



## OECD Economic Outlook: No. 82 - December 2007

*Summary in Italian*

### Prospettive economiche dell'OCSE n° 82 – Dicembre 2007

*Sintesi in italiano*

#### GESTIRE I RISCHI

Le economie dell'OCSE hanno di recente subito degli sconvolgimenti: turbolenze dei mercati finanziari, crollo dei mercati immobiliari e aumento dei prezzi dell'energia e di altre materie prime. Fortunatamente, tali sconvolgimenti si sono manifestati in un momento in cui la crescita era sostenuta da un alto tasso di occupazione che stimolano il reddito e i consumi; da utili elevati e solidi bilanci di esercizi che permettono di mantenere gli investimenti e la resilienza di fronte alle perdite finanziarie e al restringimento del credito; e da scambi internazionali ancora dinamici, sostenuti dalla crescita robusta delle economie emergenti. Di conseguenza, sebbene la crescita a breve termine sia stata rivista al ribasso quasi ovunque nell'area OCSE, lo scenario di riferimento descritto nelle presenti *Prospettive economiche* non è poi così sfavorevole, se si considerano i recenti sconvolgimenti. Esso costituisce l'esito più probabile nell'attuale e più incerta congiuntura, e implica:

- Una correzione rapida del settore immobiliare negli Stati Uniti, che pur comportando una diminuzione della crescita a breve termine, non innescherà una recessione e provocherà un leggero ma non grave aumento della disoccupazione. Nei prossimi due anni, l'inflazione tornerà a livelli normali e verrà mantenuta la riduzione del deficit esterno, in entrambi i casi nonostante l'impennata dei prezzi del petrolio e delle materie prime.

- Il disaccoppiamento parziale dell'attività dell'area euro da quella degli Stati Uniti, con un rallentamento ridotto a breve termine del tasso tendenziale di crescita in un momento in cui le restrizioni di capacità, cominciano a farsi sentire. Quando gli ostacoli immediati saranno superati, l'economia potrà nuovamente crescere al ritmo potenziale, ed è possibile che l'inflazione sottostante ritorni ai livelli auspicati.
- L'espansione continua, seppure meno sostenuta, in Giappone, guidata dal settore esterno, potrebbe portare l'economia fuori dalla deflazione, annunciando in questo modo una crescita più equilibrata.

Il problema è che la densità di probabilità associata a questo scenario indica che la bilancia dei rischi pende verso il basso. Tra i rischi principali: una contrazione dei mercati immobiliari più pronunciata o generalizzata del previsto; nuove turbolenze dei mercati finanziari e nuove pressioni al rialzo dei prezzi della materie prime, già molto elevati.

In un simile contesto, la politica economica deve essere pronta ad ogni tipo di evenienza. Decisioni politiche adeguate possono contribuire a far fronte a ogni tipo di rischio in diversi settori.

Prospettive d'inflazione ben ancorate hanno permesso a diverse banche centrali di rispondere con flessibilità alle turbolenze del mercato finanziario, in particolare iniettando liquidità nei mercati interbancari e adottando tassi di interessi più bassi di quelli previsti dai mercati. Previsioni di bassa inflazione permetteranno interventi di riequilibrio di fronte all'aumento dei prezzi del petrolio e delle materie prime e di adottare, ove necessario, politiche monetarie atte a rispondere alla crisi dei mercati finanziari.

Tuttavia, il continuo ancoraggio delle prospettive di inflazione non deve essere dato per scontato. Il margine di risorse inutilizzate nella maggior parte dei paesi dell'OCSE è diminuito ed è oggi molto ridotto o inesistente – benché sia difficile valutarne precisamente la portata. Inoltre, le economie dell'OCSE sono colpite da improvvisi aumenti dei costi: i prezzi delle materie prime hanno subito un rapido incremento e, in parte per questo motivo, gli effetti disinflazionistici delle importazioni di prodotti manifatturati dalla Cina si stanno attenuando. Se si verificherà una deriva verso l'alto delle prospettive di inflazione, ci si dovrà rassegnare a un rallentamento dell'attività a breve termine per conservare questa indispensabile risorsa operativa.

Sul fronte fiscale, i risultati delle finanze pubbliche sono migliori rispetto alle previsioni degli ultimi tempi, grazie soprattutto al dinamismo delle entrate. Parte di questa prosperità sarà probabilmente solo temporanea, poiché rispecchia, tra l'altro, l'alto livello di utili nelle attività commerciali legate al settore finanziario e immobiliare (vedi capitolo sul risparmio e gli investimenti nelle aziende). Inoltre, l'attuale dinamismo delle entrate potrebbe essere di natura più ciclica di quanto si pensi: l'esperienza mostra che la crescita tendenziale è generalmente

sopravvalutata in presenza di picchi ciclici e che, di conseguenza, la componente congiunturale delle entrate fiscali viene sottovalutata.

Tali sopravvenienze hanno generato un affievolimento dello slancio in favore di un consolidamento fiscale.

Le proiezioni dell'OCSE, fondate sulle politiche già adottate o chiaramente annunciate, non evidenziano progressi nella riduzione del deficit fiscale sottostante dell'intera area OCSE. Una constatazione spiacevole, soprattutto in vista delle pressioni che peseranno sulle spese future. C'è inoltre da temere che i paesi che non possono permetterselo prendano delle decisioni che conducano ad aumentare, in modo permanente, le spese e a ridurre le tasse in base alle entrate temporaneamente alte. Tali decisioni potrebbero causare un indebolimento della posizione di bilancio sottostante. Se i rischi di un rallentamento della crescita si materializzassero, tali debolezze verrebbero alla luce e potrebbero ostacolare la piena azione degli stabilizzatori fiscali automatici in un momento in cui essi sono necessari. La politica fiscale deve quindi seguire il retto cammino nonostante il dinamismo delle entrate.

Il modello finanziario basato sull'originazione, la cartolarizzazione e la distribuzione ha permesso l'accesso al credito a soggetti che altrimenti ne sarebbe rimasti esclusi e di trasferire i rischi a coloro che sono disposti ad assumerli. Il modello presenta tuttavia alcune lacune che il crollo del mercato dei mutui sub-prime negli Stati Uniti ha portato alla luce. Una di queste lacune consiste nell'assenza di informazioni sui segmenti del sistema in cui sono concentrati i rischi. Inoltre, la rivalutazione degli attivi e l'identificazione delle perdite, indispensabili in seguito alla nuova valutazione del rischio, stanno andando a rilento. Le incertezze sui detentori del rischio insieme alla lenta identificazione delle perdite hanno causato un prosciugamento della liquidità in alcuni mercati.

Fino a quando le operazioni di rivalutazione e di rivelazione delle perdite continueranno, è probabile che i mercati finanziari rimangano una fonte di incertezze e di vulnerabilità alle crisi. Sarebbe quindi utile adottare misure capaci di accelerare le operazioni necessarie di rivalutazione e identificazione delle perdite. Inoltre, gli organismi di regolamentazione e di sorveglianza dovranno trovare un equilibrio tra il desiderio di ristabilire la fiducia nei bilanci delle istituzioni finanziarie e il rischio di provocare una grave contrazione dell'offerta di credito. A tempo debito, bisognerà trarre le giuste lezioni per determinare se e in che modo il quadro regolamentare sottostante al modello debba essere modificato per evitare in futuro il suo cattivo funzionamento.

I paesi sono stati, e saranno, colpiti in modo diverso dalle turbolenze del mercato finanziario e dalle debolezze legate al settore immobiliare. In tali circostanze, una delle reazioni ovvie delle economie di mercato è la rivalutazione delle monete. Finché tali orientamenti non diventano una fonte di instabilità, essi tendono a facilitare le necessarie azioni correttive dirigendo la domanda verso le economie in cui è diminuita. Il recente deprezzamento del dollaro ne è un valido esempio. Le previsioni si basano sul presupposto che i tassi di cambio resteranno fissi. Tuttavia, se si

manifestassero rischi ribassisti a diversi livelli nei diversi paesi, si potrebbe procedere ad una rivalutazione dei tassi di cambio. Tale rivalutazione potrebbe far sorgere timori per l'attività nei paesi esposti ad un apprezzamento, e timori per l'inflazione nei paesi che subiscono un deprezzamento. Tuttavia, tali pressioni non giustificano le politiche interventiste poiché possono essere largamente compensate dalla politica monetaria. Nel contesto attuale, un aspetto sorprendente dei tassi di cambio è l'apprezzamento fin ad oggi limitato del renminbi. Visti i segni di surriscaldamento e la forte inflazione interna, un apprezzamento più rapido sarebbe vantaggioso per la stessa Cina. Permetterebbe di ricorrere meno agli interventi diretti e agli strumenti regolatori per contenere l'inflazione, con effetti benefici per l'economia. Allo stesso tempo, contribuirebbe a spostare la domanda verso altri paesi in cui i rischi di deterioramento sono più elevati.

Rivalutazioni tempestive e regolate dei tassi di cambio possono inoltre contribuire ad attenuare le pressioni protezioniste nei paesi dell'OCSE, che ostacolano non soltanto il commercio ma anche gli investimenti. Considerata la portata degli squilibri delle partite correnti, diversi paesi – in particolare i produttori di petrolio – ricicleranno i loro elevati introiti provenienti dalle esportazioni e cercheranno di accrescere i profitti dei fondi riciclati investendo tramite fondi sovrani di ricchezza o veicoli dello stesso tipo. Voci di protezionismo, sia nel settore commerciale che in quello degli investimenti, incidono negativamente sulla fiducia delle imprese, soprattutto in un periodo in cui esiste un rischio significativo di un'inversione di tendenza. La migliore risposta sarebbe quella di compiere progressi a livello multilaterale – nei negoziati di Doha per gli scambi commerciali e in diversi forum, in particolare l'OCSE, per gli investimenti.

**L'intera pubblicazione può essere consultata su [www.oecd.org/bookshop?9789264041622](http://www.oecd.org/bookshop?9789264041622)**

© OECD 2007

**Questa sintesi non è una traduzione ufficiale dell'OCSE.**

La riproduzione della presente sintesi è autorizzata sotto riserva della menzione del Copyright OCSE e del titolo della pubblicazione originale.

**Le sintesi sono traduzioni di stralci di pubblicazioni dell'OCSE i cui titoli originali sono in francese o in inglese.**

**Sono disponibili gratuitamente presso la libreria online dell'OCSE sul sito [www.oecd.org/bookshop/](http://www.oecd.org/bookshop/)**

Per maggiori informazioni contattare l'Unità dei Diritti e Traduzioni, Direzione Affari Pubblici e Comunicazione

[rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org)

Fax: +33 (0)1 45 24 99 30

OECD Rights and Translation unit (PAC)

2 rue André-Pascal  
75116 Paris, France

Website [www.oecd.org/rights/](http://www.oecd.org/rights/)

