



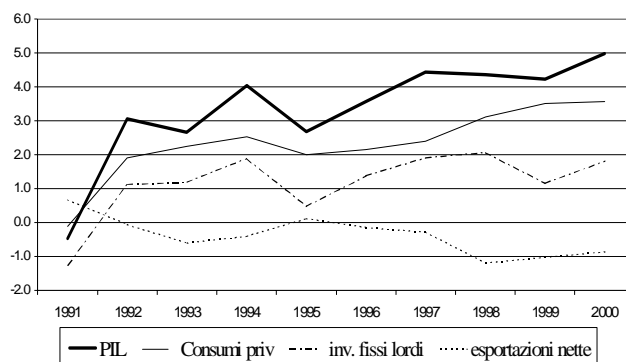
LA FRENATA USA VINCOLA LA CRESCITA EUROPEA

- Ancora incertezza sull'entità del rallentamento USA: si è già toccato il minimo?
- L'area euro appare ancora al traino degli Stati Uniti; la domanda interna non compensa pienamente il minore apporto delle esportazioni nette.
- Dollaro, petrolio, "mucca pazza": temporanei incidenti di percorso per l'inflazione nell'area euro.
- Nonostante il diverso momento ciclico delle economie reali, i mercati finanziari in Europa restano agganciati a quelli americani.
- FOCUS: I nodi della crisi giapponese.

La frenata negli Stati Uniti....

Per nove anni l'economia americana ha conosciuto una straordinaria espansione (tra il 1991 e il 2000 il PIL è aumentato al tasso medio annuo del 3,8% e del 4,5% tra il 1996 e il 2000) che, grazie al contributo della cosiddetta *new economy*, sembrava quasi inarrestabile. Nel quarto trimestre dello scorso anno, a seguito della stretta monetaria operata dalla Federal Reserve da metà 1999, le attività produttive hanno accusato un brusco rallentamento che, sulla base delle prime indicazioni, si sarebbe tradotto in una virtuale stagnazione nei primi mesi del 2001. I dati del PIL del periodo ottobre-dicembre (1% l'aumento in ragione d'anno) hanno rilevato, infatti, una crescita dimezzata rispetto al trimestre precedente e addirittura pari a un quinto di quella osservata nel periodo aprile-giugno, trainata dai consumi privati, aumentati comunque a ritmi molto

Stati Uniti: Pil e contributi alla crescita del PIL
(variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: Datastream

più contenuti rispetto ai precedenti trimestri, e dalle maggiori spese del settore pubblico, sia di beni consumo che di investimento.

...è guidata dalla contrazione degli investimenti

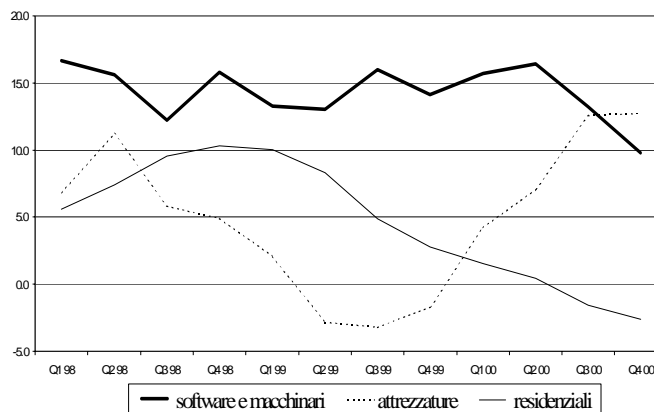
Le maggiori preoccupazioni nascono dalla consistente contrazione della componente degli investimenti privati, e in particolare proprio di quelli relativi ad attrezzature e *software*, che hanno risentito del forte calo dei profitti aziendali. Un contributo negativo è stato inoltre fornito dalla domanda estera netta: a fronte di una lieve flessione delle importazioni, le esportazioni hanno pesantemente accusato le conseguenze della perdita di competitività legata alla persistente forza del dollaro tanto da fornire un apporto negativo alla crescita del PIL, per la prima volta dal secondo trimestre 1999, pari a 0,7 punti percentuali.

E' stato toccato il fondo? Segnali contraddittori dagli indicatori

Il rallentamento, largamente atteso, come segnalato tra l'altro dall'indice dei responsabili degli acquisti delle aziende (NAPM), che per il settore manifatturiero già a partire dallo scorso agosto si è posto al di sotto della soglia di equilibrio del 50%, sembra andare al di là delle aspettative, anche se il lieve recupero osservato in febbraio potrebbe, se confermato, indicare che il minimo sia stato toccato. A giustificare tale nota di ottimismo concorrerebbe la contraddittorietà degli indicatori più recenti, tipica di ogni fase di transizione, e, soprattutto, la constatazione che la domanda interna ha tenuto, nonostante l'erosione di ricchezza indotta dalla flessione del mercato azionario.

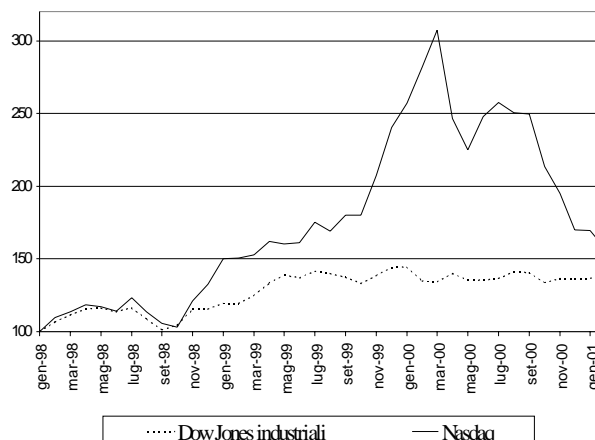
D'altro canto, a spingere verso una maggiore cautela, proprio per le ricadute sulla do-

Stati Uniti: Investimenti
(variazione percentuale annua)



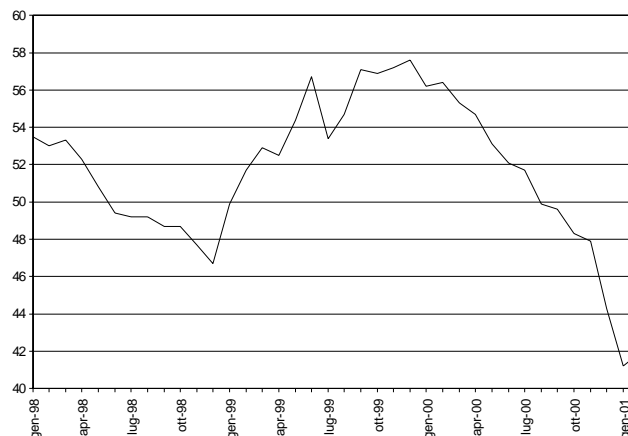
Fonte: Datastream

Stati Uniti: indici di borsa
(gennaio 1998=100)



Fonte: Datastream

Stati Uniti: indice NAPM



Fonte: National Association of Purchasing Management

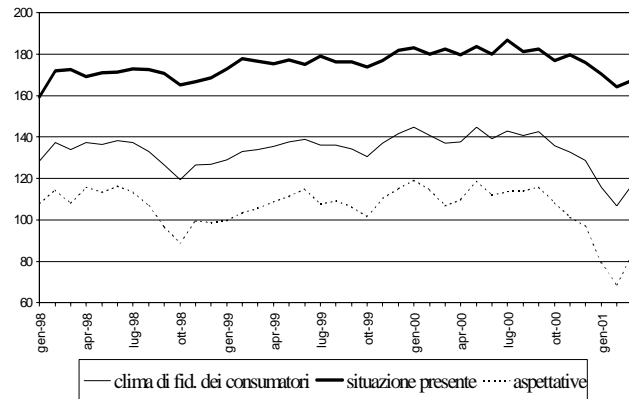
manda di consumo, sarebbe il consistente deterioramento registrato negli ultimi mesi dall'indice che misura il clima di fiducia dei consumatori calcolato dal *Conference Board*, parzialmente attenuato dal dato di marzo. La discesa dell'indice riflette anche una peggiore situazione occupazionale. Il tasso di disoccupazione, dopo aver toccato nel settembre-ottobre dello scorso anno un minimo storico (3,9%, non più segnato dopo la fase espansiva degli anni sessanta), si è riportato, nei primi due mesi del corrente anno, al 4,2%, ossia sui livelli registrati nell'estate del 1999.

Gli effetti del rallentamento USA sull'area euro....

L'intensità e la durata del rallentamento statunitense potrebbero avere implicazioni importanti sull'andamento congiunturale in Europa e in particolare nell'area euro.

I principali timori sono legati agli effetti riduttivi diretti sulla crescita del PIL euro prodotti da un minore incremento delle importazioni statunitensi. Tenendo conto dei soli legami commerciali, una riduzione di 10 punti percentuali dell'incremento delle importazioni americane potrebbe comportare, a parità di altre condizioni e dato il peso in termini di PIL delle esportazioni dell'area euro verso gli Stati Uniti, una minor crescita della zona euro di circa un quarto di punto percentuale. L'impatto potrebbe evidentemente risultare più o meno accentuato nei singoli paesi a seconda della maggiore o minore esposizione verso gli Stati Uniti. Se poi, come è più logico ipotizzare, il rallentamento statunitense non rimanesse circoscritto, ma dovesse indurre una decelerazione, sia pure di entità più contenuta della domanda di importazioni anche in altri paesi, le conseguenze sarebbero evidentemente più pe-

Stati Uniti: clima di fiducia dei consumatori
(indici 1985=100)



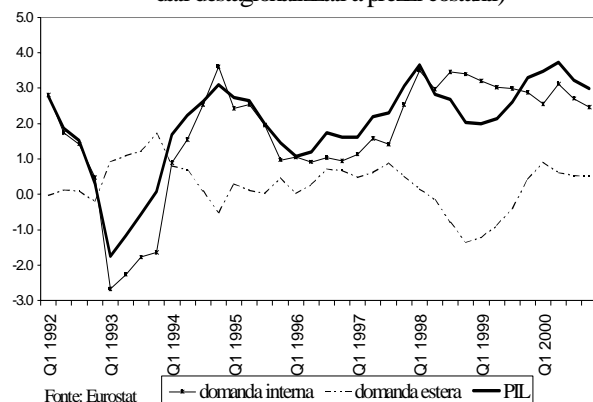
Fonte: Conference Board, Datstream

ESPORTAZIONI DELL'UNIONE EUROPEA
(in rapporto al PIL, valori correnti)

	verso intra-UE	extra-Ue	Stati Uniti
1992	13,8	6,9	1,3
1993	13,3	7,8	1,5
1994	14,3	8,3	1,6
1995	15,5	8,7	1,6
1996	15,5	9,0	1,7
1997	16,0	9,9	1,9
1998	16,5	9,6	2,1
1999	16,7	9,5	2,3
2000 gen-set	17,7	10,7	2,7

Fonte: Eurostat.

Area euro: PIL e contributi alla crescita
(variazioni percentuali annue e punti percentuali,
dati destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: Eurostat

santi. In questo caso, per un minor aumento di 5 punti percentuali delle importazioni dell'intera area extra-UE, l'impatto negativo sulla crescita del PIL euro, sempre solo sulla base dei semplici legami commerciali, potrebbe risultare compreso tra 0,5 e 0,75 punti percentuali.

...richiederebbero una più vivace domanda interna

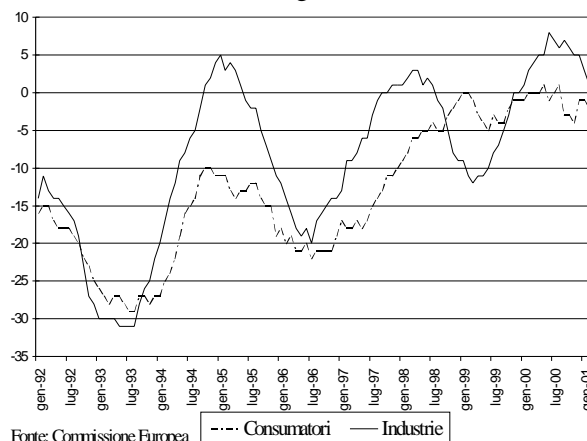
In presenza di tali effetti derivanti dal rallentamento internazionale, le possibilità di mantenimento dell'economia europea su adeguati ritmi di espansione rimangono affidati al dinamismo della domanda interna.

I risultati dell'ultimo trimestre dello scorso anno hanno evidenziato un rallentamento nell'evoluzione dei consumi privati rispetto a quanto osservato nella prima parte del 2000. Né gli indicatori più recenti sembrano favorire l'ottimismo, nonostante gli incentivi fiscali introdotti in diversi paesi.

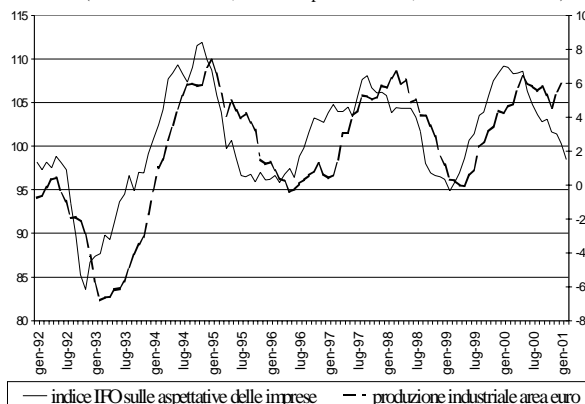
Il clima di fiducia delle famiglie, rilevato a livello aggregato, pur mantenendosi in una prospettiva storica su livelli relativamente elevati, accusa, dall'autunno scorso, cedimenti. Quello relativo alle imprese è in flessione addirittura dalla primavera dello scorso anno; una tendenza negativa che si è accentuata nel primo scorcio del 2001.

Anche dal lato della produzione, la situazione, pur se notevolmente migliore di quella statunitense, non appare del tutto favorevole. Al di là delle oscillazioni statistiche dovute al diverso numero di giorni lavorativi, le indicazioni segnalano un indebolimento dell'attività produttiva. Se poi si considerano le aspettative delle imprese manifatturiere tedesche rilevate dall'inchiesta dell'IFO, indicatore che nel passato si è dimostrato un buon anticipatore dell'attività

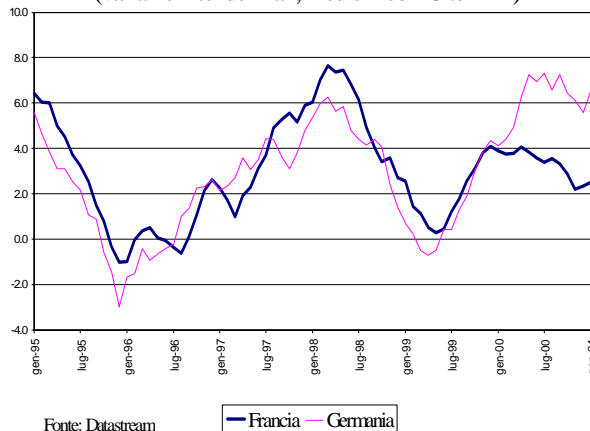
Area euro: indicatori del clima di fiducia
(saldi destagionalizzati)



Aspettative delle imprese in Germania e produzione industriale nell'area euro
(numero indice 1991=100, e variazioni percentuali annue, media mobile a 3 termini)



Produzione industriale in Francia e Germania
(variazioni tendenziali, medie mobili 3 termini)



produttiva della zona euro, la debolezza sembra destinata a protrarsi: nei primi due mesi del 2001 il clima di attesa tra le imprese si è infatti deteriorato, riportandosi vicino ai minimi toccati nell'estate del 1998. Un ulteriore segnale di rallentamento proviene dall'indice che misura il clima di fiducia tra i *manager* addetti agli acquisti delle aziende. Tale indicatore, pur apparendo ancora alla fine del 2000 nettamente superiore all'analogo statunitense, e soprattutto mantenendosi al di sopra della soglia indicativa della crescita zero, risultava in flessione pressoché ininterrotta dalla primavera scorsa.

L'insieme di tali considerazioni porta quindi a ritenere che la crescita dell'area euro, nel 2001, potrebbe risultare inferiore di circa 2-3 decimi di punto a quella stimata alla fine dello scorso anno.

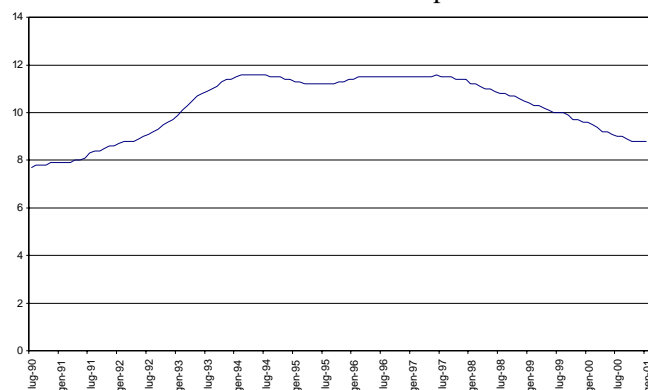
Per l'inflazione nell'area euro, qualche elemento di disturbo:....

Le previsioni relative a un graduale processo di rientro dell'inflazione, che si erano andate delineando nell'ultima parte dello scorso anno, si basavano sulle ipotesi di un apprezzamento della moneta unica rispetto al dollaro e di un ridimensionamento dei forti rialzi delle quotazioni energetiche. Tali eventi, sembrano aver subito una battuta d'arresto nel periodo più recente.

....il tasso di cambio

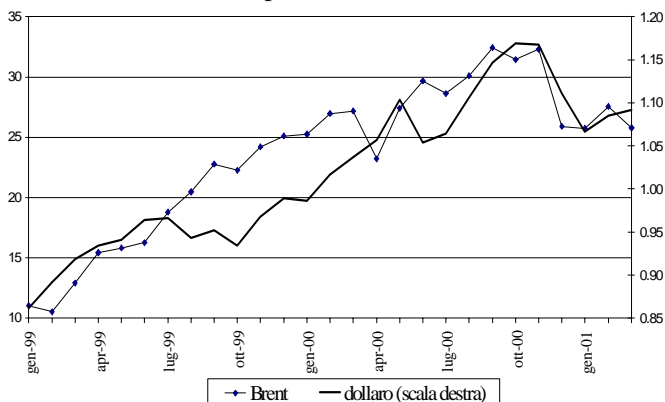
L'euro è tornato a indebolirsi, annullando, nei confronti del dollaro, i recuperi segnati nell'ultima parte dello scorso anno. Nonostante il ridimensionamento del divario ciclico fra le due sponde dell'Atlantico, e una espansione

Area euro: tasso di disoccupazione



Fonte: Eurostat

Quotazioni del dollaro e prezzo del Brent
(dollari per euro; dollari a barile)



Fonte: Opec, Datastream

QUOTE PETROLIO
(milioni di barili al giorno)

Paesi	aprile 1998	marzo 2000	dicembre 2000	febbraio 2001	aprile 2001
Algeria	0.818	0.788	0.853	0.805	0.773
Indonesia	1.310	1.280	1.385	1.307	1.255
Iran	3.483	3.623	3.917	3.698	3.552
Kuwait	2.080	1.980	2.141	2.021	1.941
Libia	1.373	1.323	1.431	1.350	1.296
Nigeria	2.133	2.033	2.198	2.075	1.993
Qatar	0.670	0.640	0.692	0.653	0.627
Arabia Saudita	8.448	8.023	8.675	8.189	7.865
Emirati Arabi	2.257	2.157	2.333	2.201	2.113
Venezuela	3.170	2.845	3.076	2.902	2.786
Totale OPEC (escluso IRAQ)	25.742	24.692	26.701	25.201	24.201

Fonte: OPEC.

che, almeno nel breve termine, appare più favorevole in Europa, il dollaro mantiene il suo ruolo di principale moneta rifugio, soprattutto in un periodo, come l'attuale di forte incertezza sui mercati finanziari. Nella terza decade di marzo si è, infatti, riportato prossimo ai livelli rilevati in settembre-ottobre.

....le quotazioni del petrolio

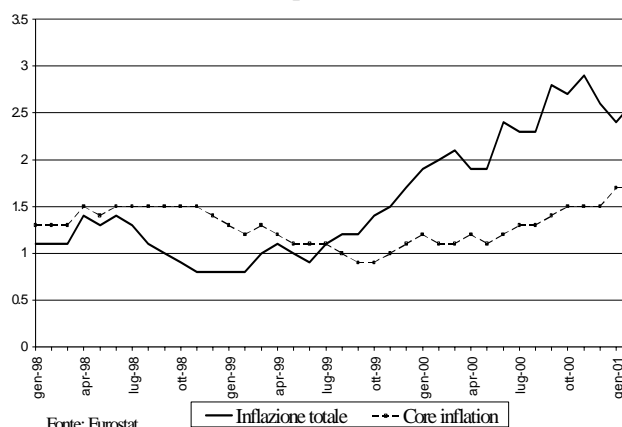
Anche le quotazioni del petrolio, dopo aver registrato in dicembre consistenti flessioni, hanno ripreso ad aumentare dalla seconda metà di gennaio, riportando i corsi del Brent, nella media di febbraio, al di sopra dei 27 dollari a barile. I ribassi rilevati in marzo (nella media del mese il Brent è sceso al di sotto dei 26 dollari a barile) e la prospettiva di una minor domanda, sia a seguito del rallentamento congiunturale statunitense sia per motivi stagionali, hanno spinto l'OPEC, ad annunciare, con decorrenza dal prossimo mese di aprile, nuove riduzioni dell'offerta. Tali tagli produttivi riportano, in effetti, le quote poco al di sotto dei livelli del marzo dello scorso anno, quando il prezzo del greggio, allora relativamente elevato aveva indotto a decisioni di segno opposto.

Riflettendo le conseguenze combinate di dollaro e petrolio, l'incremento dei prezzi al consumo a livello europeo, dopo la decelerazione manifestata dal novembre scorso, ha evidenziato in febbraio una risalita.

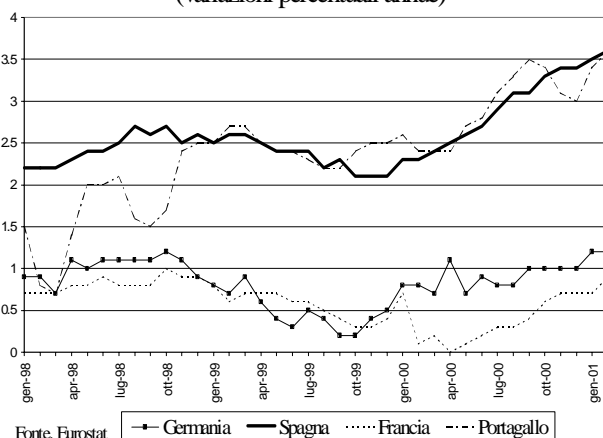
....l'effetto "mucca pazza"

Oltre ai problemi sopramenzionati, un ruolo non indifferente lo hanno avuto i rincari degli alimentari connessi al fenomeno della sindrome della BSE. Sulla base dell'indice, calcolato da Eurostat, escludendo i beni alimentari e quelli energetici, - la cosiddetta *core*

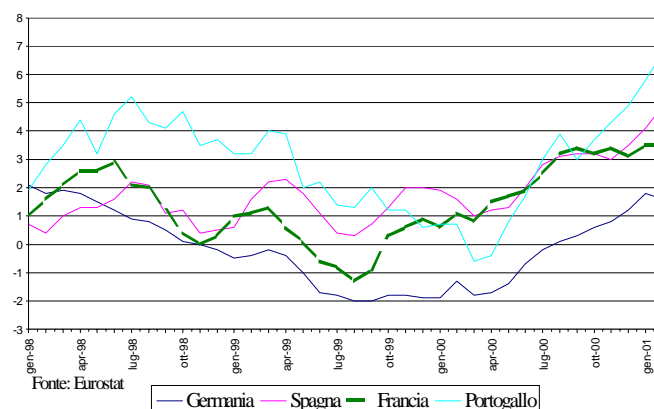
Area euro : prezzi al consumo
(variazioni percentuali annue)



Area euro: core inflation in alcuni paesi
(variazioni percentuali annue)



Prezzi al consumo degli alimentari
(variazioni percentuali annue)



inflation - il confronto tendenziale segnala, in febbraio, una situazione invariata rispetto al mese precedente.

Il carattere contingente dei due principali elementi di spinta e la considerazione che già in marzo, sulla base delle prime indicazioni, gli effetti della sindrome della BSE avrebbero teso ad attenuarsi, inducono a mantenere un relativo ottimismo quanto alla possibilità di rispettare la previsione di un calo graduale dell'inflazione. A favore del rientro delle pressioni dovrebbe peraltro, in prospettiva, giocare anche il semplice calcolo statistico, posti i forti rialzi registrati nel secondo e terzo trimestre dello scorso anno.

I mercati finanziari non credono al passaggio del testimone:....

Anche gli andamenti dei mercati finanziari sembrano confermare come l'economia europea rimanga al traino di quella statunitense; la fiducia nelle capacità di crescita autonoma dell'Europa, in un contesto internazionale sfavorevole, appare ridotta, nonostante il persistere di migliori condizioni relative dei fondamentali.

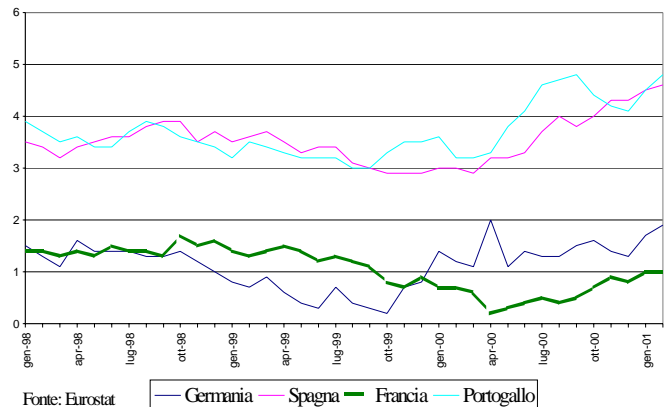
....il dollaro rimane forte,....

In primo luogo, il rafforzamento del dollaro conferma, come detto, il ruolo della valuta americana come moneta rifugio nei momenti di particolare incertezza, denotando fiducia nel rapido superamento dell'attuale fase di rallentamento dell'economia degli Stati Uniti.

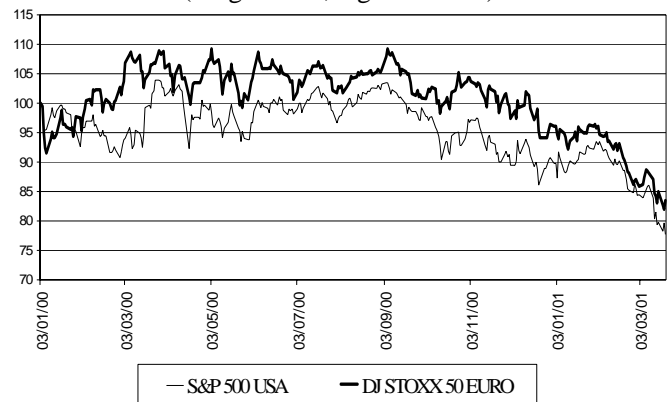
....azioni e obbligazioni europee seguono gli andamenti statunitensi

Segnali analoghi possono essere colti,

Prezzi al consumo dei servizi
(variazioni percentuali annue)



Stati Uniti e Area euro: Indici di borsa
(dati giornalieri; 3 gen.2000=100)



Stati Uniti e Area euro: Indici di borsa tecnologici
(dati giornalieri; fine dic.1999=100)



inoltre, dagli andamenti dei mercati azionari e obbligazionari.

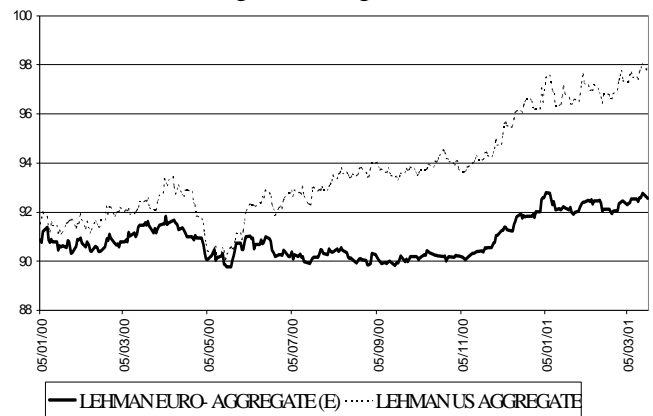
I primi hanno manifestato dinamiche settoriali molto simili; l'elevato grado di integrazione economica e finanziaria ha determinato un generale peggioramento delle prospettive per gli utili delle imprese tanto in America che in Europa a partire dalla seconda metà dello scorso anno, dapprima nel settore tecnologico e poi nei settori tradizionali.

I mercati obbligazionari si sono mossi specularmente a quelli azionari. La ripresa dei corsi delle obbligazioni, iniziata nel secondo semestre del 2000 e in accelerazione a partire dalla fine dell'anno, ha interessato in misura più limitata i mercati europei, testimoniando che anche una parte della fuoriuscita dei capitali dai mercati azionari europei si è diretta verso i titoli obbligazionari americani, soprattutto quelli con *rating* più elevato.

....le curve dei rendimenti segnalano una nuova accelerazione USA

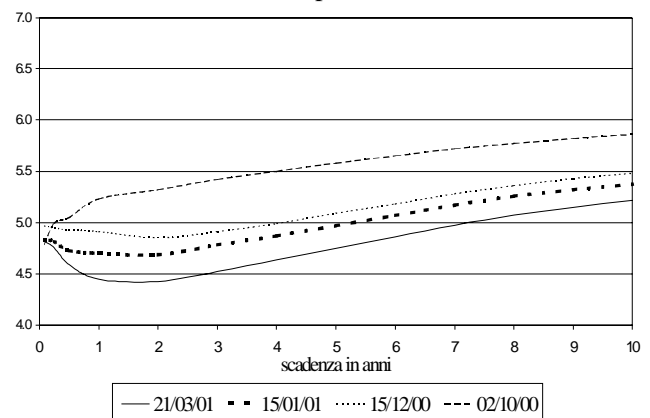
Infine, anche la curva dei rendimenti nell'area dell'euro, al manifestarsi dei segnali di rischio di un *hard landing* dell'economia statunitense, ha seguito, seppure in misura meno marcata, gli spostamenti di quella americana: si è abbassata, assumendo una configurazione a U nel segmento a breve termine ed è andata appiattendosi nel segmento a lungo. Negli Stati Uniti, dopo i ripetuti tagli attuati sui tassi d'interesse dalla Federal Reserve (1,5 punti percentuali dall'inizio dell'anno), gli operatori hanno modificato le loro aspettative, denotando un certo recupero di fiducia per le prospettive economiche nella seconda metà dell'anno: la struttura per scadenza dei rendimenti ha infatti assunto nuovamente un'inclinazione positiva oltre il breve termine, con una riduzione dei

Stati Uniti e Area euro: indici obbligazionari
(dati giornalieri; 4 gen.1999=100)



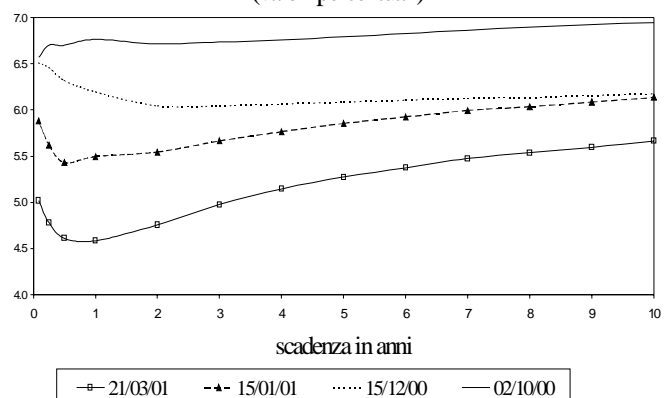
Fonte: Datastream

Area euro: curva dei rendimenti
(valori percentuali)



Fonte: Datastream

Stati Uniti: curva dei rendimenti
(valori percentuali)

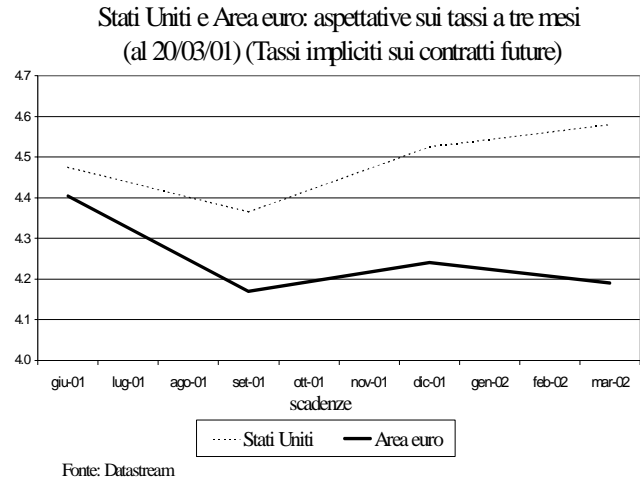


Fonte: Datastream

tassi a lunga scadenza meno marcata di quelli a breve.

A conferma di aspettative che scontano nella seconda metà del 2001 un recupero della crescita americana rispetto a quella europea, il differenziale a tre mesi tra l'Europa e gli Stati Uniti, dopo essersi quasi annullato sulla scadenza di giugno 2001, è previsto (secondo i tassi impliciti nei contratti *future*), tornare ad ampliarsi, dapprima per una riduzione maggiore dei tassi europei e, nella parte finale dell'anno, per l'aumento di quelli americani.

I mercati si attendono, infatti, interventi di riduzione dei tassi di *policy* nel corso dell'anno anche in Europa; tuttavia, l'allentamento della politica monetaria da parte della BCE, attuato con ritardo rispetto alla Federal Reserve, dovrebbe esercitare effetti favorevoli sulla congiuntura europea solo nell'ultimo scorcio del 2000 e nei primi mesi del 2001.



FOCUS: I NODI DELLA CRISI GIAPPONESE

- La crisi economica è più grave di quanto emerge dall'andamento del PIL.
- La politica fiscale non ha stimolato i consumi; la politica monetaria non ha rilanciato gli investimenti.
- Il dissesto del sistema bancario: crediti inesigibili e minusvalenze sulle attività finanziarie in portafoglio.
- Come uscire dalla crisi: rimedi possibili e controindicazioni.

Tanto veloce e sorprendente era stata l'ascesa del Giappone a seconda potenza economica mondiale dal dopoguerra fino agli anni ottanta, quanto improvvisa e di difficile soluzione è la crisi che ne ha caratterizzato la storia di tutto l'ultimo decennio, una crisi di natura non solamente congiunturale, ma soprattutto sistemica.

La crescita del PIL reale nel 2000:

Nel 2000, i dati di contabilità nazionale, tuttavia, non sembrano a prima vista dipingere un quadro tanto fosco. Il PIL sarebbe infatti cresciuto dell'1,7%, un ritmo che non appare così lento se paragonato alla *performance* degli anni precedenti. Nella prima metà del decennio, in coincidenza con lo sgonfiarsi della bolla speculativa che aveva drogato lo sviluppo nella seconda parte degli anni ottanta, il tasso medio di crescita è stato sostanzialmente inferiore a

GIAPPONE: PIL E CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DELLE PRINCIPALI COMPONENTI
(tassi di variazione e incidenze percentuali)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIL	1.6	3.5	1.8	-1.1	0.8	1.7
Consumi privati	0.8	1.3	0.4	0	0.7	0.3
Consumi pubblici	0.6	0.4	0.2	0.3	0.6	0.6
Investimenti residenziali	-0.3	0.7	-0.8	-0.6	0	0
Investimenti non residenziali	0.4	0.6	1.9	-0.4	-0.7	0.7
Scorte	0.5	0.3	0	-0.5	-0.1	0.1
Investimenti pubblici	0.1	0.6	-0.8	-0.2	0.4	-0.4
Esportazioni nette	-0.5	-0.4	0.9	0.3	-0.1	0.4
Esportazioni	0.4	0.6	1.1	-0.2	0.1	1.2
Importazioni	-0.9	-1	-0.1	0.6	-0.2	-0.8

Fonte: statistiche nazionali.

quello registrato lo scorso anno; il “tentativo” di una decisa ripresa, tra il 1995 e il 1996, era stato poi frustrato dalla recessione seguita alla crisi finanziaria dell’area del Sud-Est asiatico.

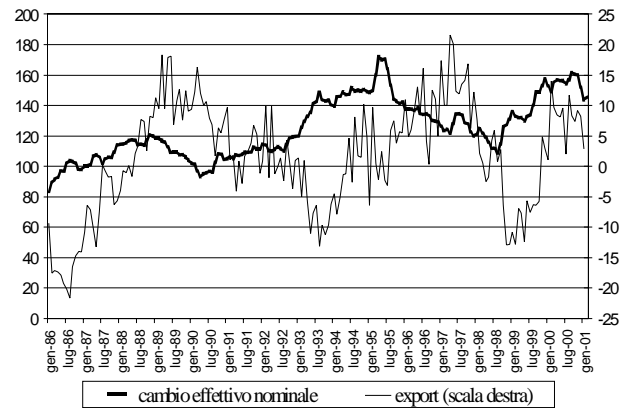
...ma in presenza di deflazione

Due importanti elementi vanno però tenuti in considerazione. In primo luogo, nel 2000, la *performance* giapponese relativamente positiva in termini reali si è accompagnata, per il secondo anno consecutivo, a deflazione: la crescita del PIL in termini nominali è infatti pressoché nulla.

Il ruolo dei consumi pubblici e dell’export

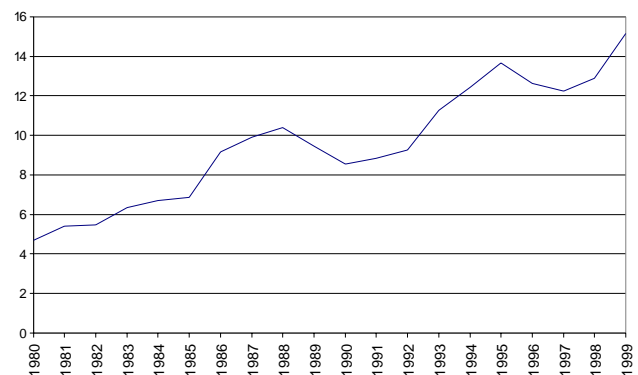
In secondo luogo, analizzando la composizione della crescita, si mette in luce come la componente più dinamica sia stata rappresentata dai consumi pubblici (0,6 punti percentuali il contributo alla crescita), seguiti dalle esportazioni nette (0,4 punti). La manovra di politica fiscale, il deprezzamento dello yen e il tono positivo della domanda mondiale (e in particolar modo di quella dell’area asiatica) sono quindi alla base del risultato del 2000. L’apporto di tali elementi è, però, destinato a venire meno. Il rallentamento ciclico internazionale, concentrato negli Stati Uniti, frenerà la domanda di export giapponese; l’esplosione del debito pubblico impedirà presumibilmente di continuare a utilizzare lo strumento fiscale in misura così massiccia come in passato. Gli ingenti pacchetti di stimolo all’economia ripetutamente attuati negli ultimi anni hanno infatti condotto nel 1999 il debito pubblico a raggiungere, secondo stime del FMI, il 125,6% del PIL, pari a circa il 15% dell’intero PIL mondiale.

Giappone: cambio effettivo nominale ed esportazioni
(numero indice e variazioni percentuali annue)



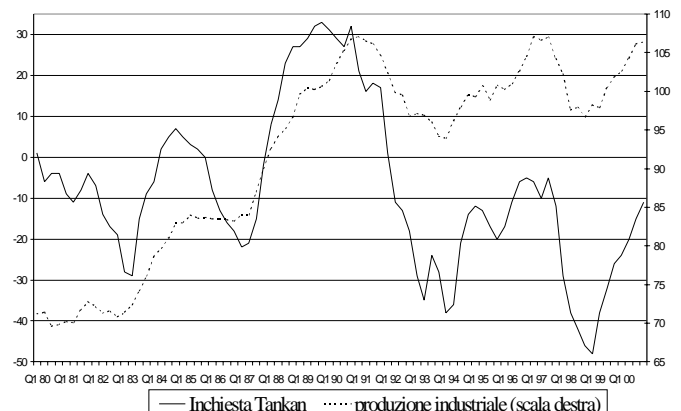
Fonte: JP Morgan e Datastream

Giappone: debito pubblico
(% PIL mondiale)



Fonte: Ocse

Giappone: clima di fiducia delle imprese e produzione industriale (variazioni percentuali e indice 1995=100)



Fonte: Datastream

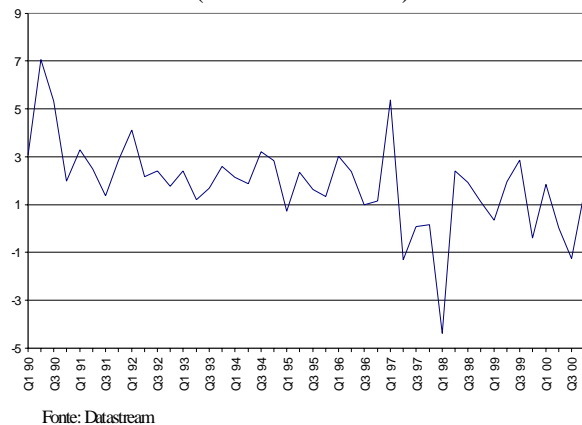
Gli investimenti languono....

Se le manovre fiscali di stimolo non sono risultate efficaci, anche l'utilizzo degli strumenti monetari non ha sortito effetti di rilievo. Nonostante da diversi anni la Bank of Japan pratichi una politica di tassi di interesse vicini allo zero, gli investimenti non ne hanno tratto beneficio: quelli residenziali hanno fatto segnare un contributo nullo sia nel 1999 che nel 2000, dopo due anni di apporto fortemente negativo; l'incremento degli investimenti non residenziali (una variazione del 4,5%, pari a un contributo alla crescita di 0,7 punti), costituisce soprattutto un rimbalzo che segue le due riduzioni del biennio precedente.

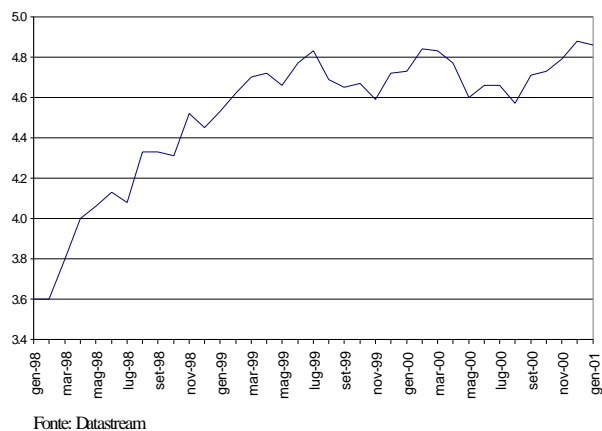
....così come i consumi privati

I consumi privati rappresentano il principale elemento di debolezza che condiziona la crescita giapponese. Mentre nella prima metà del decennio le spese delle famiglie avevano mantenuto un ritmo di crescita mediamente inferiore agli anni ottanta ma ancora sostenuto, dopo la crisi del 1997-98 (e anche a seguito dell'incremento dal 3 al 5% dell'imposta sui consumi nella primavera del 1997) hanno stentato a ripartire; nel quarto trimestre del 2000 i consumi privati sono diminuiti dello 0,6% rispetto al trimestre precedente. Ha influito negativamente sui consumi la rapida salita del tasso di disoccupazione, che ha toccato il 4,9% nel gennaio scorso, il livello più elevato dal dopoguerra. La continua riduzione dei prezzi al consumo, causata anche dalla scarsa propensione alla spesa, spinge i consumatori a rimandare le decisioni di acquisto, alimentando così la vocazione al risparmio dei giapponesi e determinando una spirale di deflazione (la riduzione dei prezzi al consumo è stata dello 0,3%

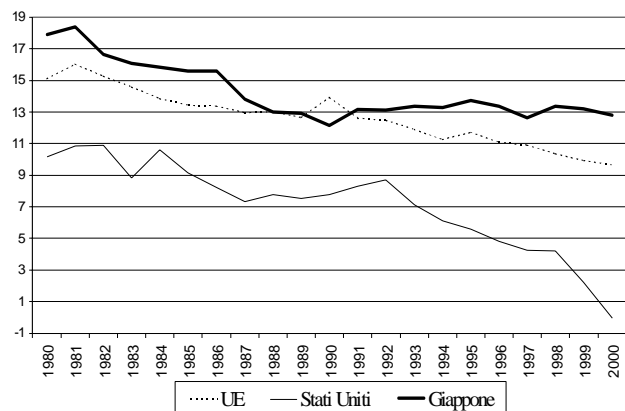
Giappone: consumi delle famiglie
(variazioni tendenziali)



Giappone: tasso di disoccupazione
(variazioni percentuali)



Giappone: risparmio delle famiglie
(in % del reddito disponibile)



nel 1999 e dello 0,7% nel 2000). Anche la profonda crisi che caratterizza l'attuale fase politica, con un esecutivo ai livelli minimi di popolarità e con le elezioni previste per l'estate, contribuisce al generale clima di sfiducia.

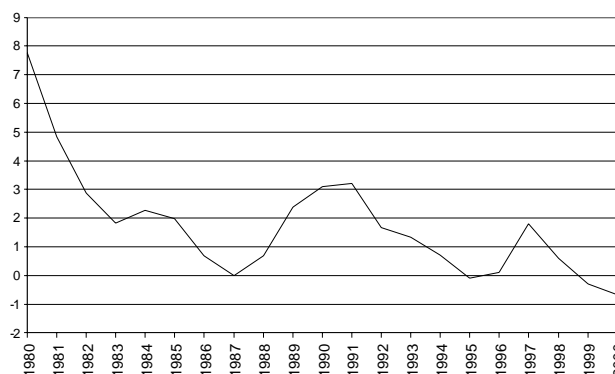
Il dissesto dei bilanci bancari:....

Oltre alle difficoltà dell'economia reale, una serie di nodi connessi al sistema finanziario stanno per venire al pettine. Dal primo di aprile le banche giapponesi saranno tenute a redigere i propri bilanci iscrivendo le attività finanziarie in portafoglio ai valori di mercato, e non più a quelli storici, come finora avvenuto. Visto l'andamento dei mercati finanziari internazionali negli ultimi mesi, questo potrebbe aggravare una situazione già critica. La borsa giapponese ha recentemente segnato i minimi degli ultimi 16 anni; il mercato statunitense e quello europeo hanno registrato un brusco ridimensionamento dai massimi di marzo 2000. Le minusvalenze che presumibilmente verranno alla luce potrebbero influire negativamente sui bilanci bancari, già provati da una ingente quantità di crediti in sofferenza.

...le minusvalenze sui titoli...

Una prima lettura dei bilanci delle banche nipponiche porterebbe però a stimare di entità relativamente contenuta l'effetto negativo connesso a eventuali minusvalenze. A gennaio 2001, il 60% dell'attivo era rappresentato dalla voce "impieghi e risconti" e il 21% da titoli in portafoglio. Degli investimenti in portafoglio, tuttavia, solo un quarto era rappresentato da azioni e solo su quest'ultima frazione si dovrebbero dunque ripercuotere gli effetti negativi delle minusvalenze connesse alla caduta dei mercati borsistici. Il problema è che queste ul-

Giappone: indice dei prezzi al consumo
(variazioni percentuali)



Fonte: Datastream

PRINCIPALI VOCI DELL'ATTIVO DELLE BANCHE GIAPPONESI
FINE GENNAIO
(% del totale dell'attivo)

	Liquidità e depositi	Titoli e azioni	Impieghi e risconti	Valuta estera	Altro
1994	6.64	16.56	65.08	0.52	11.20
1995	6.41	16.86	65.42	0.48	10.83
1996	5.48	16.91	65.06	0.47	12.09
1997	4.93	17.09	64.58	0.46	12.94
1998	4.56	16.29	62.91	0.46	15.78
1999	3.46	16.06	63.21	0.50	16.77
2000	3.35	18.49	60.92	0.41	16.83
2001	3.88	21.38	59.63	0.36	14.76

Fonte: BOJ.

TITOLI IN PORTAFOGLIO DELLE BANCHE GIAPPONESI,
FINE GENNAIO
(% del totale)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Titoli di Stato	22,4	22,8	24,9	24,8	34,7	41,6
Enti locali	7,7	7,8	7,3	7,8	7,3	6,0
Obbligazioni di imprese di cui:	18,8	16,2	14,8	14,9	13,0	11,3
Pubbliche	7,2	6,0	5,2	4,3	3,6	3,6
Banche	7,8	6,8	6,7	7,4	6,5	4,7
Private	3,8	3,4	2,9	3,2	3,0	3,1
Azioni	35,5	36,9	37,0	37,1	32,1	26,4
Attività estere	11,8	13,1	12,5	12,3	9,6	12,0
Altro	3,8	3,2	3,4	3,2	3,3	2,6

Fonte: BOJ.

time, per quanto circoscritte solo a una parte minoritaria dell'attivo, vanno ad "aggiungersi" a una situazione di forti sofferenze, legate ai crediti inesigibili.

....si sommano ai crediti inesigibili

Molto stretto è infatti, in Giappone, il legame esistente tra banche e imprese; le prime detengono spesso ingenti pacchetti azionari delle seconde. La forte compenetrazione tra le grandi imprese e i grossi conglomerati finanziari determina quindi un circolo vizioso, per cui i problemi di bilancio degli istituti di credito alimentano la crisi delle imprese non finanziarie, e il fallimento di un numero crescente di aziende determina l'incremento delle sofferenze delle banche giapponesi.

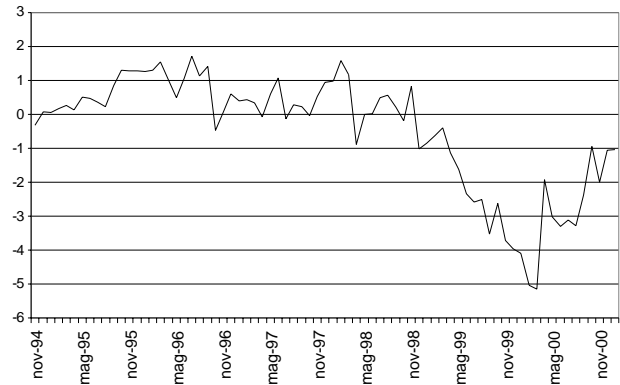
La ristrutturazione del sistema finanziario appare dunque strettamente connessa a quella del sistema industriale. Una nuova fase di liberalizzazioni, privatizzazioni e *deregulation* sembra inevitabile, anche se le conseguenze negative in termini di occupazione e fiducia dei consumatori potrebbero allontanare nel tempo le prospettive di piena ripresa dell'economia reale.

Per quanto dolorosa, tale ricetta appare al momento come l'unica di una certa efficacia; dati i molto limitati margini di intervento disponibili per i tradizionali strumenti di politica economica.

Il fallimento della politica monetaria espansiva....

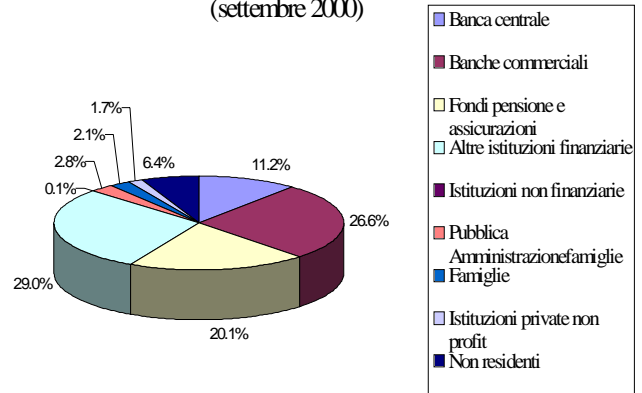
La politica monetaria ha mantenuto una intonazione espansiva negli ultimi anni; la sua scarsa efficacia può avere in parte riflesso le conseguenze di un *credit crunch*, che ha vanificato gli incrementi di base monetaria e le ridu-

Giappone: prestiti delle banche commerciali nazionali (tassi di variazione tendenziali)



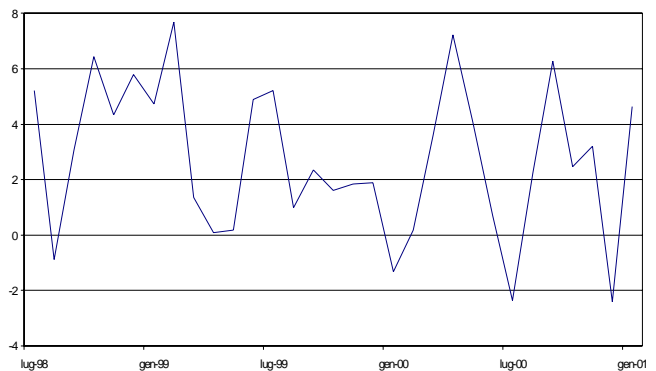
Fonte: Bank of Japan

Giappone: composizione del debito pubblico per categoria di detentori (settembre 2000)



Fonte: Bank of Japan

Giappone: M2 + Certificati di Deposito (variazioni annualizzate rispetto ai 3 mesi precedenti)



Fonte: Datastream

zioni dei tassi d'interesse operati dall'autorità. In particolare, le politiche di offerta delle banche giapponesi sono state condizionate dai frequenti episodi di deflazione che si sono verificati nel corso della seconda metà dell'ultimo decennio: la diminuzione dei prezzi, riducendo il valore delle garanzie, ha aumentato i rischi di insolvenza.

...spinge verso una "nuova" ricetta: creare inflazione.

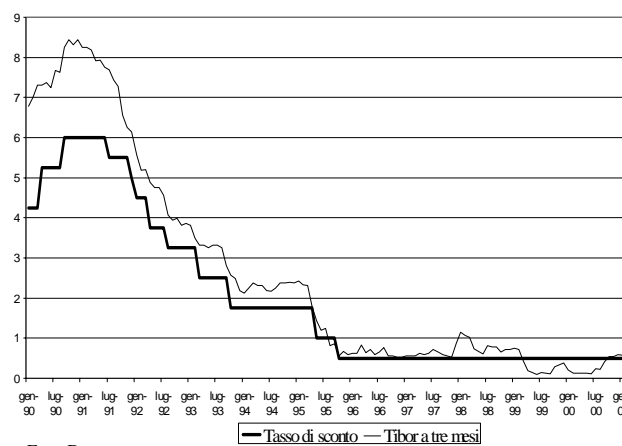
Recentemente la banca centrale sembra aver adottato la scelta, da più parti invocata, di creare aspettative inflazionistiche attraverso la fissazione di un più elevato *target* di base monetaria, al fine di determinare un abbassamento dei tassi reali attesi e favorire la crescita degli investimenti. Se questa può apparire la soluzione più efficace nel breve periodo per uscire dall'attuale *impasse*, potrebbe avere effetti indesiderati di altra natura.

Possibili controindicazioni per il finanziamento del debito

Il successo di una politica inflazionistica e di conseguente riduzione dei tassi d'interesse reali si accompagnerebbe comunque a un certo innalzamento dei tassi d'interesse nominali, che potrebbe avere effetti negativi sui corsi delle obbligazioni, con un aggravio sui bilanci bancari.

D'altra parte, il finanziamento del debito pubblico richiede l'offerta di rendimenti reali appetibili; se la deflazione ha finora permesso di mantenere i tassi nominali a livelli molto ridotti, garantendo comunque accettabili ritorni in termini reali, l'eventuale diminuzione dei tassi reali d'interesse potrebbe portare a prob-

Giappone: tassi a breve



Fonte: Datastream

GIAPPONE: COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE
(in percentuale della ricchezza netta totale)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Ricchezza netta	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Ricchezza finanziaria netta	31.9	33.7	36.1	37.9	39.5	41.0	41.9
Attività	48.2	51.1	53.6	56.2	57.1	58.6	60.2
-di cui azioni	4.4	4.7	5.7	5.8	5.3	4.9	3.6
Passività	16.3	17.4	17.5	18.4	17.6	17.6	18.3
-di cui mutui	6.6	7.0	7.3	7.8	7.9	8.2	7.7
Attività non finanziarie	68.1	66.3	63.9	62.1	60.5	59.0	58.1

Fonte: OCSE

Giappone: rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine
(valori percentuali)



Fonte: Datastream

lemi di finanziamento del debito pubblico. Quest'ultimo è quasi totalmente in mano ai residenti (banche e fondi pensione). Ciò se da un lato pone il paese al riparo da repentine fughe di investitori esteri, lascia dall'altra aperta la possibilità di una "disaffezione" delle istituzioni finanziarie, che sarebbero disincentivate a continuare a sottoscrivere il debito. Una situazione che potrebbe portare a ipotizzare l'introduzione di vincoli amministrativi all'esportazione di capitali o forme di sottoscrizione forzata dei titoli pubblici.