



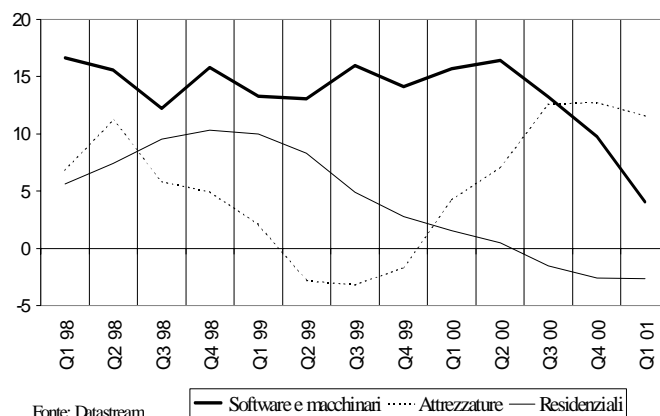
PERMANE DEBOLE IL CICLO INTERNAZIONALE SI ACCENTUA IL RALLENTAMENTO EUROPEO

Diversi segnali sembrano scongiurare il rischio di recessione negli USA; rimane però molto incerta la durata del ripiegamento ciclico dell'economia, che risente di un eccesso di capacità produttiva e di un netto ridimensionamento degli investimenti. L'area euro rallenta più del previsto a riflesso, oltre che delle ripercussioni della congiuntura USA, di elementi autonomi di debolezza. L'accelerazione dell'inflazione dei primi mesi dell'anno e i timori di un deterioramento della disoccupazione penalizzano la domanda interna. Particolarmente sensibile risulta la frenata tedesca, ma il rallentamento "si fa sentire" in tutte le economie europee. Il riassorbimento delle tensioni inflazionistiche, previsto per la seconda metà dell'anno, potrebbe contribuire a migliorare il quadro congiunturale europeo.

Il rallentamento degli Stati Uniti...

Prosegue la fase di debolezza dell'economia americana, avviata nella seconda metà dello scorso anno. I dati relativi al primo trimestre, pur scongiurando i timori di una recessione, mostrano un incremento del prodotto (1,3% rispetto al trimestre precedente, in ragione d'anno) inferiore alle previsioni degli analisti e sensibilmente più basso delle stime preliminari (2%). Come nel periodo ottobre-dicembre 2000, questo risultato è attribuibile principalmente al rallentamento della spesa per consumi delle famiglie (soprattutto per i beni non durevoli) e alla significativa diminuzione delle scorte e degli investimenti privati. Il calo di questi ultimi è imputabile alla componente *software* e macchinari, che ha risentito della forte contrazione dei profitti aziendali e degli eccessi di capacità produttiva accumulata nell'*information technology*.

Stati Uniti: investimenti
(variazioni tendenziali)

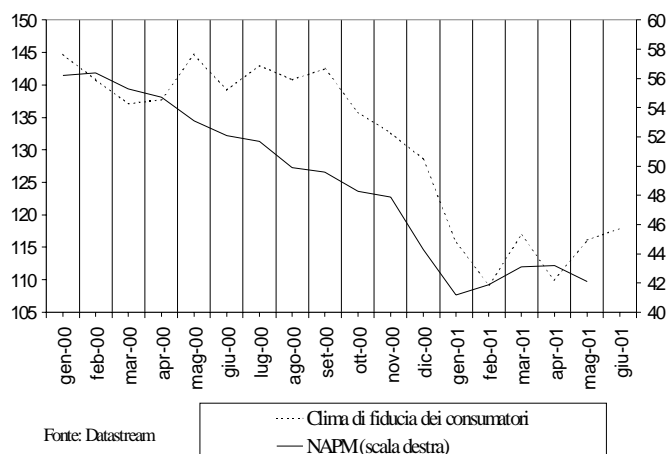


Il contributo della domanda estera netta è stato positivo, ma unicamente per una flessione delle importazioni superiore a quella registrata dalle esportazioni.

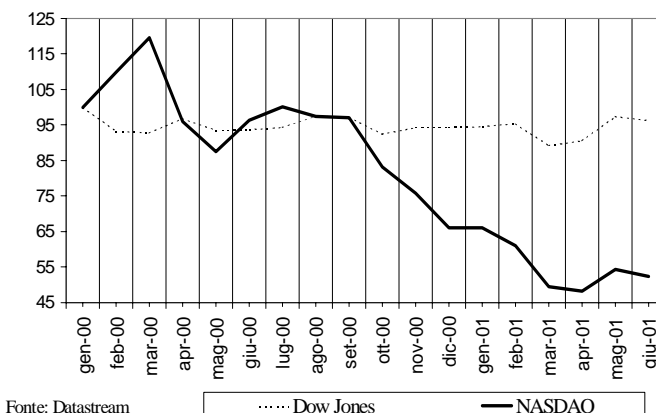
I principali indicatori congiunturali relativi ai mesi più recenti forniscono informazioni contrastanti. Segnali positivi provengono, infatti, dal mercato del lavoro dove in maggio, per la prima volta dopo otto mesi, il tasso di disoccupazione ha registrato una leggera diminuzione (dal 4,5 al 4,4%). Contestualmente, a riflesso delle migliorate condizioni occupazionali e delle attese di sgravi fiscali alle famiglie (che dovrebbero entrare in vigore alla fine dell'estate), si è avuto un recupero nelle aspettative dei consumatori (in maggio e giugno, l'indice del clima di fiducia del *Conference board* è tornato ad aumentare, dopo il forte deterioramento registrato a partire dall'ultimo trimestre dello scorso anno). Gli ordinativi di beni durevoli hanno sperimentato un recupero in maggio, apportando un sostegno al settore manifatturiero. Tuttavia, da quest'ultimo continuano a provenire segnali negativi: l'indice NAPM, nonostante qualche saltuario recupero nel primo trimestre, rimane notevolmente sotto la soglia del 50%, documentando la prolungata severa contrazione del settore.

Il ripiegamento congiunturale ha indotto la Banca Centrale ad adottare una aggressiva politica monetaria di impronta espansiva: nel primo semestre, essa ha abbassato il tasso sui *federal funds* dal 6,5 al 3,75%, con sei riduzioni successive dall'inizio dell'anno. Si tratta del più forte allentamento del dopoguerra. Le condizioni monetarie si sono però distese solo dal lato dei rendimenti, mentre il continuo apprezzamento del cambio effettivo reale del dollaro

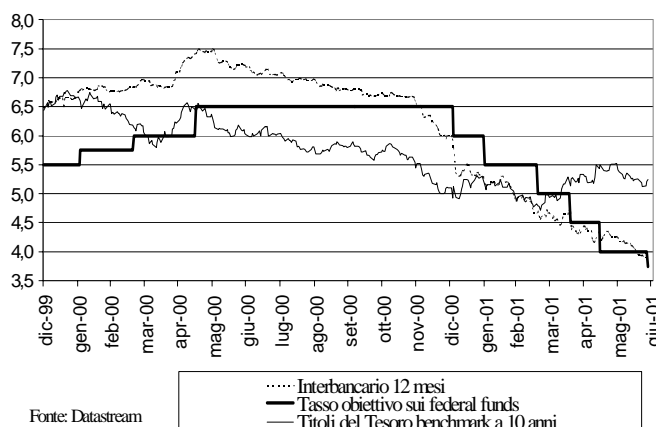
Stati Uniti: clima di fiducia di consumatori e imprese



Stati Uniti: indici di borsa
(indici, gennaio 2000=100)



Stati Uniti: tassi di interesse



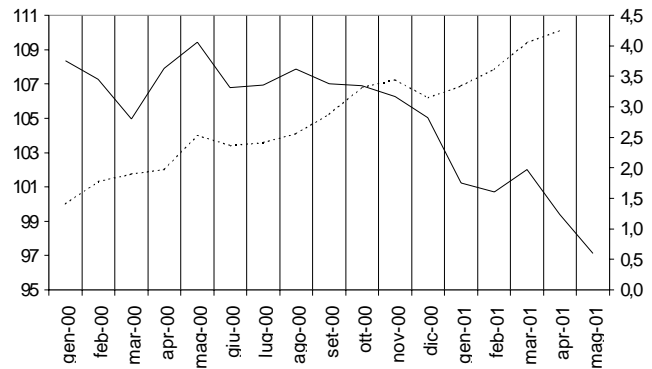
ha parzialmente compensato gli effetti espansivi della riduzione dei tassi.

...e i suoi spillover sul Giappone...

La debolezza congiunturale degli Stati Uniti si è ripercossa sull'area asiatica e, in particolare, sul Giappone, dove i dati di contabilità nazionale mostrano, per il primo trimestre, una diminuzione del PIL dello 0,2% congiunturale (-0,12% tendenziale). Le esportazioni, che nel 2000 avevano sostenuto la moderata ripresa, sono diminuite, risentendo della frenata dell'economia degli Stati Uniti e del rallentamento dei paesi emergenti dell'Asia, principali partner commerciali del Giappone. Nel più recente periodo, esse sono state ulteriormente penalizzate dal rafforzamento dello yen.

La negativa performance dell'economia nipponica è ascrivibile anche alla debolezza della domanda interna privata, le cui singole componenti sono rimaste invariate o hanno mostrato un trend negativo. I consumi (inalterati su base congiunturale) hanno registrato una flessione in termini tendenziali, in parte depressi dalle condizioni non favorevoli del mercato del lavoro; inoltre, il prolungato processo di deflazione, in atto da oramai dodici trimestri consecutivi, non accenna a interrompersi. Ciò condiziona le attese sull'evoluzione dei prezzi, spingendo le famiglie a rimandare le decisioni di acquisto. Anche gli investimenti, soprattutto quelli residenziali, hanno subito una flessione. Riguardo alla componente pubblica della domanda, un contributo positivo alla crescita è venuto solo dagli investimenti, aumentati del 5,2% congiunturale dopo due trimestri di flessione. Peraltro, questo incremento è principalmente attribuibile agli effetti dei pacchetti di aiuto varati a novembre; le misure di stimolo

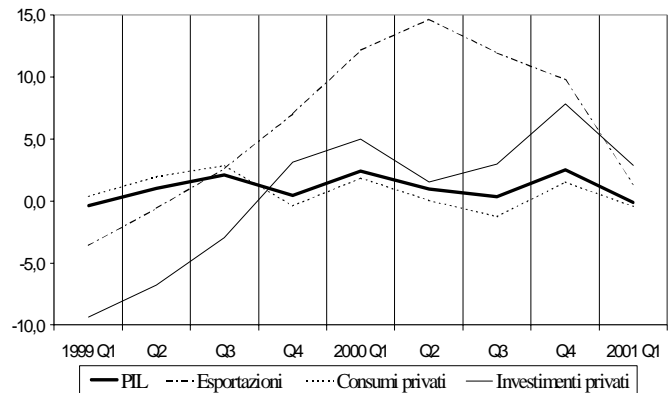
Stati Uniti: condizioni monetarie



Fonte: Datastream

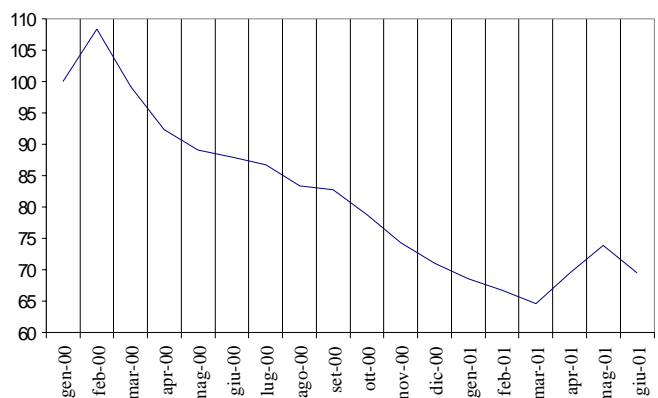
..... Tasso di cambio effettivo reale (aumento=apprezzamento)
 — Tasso di interesse reale a 12 mesi (scala destra)

Giappone: PIL e principali componenti (variazioni % annue)



Fonte: elaborazione ISAE su dati Economic and Social Research Institute.

Nikkei 500 (indice, gennaio 2000=100)



Fonte: Datastream

fiscale troveranno però in futuro sempre più vincoli nel forte deterioramento dei conti pubblici.

La produzione industriale, in ribasso dal quarto trimestre del 2000, in aprile è caduta dell'1,7% rispetto a marzo; indicazioni negative continuano a provenire anche dall'inchiesta Tankan, confermando che le attese sull'andamento dell'economia giapponese sono pessimistiche. Il mercato del lavoro riflette la fase congiunturale negativa: il tasso di disoccupazione, dopo aver segnato una lieve diminuzione in febbraio e marzo, in aprile è infatti nuovamente aumentato al 4,8 per cento.

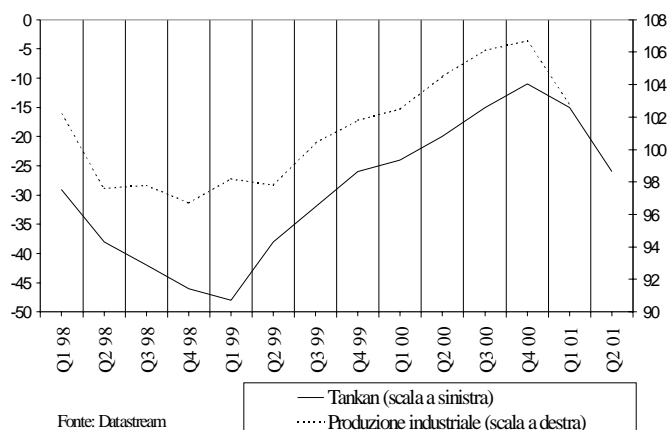
...e sull'area dell'euro...

In Europa, l'evoluzione congiunturale più recente accusa una debolezza ciclica superiore alle attese.

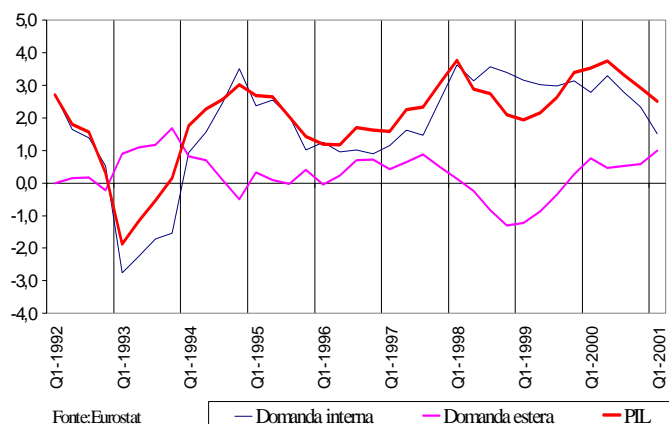
Il quadro delineato in occasione della nota mensile del marzo scorso evidenziava come le possibilità di mantenimento dell'economia europea su adeguati ritmi di espansione fossero legate al dinamismo della domanda interna; proprio quest'ultima, frenata dal peggioramento attuale dell'inflazione e prospettico dell'occupazione, si è rivelata però deludente. Anche al di là degli effetti diretti e indiretti del rallentamento statunitense, il ciclo europeo mostra dunque elementi autonomi di debolezza.

Nei primi tre mesi dell'anno, nella fotografia dei dati di contabilità nazionale, emergeva già una decelerazione: per l'intera area, il tasso di sviluppo tendenziale del PIL è stato del 2,5%, dopo il precedente 2,9%. In particolare, è la composizione della crescita ad essersi modificata: si è assistito infatti a una riduzione del contributo fornito dalla domanda interna (da

Giappone: inchiesta Tankan e produzione industriale
(saldi, indici 1995=100)



Area euro: PIL e contributi alla crescita
(var. % annue e punti %, dati destag. a prezzi costanti)



2,3 a 1,5 punti percentuali), solo parzialmente compensata dal maggior apporto della domanda estera netta (da 0,6 a 1 punto percentuale); quest'ultima ha beneficiato di una forte riduzione delle importazioni, superiore a quella mostrata dall'*export*.

La decelerazione sembra concentrarsi principalmente nel settore manifatturiero. Per l'intera area euro, l'indice di produzione industriale, al netto del settore delle costruzioni, ha evidenziato, rispetto al periodo corrispondente, un rallentamento già a partire dal mese di gennaio; in aprile, l'attività produttiva si è ridotta dello 0,5% rispetto a marzo.

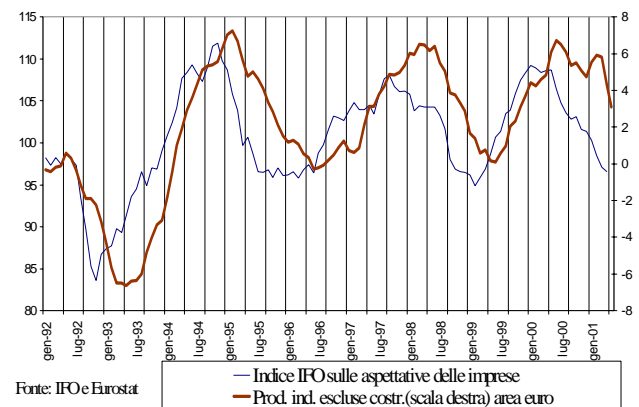
Il clima di fiducia delle imprese è, peraltro, in continuo ripiegamento dalla seconda metà del 2000; le aspettative degli imprenditori del settore manifatturiero hanno negativamente risentito di un progressivo deterioramento degli ordinativi dall'estero, non compensati da quelli nazionali a causa della generale debolezza della domanda interna.

...dove la Germania accusa una performance molto sfavorevole e la Francia rallenta il ritmo di crescita

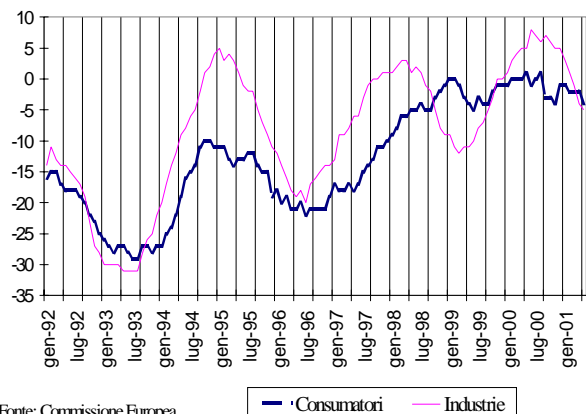
L'andamento dell'area riflette principalmente l'evoluzione del paese più rappresentativo, la Germania. Nel primo trimestre, gli investimenti tedeschi (in particolare quelli in costruzioni) e le scorte hanno apportato, in termini congiunturali, contributi negativi alla crescita (rispettivamente per 0,5 e 0,2 punti percentuali).

Anche in Francia, che insieme alla Spagna ha finora messo a segno l'andamento ciclico più vivace, sono emersi i medesimi fattori di

Aspettative delle imprese in Germania e produzione industriale nell'area euro (indice e var. tendenziali, media mobile a 3 termini)



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



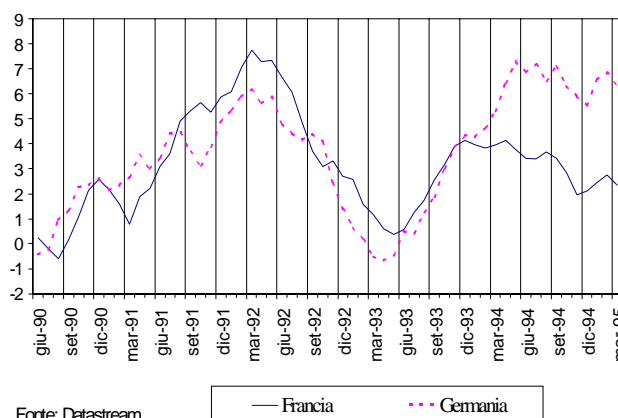
debolezza (il contributo fornito dagli investimenti è passato da 0,5 a 0,1 punti percentuali in termini congiunturali, quello delle scorte da 0 a -0,8 punti).

Il rallentamento ciclico dell'intera area sembra dunque imputabile principalmente al ridimensionamento dei magazzini e all'andamento degli investimenti; anche l'evoluzione dei consumi, peraltro, dalla cui ripresa si attendeva uno stimolo decisivo alla crescita, non è apparsa brillante. I dati del primo trimestre relativi alla spesa delle famiglie mostrano un incremento (0,3%) rispetto al periodo precedente. Sul dato complessivo pesa però in misura decisa l'*exploit* della Francia, dove i consumi privati sono aumentati dell'1,3% rispetto al quarto trimestre del 2000: ne sono responsabili gli ampi tagli alle imposte, una forte crescita dell'occupazione e un tasso di inflazione modesto. Ancora deludente, invece, l'andamento dei consumi in Germania.

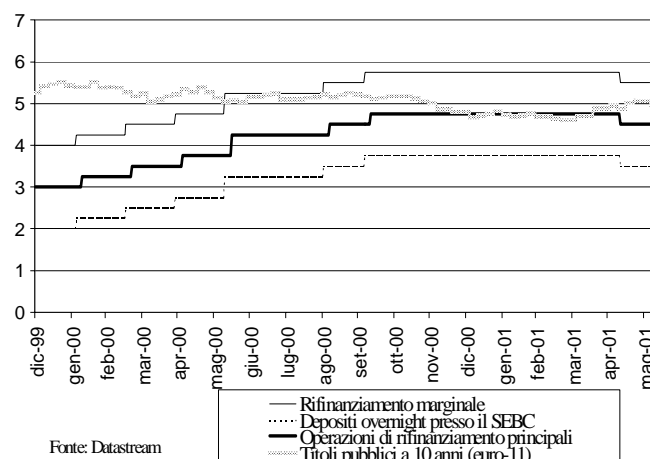
Negli ultimi mesi, anche il clima di fiducia dei consumatori europei è peggiorato: i timori connessi alla ripresa dell'inflazione e a un possibile incremento della disoccupazione hanno cominciato a condizionare negativamente il *sentiment* delle famiglie. Proprio questi fattori - inflazione e timori di deterioramento del mercato del lavoro - penalizzando i consumi, rappresentano i principali ostacoli a una ripresa della domanda interna: il primo, attraverso una decurtazione dei redditi reali; il secondo, accrescendo la propensione al risparmio, in risposta all'incertezza sui redditi futuri.

Le conseguenze del rallentamento dell'economia mondiale e della decelerazione dell'attività industriale non si sono peraltro ancora manifestate sul mercato del lavoro; già in passato, infatti, l'occupazione ha reagito con qualche ritardo al mutamento delle condizioni

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



Area euro: tassi di interesse



cicliche.

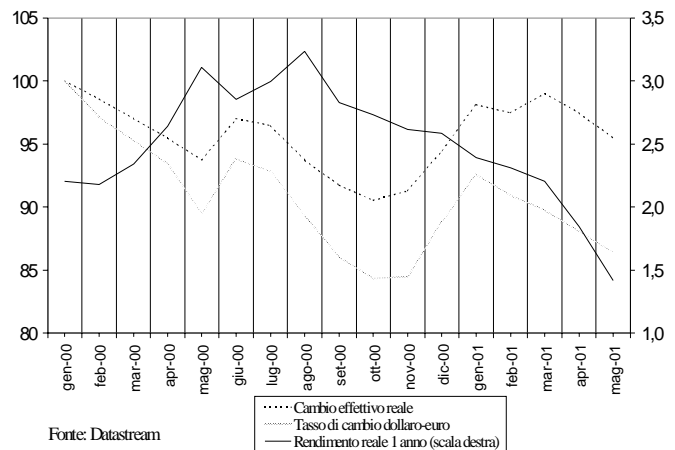
Nonostante il ripiegamento congiunturale, la BCE è intervenuta solo in maggio, con una riduzione di un quarto di punto percentuale dei tassi ufficiali. Attualmente, quello sulle operazioni di rifinanziamento principali è pari al 4,5 per cento.

Le condizioni monetarie dell'area si sono allentate solo dal lato dei rendimenti reali a breve (in particolare, i tassi di interesse reali a 1 mese si sono ridotti nel corso del primo trimestre di circa due decimi di punto percentuale). Nonostante sia proseguito il rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro, il tasso di cambio effettivo reale della valuta europea nei primi mesi del 2001 si è infatti mantenuto sui livelli elevati raggiunti alla fine dello scorso anno. Rispetto al 2000 - quando l'euro è andato indebolendosi in maniera più generalizzata - l'andamento del cambio effettivo reale ha pertanto agito in senso restrittivo sulle condizioni monetarie prevalenti nell'area. Tale circostanza lascia spazio a nuove riduzioni dei tassi da parte della BCE.

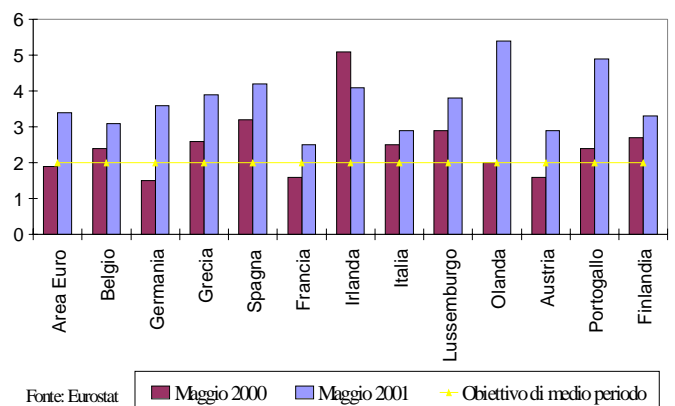
Il rallentamento si combina con le maggiori pressioni inflazionistiche...

In primavera, il quadro inflazionistico europeo ha denotato un peggioramento. In maggio, in particolare, la dinamica dei prezzi al consumo per i dodici paesi dell'area dell'euro ha subito un'impennata, che riflette in larga misura fattori di natura temporanea: il tasso di incremento tendenziale è stato del 3,4%, mezzo punto percentuale in più rispetto ad aprile e un punto e mezzo nel confronto con i dodici mesi prima. Questa accelerazione ha interessato quasi tutte le economie: il valore del 2% posto

Area euro: condizioni monetarie
(tassi di cambio gennaio 2000=100)



Area euro: inflazione
(variazioni tendenziali e obiettivo di medio periodo)



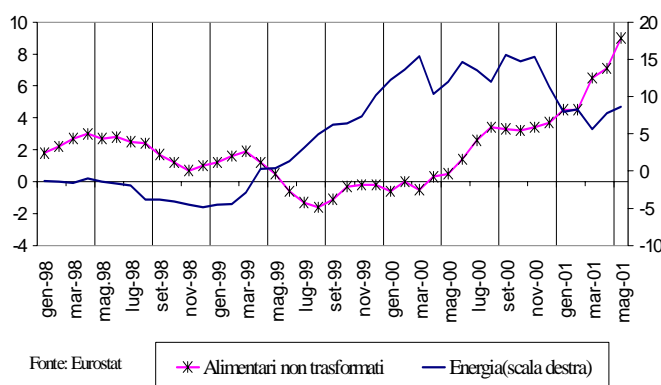
dalla BCE come obiettivo di medio periodo è stato infatti superato anche da quelle più virtuose (erano 4 i paesi che a maggio dello scorso anno si trovavano al di sotto del *target*).

Gli *shock* d'offerta che hanno caratterizzato l'ultimo periodo si sono trasmessi anche sui prezzi al consumo: quelli relativi alla componente energetica hanno subito una nuova risalita (crescendo dell'8,6% annuo rispetto al 7,8% di aprile); i prezzi degli alimentari non trasformati, in forte ascesa dall'inizio dell'anno (tra aprile e maggio sono aumentati di quasi due percentuali, raggiungendo il 9%), sono risultati ancora in tensione per il persistere dei rincari sui mercati della carne.

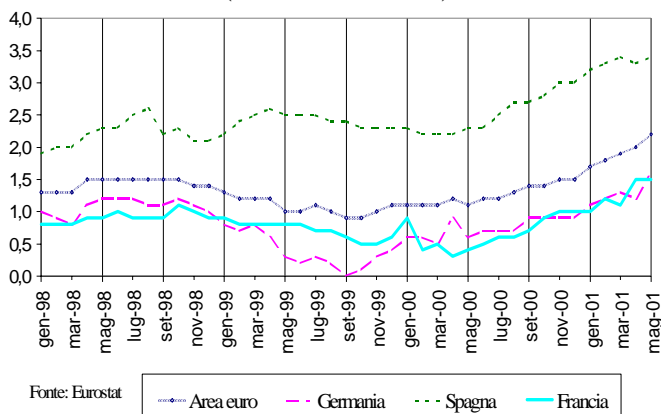
Pure la *core inflation* (calcolata escludendo le voci più volatili, usualmente energia e alimentari non trasformati) ha superato il tasso del 2%, raggiungendo in maggio il 2,2%, un valore doppio rispetto a un anno fa. I rincari hanno interessato le principali componenti: la dinamica dei servizi, che tipicamente si muove su livelli più elevati, ha manifestato una forte accelerazione, soprattutto ad inizio anno, riflettendo l'impatto degli adeguamenti di diversi prezzi amministrati e di modifiche nella tassazione indiretta in taluni paesi dell'area. In maggio, il relativo tasso tendenziale si è attestato al 2,5%. Per i prezzi dei beni industriali non energetici, il ritmo di crescita su base annua ha registrato dalla scorsa estate una graduale accelerazione, che ha portato in maggio a un tasso tendenziale dell'1,6%. La dinamica di questo comparto accomuna quasi tutte le economie, mettendo in evidenza come gli effetti di secondo impatto dei passati aumenti dei prezzi all'importazione non siano risultati pienamente filtrati.

Negli sviluppi di breve periodo, il riassorbimento delle tensioni ascrivibili agli *shock* ne-

Area euro: inflazione al consumo
(variazioni tendenziali)



Area euro: core inflation
(variazioni tendenziali)



gativi d'offerta dovrebbe condurre a una graduale discesa del tasso di inflazione.

...dovute al corso del greggio...

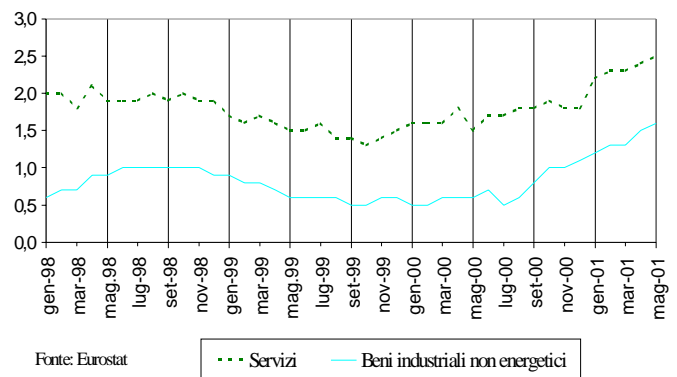
Dopo un semestre circa (novembre 2000-marzo 2001) in cui il prezzo del petrolio sembrava in riduzione, dalla seconda decade di aprile le quotazioni del Brent hanno ripreso a salire. Il prezzo *spot* si è riportato, nella prima metà di giugno, poco al di sotto dei 29 dollari a barile, guadagnando circa 3,5 dollari rispetto alla prima decade di aprile.

Tale andamento ha nettamente smentito la maggior parte delle previsioni che, alla luce del generale rallentamento dell'attività produttiva a livello mondiale, scontavano un ridimensionamento, anche relativamente consistente, delle quotazioni. Solo nell'ultima parte dell'anno, in sintonia con la ripresa congiunturale, il *trend* si sarebbe dovuto invertire.

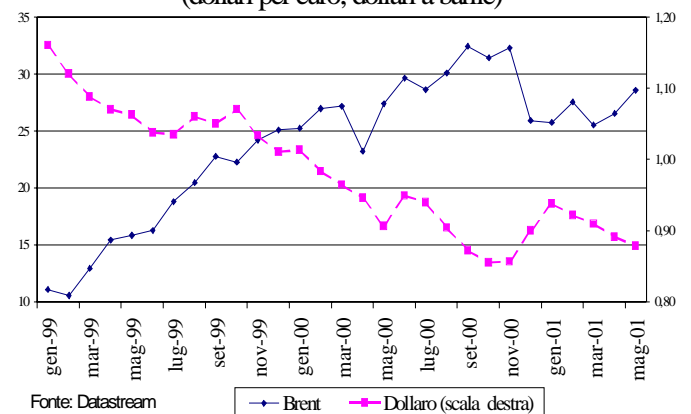
Diversi sono i fattori che concorrono a spiegare la più recente evoluzione: dai tagli produttivi operati dai paesi OPEC (-1,5 milioni di barili al giorno da febbraio e un ulteriore taglio di un milione di barili al giorno da aprile), al riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente; dalla ricostituzione delle scorte nei paesi dell'OCSE, e in misura più cospicua negli Stati Uniti, alla sospensione delle esportazioni irachene (come "arma" di persuasione per il rinnovo dell'accordo ONU "oil for food" per un periodo di almeno sei mesi).

In prospettiva, tuttavia, la situazione non appare così preoccupante come potrebbero far ritenere i recenti aumenti. La decisione dell'OPEC, all'inizio di giugno, di mantenere invariata la produzione sembra indicare che ci

Area euro: inflazione al consumo
(variazioni tendenziali)



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



sia un certo equilibrio sul mercato petrolifero: l'incremento della domanda rimane relativamente modesto (data la fase congiunturale e l'elevato livello raggiunto dalle scorte statunitensi); l'offerta, a sua volta, sembra riuscire abbastanza a sintonizzarsi sulla *performance* della domanda grazie agli interventi dell'OPEC. Indicazioni di un allentamento delle tensioni si sono evidenziate nelle ultime settimane, quando il prezzo *spot* del Brent ha ripreso a scendere, portandosi a fine giugno a circa 26 dollari a barile.

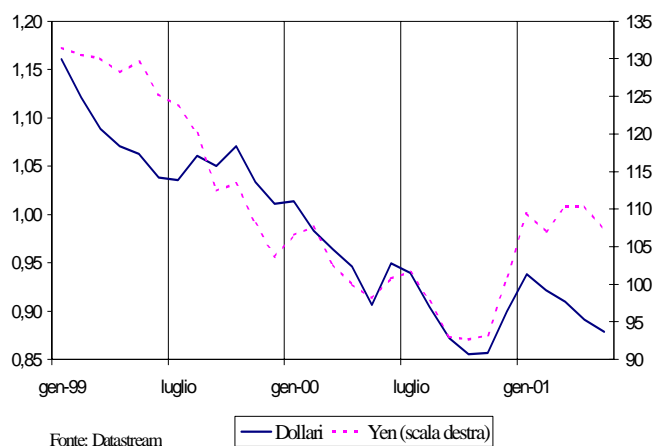
...e all'indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro

L'effetto delle quotazioni del greggio sull'inflazione europea è stato ulteriormente amplificato dall'evoluzione della moneta unica *vis-à-vis* con il dollaro. Il tasso di cambio dell'euro rispetto a quest'ultimo è tornato in maggio sui livelli minimi già toccati nell'ultimo trimestre del 2000, e nella media dei primi venti giorni di giugno si è attestato poco sopra gli 85 centesimi di dollaro. Rispetto alla quotazione di inizio 2000, la valuta comune risulta attualmente deprezzata del 17% nei confronti del dollaro.

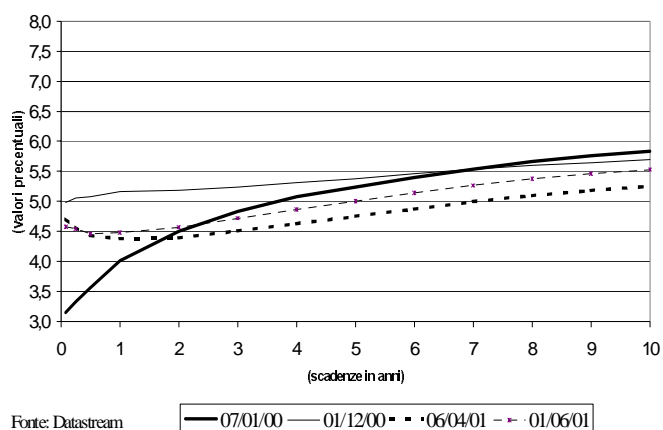
I mercati finanziari

In connessione alla modifica in senso espansivo delle politiche monetarie, sui mercati finanziari si sono ristabilite condizioni più normali. Negli Stati Uniti, la curva dei rendimenti - progressivamente appiattitasi durante il 2000, fino ad invertirsi nel segmento a medio termine a fine anno - ha ripreso un andamento crescente nei primi mesi del 2001. Solo nel

Tasso di cambio dell'euro



Area euro: curve dei rendimenti

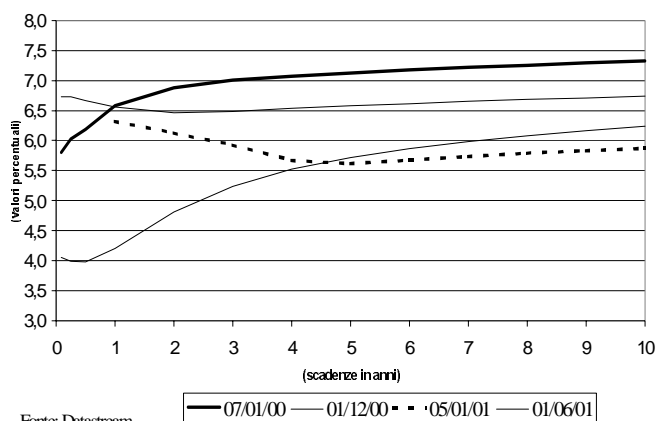


breve periodo (sulle scadenze a tre e sei mesi), la curva risulta ancora a U, esprimendo attese di un ulteriore ribasso dei tassi ufficiali. Dall'inizio dell'anno, con i primi interventi della Federal Reserve, i rendimenti a più lunga scadenza hanno mostrato un'evoluzione incerta; dopo la manovra del 20 marzo, che aveva portato la riduzione complessiva del tasso sui *federal funds* a 1,5 punti percentuali da inizio anno, essi hanno ripreso ad aumentare sensibilmente: il *benchmark* a 10 anni sui titoli pubblici, pari a circa il 4,8% a fine marzo, ha raggiunto il 5,5% nel mese di maggio.

Lo *spread* tra titoli a lunga (10 anni) e a breve (1 mese), che dalla metà del 2000 risultava negativo, è tornato positivo dalla fine di marzo e, nella prima settimana di giugno, è stato pari a circa un punto e mezzo percentuale. Ciò riflette il miglioramento delle aspettative sulla capacità di ripresa degli Stati Uniti.

Nell'area dell'euro, a causa della persistente incertezza sulle prospettive, i tassi di interesse hanno seguito solo in parte gli andamenti statunitensi. I rendimenti a 10 anni, nella prima settimana di giugno, erano intorno al 5,5%, inferiori di circa mezzo punto percentuale rispetto agli analoghi rendimenti statunitensi. La curva dei rendimenti dell'area dell'euro presenta, pertanto, un andamento molto più piatto di quello americano.

Stati Uniti : curve dei rendimenti



Fonte: Datastream