	7,7	7,3	9,2	2,7	2,6	2,5	1,4	2,3	2,1	2,1
<i>India</i> <sup>6</sup>	4,5	4,7	5,4	6,7	7,4	6,0	5,5	4,8	-4,7	-2,0	-2,4
<i>Corea</i>	2,3	3,0	3,6	5,1	2,2	1,3	1,9	3,2	4,3	6,5	5,1
<i>Altri paesi dell'Asia</i> <sup>7</sup>	4,6	4,1	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,8	3,8	3,6	4,0
America latina <sup>8</sup>	2,9	2,5	2,1	3,1	5,9	8,1	10,9	7,2	-1,7	-2,5	-2,5
<i>Brasile</i>	1,0	2,5	1,7	2,6	5,8	5,9	6,3	7,7	-2,4	-3,6	-3,5
<i>Messico</i>	3,7	1,3	2,9	3,5	3,6	4,0	3,9	4,4	-1,2	-1,8	-1,9
Europa centrale <sup>9</sup>	0,7	0,8	2,8	4,0	4,0	1,3	0,9	3,0	-2,5	-0,6	-1,1
<i>Polonia</i>	2,1	1,5	3,1	4,5	3,7	1,2	1,1	2,5	-3,5	-1,3	-2,0
Russia	3,5	1,3	0,3	4,3	6,5	6,5	6,4	12,9	3,6	1,5	1,7
Turchia	2,2	4,0	2,4	4,7	8,9	7,5	8,3	24,8	-6,2	-7,9	-6,2
Arabia Saudita	5,8	3,8	4,2	3,6	2,9	3,5	3,4	0,5	22,4	18,0	14,1
Sudafrica	2,5	1,9	2,5	3,5	5,7	5,8	6,2	4,2	-5,2	-5,8	-5,2

<sup>1</sup> In base alle previsioni prevalenti del maggio 2014. Per gli aggregati, media ponderata basata sul PIL e le PPA del 2005. Le EME comprendono le altre economie del Medio Oriente (non riportate). I valori per il 1996-2006 si riferiscono alla media annua della crescita e dell'inflazione (per le EME, inflazione calcolata sul periodo 2001-06). <sup>2</sup> Per l'India, prezzi all'ingrosso. <sup>3</sup> Per gli aggregati, somma dei paesi e delle regioni elencati in tabella o nelle note; il saldo del conto corrente per l'aggregato "Mondo" non è pari a zero a causa di una copertura incompleta dei paesi e di discrepanze statistiche. <sup>4</sup> Conto corrente basato sull'aggregazione delle transazioni esterne all'area dell'euro. <sup>5</sup> Danimarca, Norvegia, Svezia e Svizzera. <sup>6</sup> Esercizi finanziari (con inizio in aprile). <sup>7</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. <sup>8</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. Per l'Argentina, i dati sui prezzi al consumo si basano su stime ufficiali (discontinuità metodologica nel dicembre 2013). <sup>9</sup> Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

## Ripresa di prodotto, occupazione e produttività dalla recente crisi

Valori percentuali

Tabella III.2

	1° trimestre 2014 <sup>1</sup> rispetto a picco pre-crisi (minimo per il tasso di disoccupazione)				1° trimestre 2014 <sup>1</sup> rispetto a trend pre-crisi		Calo dal massimo al minimo <sup>2</sup>		Per memoria: crescita media annua del prodotto	
	PIL reale	Occupazione	Prodotto per occupato	Tasso disoccupazione (p.p.)	PIL reale	Prodotto per occupato	PIL reale	Occupazione	Pre-crisi <sup>3</sup>	Post-crisi <sup>4</sup>
Stati Uniti	5,9	-0,8	6,6	2,8	-12,6	-6,8	-4,4	-5,9	3,4	2,2
Giappone	1,2	-3,7	2,6	0,4	-2,3	-3,0	-9,7	-4,6	1,1	1,8
Regno Unito	-0,6	2,5	-3,8	2,3	-18,6	-15,3	-7,5	-2,5	3,3	1,3
Area dell'euro										
Germania	3,8	4,0	-0,6	-2,2	-2,5	-5,1	-7,0	-0,5	1,5	2,1
Francia	1,1	-1,0	2,1	3,0	-12,1	-4,3	-4,1	-1,7	2,3	1,1
Italia	-9,4	-5,2	-5,7	6,8	-17,7	-4,6	-9,4	-5,2	1,5	-0,5
Paesi Bassi	-4,5	-2,5	-2,4	5,0	-17,4	-8,4	-5,1	-2,5	2,7	0,1
Spagna	-7,1	-17,8	10,6	17,9	-29,0	12,1	-7,7	-18,3	3,7	-0,7
Austria	0,5	4,2	-4,2	1,7	-11,4	-12,0	-6,5	-1,1	2,5	1,4
Belgio	1,2	1,8	-1,0	2,1	-10,7	-7,6	-4,4	-0,7	2,2	1,0
Grecia	-28,3	-20,4	-6,9	20,6	-50,5	-18,8	-28,3	-20,4	3,6	-5,6
Irlanda	-10,1	-11,4	1,3	7,9	-47,6	-12,5	-12,2	-15,1	7,1	0,2
Portogallo	-7,5	-11,6	4,3	11,5	-20,0	-1,7	-8,8	-13,4	2,4	-0,9
Polonia	15,0	1,4	12,7	3,1	-3,9	-15,2	-1,3	-1,4	4,5	3,0
Corea	16,8	7,6	9,3	1,1	-11,0	-10,9	-3,4	-0,8	5,1	3,8

<sup>1</sup> 4° trimestre 2013 per il PIL in termini reali e il prodotto per occupato dell'Irlanda; 4° trimestre 2013 per il tasso di disoccupazione della Grecia. <sup>2</sup> Punto di minimo calcolato per il periodo dal 2008 fino agli ultimi dati disponibili. <sup>3</sup> 1996-2006. <sup>4</sup> Dal 2010 fino agli ultimi dati disponibili.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.



Posizioni di bilancio<sup>1</sup>

Tabella III.3

	Saldo complessivo <sup>2</sup>			Saldo primario al netto degli effetti del ciclo <sup>3</sup>			Debito lordo <sup>2</sup>		
	2009	2014	Variazione	2009	2014	Variazione	2007	2014	Variazione
<b>Economie avanzate</b>									
Austria	-4,1	-2,8	1,3	-1,4	1,7	3,2	63	90	26,6
Belgio	-5,6	-2,1	3,5	-0,9	1,4	2,3	88	107	19,0
Canada	-4,5	-2,1	2,4	-2,6	-1,6	1,0	70	94	23,8
Francia	-7,5	-3,8	3,7	-4,6	0,1	4,7	73	115	42,1
Germania	-3,1	-0,2	2,9	0,9	0,8	-0,1	66	84	18,3
Giappone	-8,8	-8,4	0,5	-7,0	-7,1	-0,1	162	230	67,2
Grecia	-15,6	-2,5	13,2	-10,2	7,5	17,7	119	189	69,4
Irlanda	-13,7	-4,7	9,0	-7,7	1,8	9,5	29	133	104,0
Italia	-5,4	-2,7	2,7	0,4	4,7	4,3	117	147	30,6
Paesi Bassi	-5,6	-2,7	2,9	-3,6	1,2	4,8	51	88	36,1
Portogallo	-10,2	-4,0	6,2	-4,9	3,5	8,4	76	141	65,7
Regno Unito	-11,2	-5,3	5,9	-7,5	-2,6	4,9	47	102	54,7
Spagna	-11,1	-5,5	5,6	-9,4	-0,7	8,6	43	108	66,0
Stati Uniti	-12,8	-5,8	7,0	-7,5	-2,4	5,1	64	106	42,4
Svezia	-1,0	-1,5	-0,6	1,8	-0,6	-2,4	48	49	0,4
<b>EME</b>									
Brasile	-3,3	-3,3	-0,1	2,7	2,0	-0,7	65	67	1,5
Cina	-3,1	-2,0	1,1	-2,2	-0,5	1,7	20	20	0,6
Corea	-1,0	0,1	1,1	-0,7	0,7	1,4	27	38	11,0
India	-9,8	-7,2	2,5	-5,0	-2,4	2,6	74	65	-8,7
Indonesia	-1,8	-2,5	-0,8	0,0	-1,2	-1,2	35	26	-9,0
Malaysia	-6,7	-3,5	3,3	-4,3	-1,7	2,7	41	56	15,1
Messico	-5,1	-4,1	1,0	-1,9	-1,4	0,5	38	48	10,6
Sudafrica	-4,9	-4,4	0,5	-0,9	-0,8	0,0	28	47	19,0
Thailandia	-3,2	-1,6	1,6	-1,4	0,2	1,6	38	47	8,2

<sup>1</sup> Delle amministrazioni pubbliche. <sup>2</sup> In percentuale del PIL. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. <sup>3</sup> In percentuale del PIL potenziale; al netto dei pagamenti netti per interessi. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. Le stime dell'OCSE sono corrette per gli effetti del ciclo e delle misure una tantum, quelle dell'FMI sono corrette per gli effetti del ciclo.

Fonti: FMI; OCSE.