



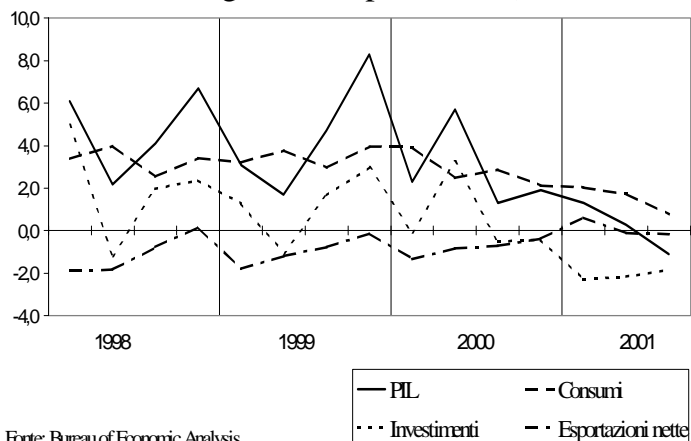
SEGNALI DI MIGLIORAMENTO CONGIUNTURALE NEGLI USA ANCORA INCERTA LA SITUAZIONE NELL'AREA EURO

Il 2001 si chiude per l'economia mondiale tra molte incertezze e qualche spiraglio di luce. Negli Stati Uniti, la batteria degli ultimi indicatori mostra diffusi segni positivi: le imprese hanno assottigliato i magazzini e sembrano in grado, in presenza di domanda, di fare ripartire la produzione nella prima parte del prossimo anno. Se così fosse, il quarto trimestre 2001 potrebbe costituire il punto di minimo del ciclo americano. Le indicazioni sono invece molto più incerte in Europa, dove il passo dell'economia è anche appesantito dal forte rallentamento della Germania. I più recenti indicatori anticipatori dell'area euro hanno evidenziato, a novembre, cenni di rialzo. Questi andamenti più favorevoli sono, però, ancora insufficienti per dire che il peggio è passato. Con riferimento alle altre grandi aree, continuano a gravare sull'economia internazionale importanti fattori "locali" di rischio, costituiti dalla recessione del Giappone e soprattutto dalla grave crisi finanziaria e politica dell'Argentina. Alla situazione di quest'ultimo paese è dedicato un *focus* di approfondimento.

Segnali di uscita dalla recessione negli Stati Uniti...

La debolezza congiunturale americana, già evidente nel secondo trimestre del 2001, si è accentuata nel terzo. La variazione del PIL nel periodo luglio-settembre ha mostrato, per la prima volta dopo dieci anni, il segno negativo. Tale risultato è attribuibile alla forte contrazione degli investimenti, in particolare quelli di natura non residenziale. Tra questi il ridimensionamento più marcato si è registrato nelle componenti dell'*ICT* che, dopo una caduta nel secondo trimestre, hanno mostrato un'ulteriore, marcata riduzione. La contrazione del PIL è stata solo in parte limitata dall'incremento dei consumi privati; questi ultimi hanno beneficiato dell'aumento del reddito disponibile, in conseguenza della restituzione ai contribuenti americani, nell'ambito del più ampio

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



Fonte: Bureau of Economic Analysis

programma intrapreso dall'amministrazione Bush di riduzione della pressione fiscale, di parte delle imposte versate nel 2000.

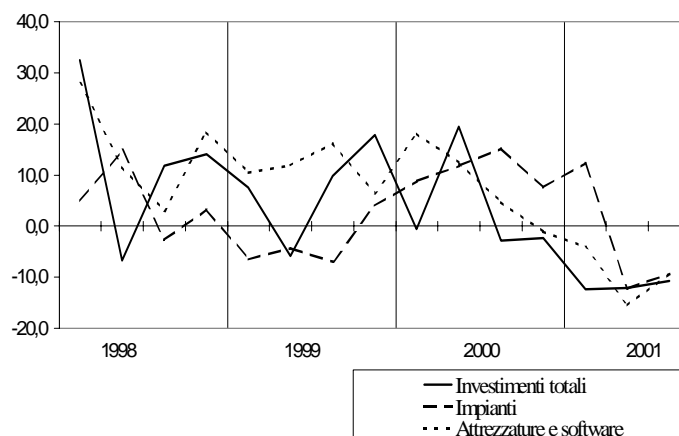
Le informazioni disponibili sul quarto trimestre portano a stimare una nuova flessione del PIL di entità simile o leggermente inferiore a quella dei precedenti tre mesi. La recessione americana verrebbe così confermata anche dai dati di PIL (due trimestri consecutivi di caduta), dopo essere stata "certificata" dagli analisti del NBER che, osservando indicatori su base mensile, ne hanno decretato l'inizio nel marzo scorso.

Il nuovo calo del PIL nel quarto trimestre 2001 potrebbe però segnare il raggiungimento del punto di minimo del ciclo americano, con un conseguente lento recupero nel corso della prima parte del 2002. Alla base di questa valutazione stanno i segnali congiunturali evidenziatisi negli ultimi mesi.

A fronte di un mercato del lavoro in ulteriore deterioramento (il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 5,7% a novembre ed è destinato ancora ad aumentare nei prossimi mesi) si sono infatti intensificati, nel recente periodo, le indicazioni di una possibile inversione di tendenza o, comunque, di interruzione della fase calante dell'economia.

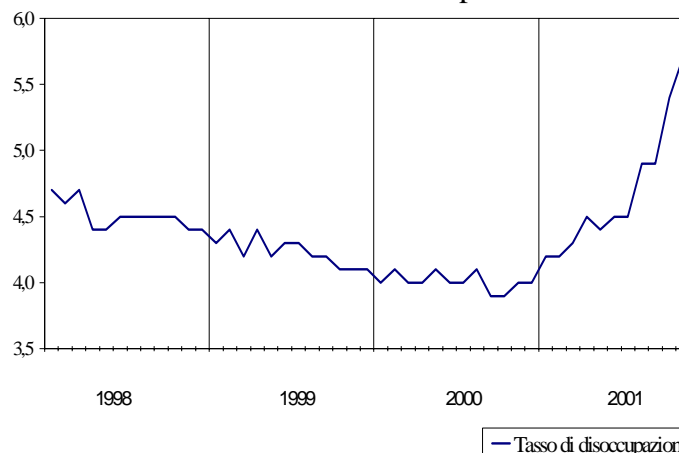
Sul fronte della fiducia delle famiglie, mentre l'indice del *Conference Board* ha continuato a puntare verso il basso in ottobre e novembre, l'indice dell'università del Michigan ha mostrato, dopo lo *shock* degli attentati terroristici, un costante recupero, riportandosi a dicembre su valori superiori a quelli di settembre. L'andamento delle vendite al dettaglio sembrerebbe aver "seguito" nell'ultimo periodo soprattutto quest'ultimo indicatore di fiducia: nonostante la correzione al ribasso di novembre apportata al balzo del mese prece-

Stati Uniti: investimenti
(variazioni percentuali trimestrali annualizzate)



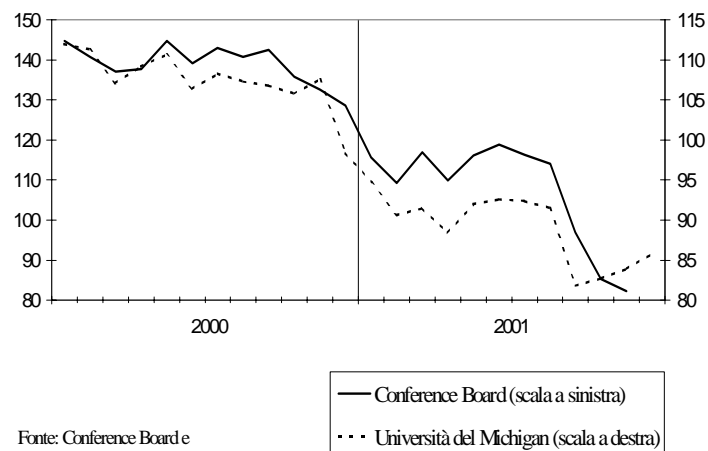
Fonte: Bureau of Economic Analysis

Stati Uniti: tasso di disoccupazione



Fonte: Datastream

Stati Uniti: indici di fiducia dei consumatori



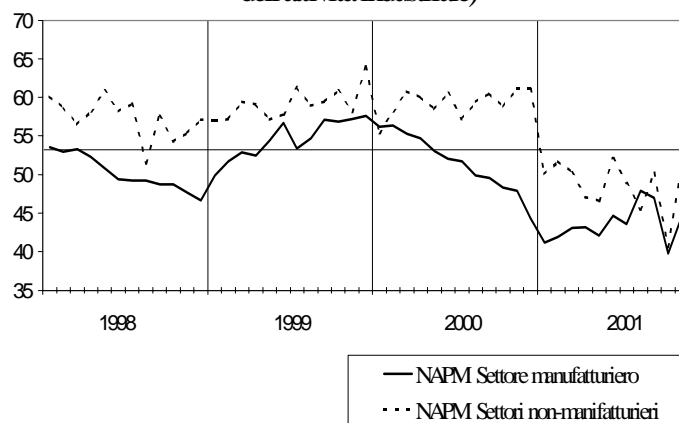
Fonte: Conference Board e
Università del Michigan

dente, nella media del bimestre ottobre-novembre le vendite al dettaglio si sono collocate sopra la media del trimestre luglio-settembre.

Sul fronte della fiducia delle imprese, l'indice dei responsabili degli acquisti (NAPM) nei settori non manifatturieri si è riportato a novembre sopra la soglia di 50; quello dell'industria manifatturiera ha segnato nello stesso mese un aumento, pur rimanendo in "zona contrazione". Il miglioramento di quest'ultimo indicatore ha riflesso soprattutto il sensibile recupero dei nuovi ordinativi (e in particolare di quelli dei beni durevoli) dopo quattro mesi di ininterrotta caduta. La progressiva attenuazione della recessione nell'industria statunitense ha trovato conferma nella riduzione, molto modesta e inferiore alle attese, registrata dalla produzione industriale nel mese di ottobre (-0,3%). Indicazioni positive vengono anche dall'indice anticipatore dell'andamento dell'economia, aumentato in novembre per il secondo mese consecutivo.

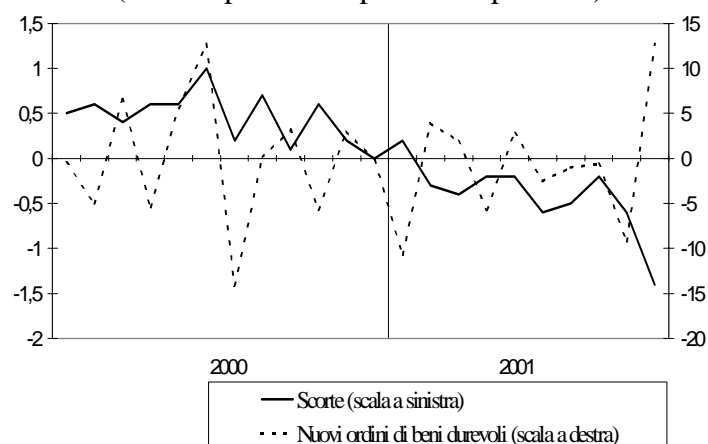
In questo quadro lascia ben sperare, riguardo alla possibilità di un superamento a breve della fase negativa del ciclo americano, il drastico ridimensionamento dell'eccesso di scorte operato, a partire dal terzo trimestre, dalle imprese americane: nel periodo luglio-settembre il contributo delle scorte alla variazione del PIL è stato negativo per 0,75 punti percentuali in ragione d'anno. L'assottigliamento dei magazzini dovrebbe essere proseguito a ritmi intensi anche nel quarto trimestre (contribuendo alla probabile riduzione del PIL nell'ultima parte dell'anno): in ottobre le scorte del settore privato sono diminuite dell'1,4%, la caduta mensile più forte dell'ultimo decennio. Il progressivo "svuotamento" dei magazzini, in presenza di un andamento positivo delle vendite, potrebbe preannunciare un rimbalzo della pro-

Stati Uniti: indici di fiducia delle imprese
(valori inferiori a 50 indicano contrazione dell'attività industriale)



Fonte: Datastream

Stati Uniti: scorte e nuovi ordinativi di beni durevoli
(variazioni percentuali rispetto al mese precedente)



Fonte: Datastream

duzione industriale nei primi mesi del prossimo anno.

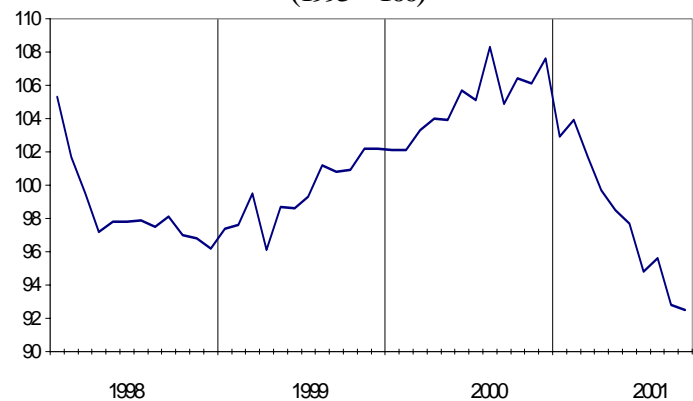
...ma non in Giappone

Con il secondo trimestre di crescita negativa il Giappone è ufficialmente entrato in recessione. I dati diffusi dall'ufficio del Primo Ministro mostrano una riduzione del PIL nel periodo luglio-settembre dello 0,5% rispetto al trimestre precedente. Tale risultato è la conseguenza della contrazione della domanda interna (0,6 punti percentuali), compensata solo in minima parte dal positivo contributo delle esportazioni nette (0,1 punti percentuali); quest'ultime sono il risultato di una flessione delle importazioni (-4,6%) superiore a quella delle esportazioni (-3,3%). Alla base di tale quadro si conferma quindi l'estrema debolezza dei consumi; quelli delle famiglie hanno evidenziato una riduzione dell'1,7% rispetto al secondo trimestre.

Il tasso di disoccupazione ha toccato in ottobre il 5,3% della forza lavoro, valore mai raggiunto prima, almeno dal dopoguerra. Nello stesso mese il livello della produzione industriale è risultato dell'11,9% più basso rispetto a dodici mesi prima. Le riduzioni più consistenti si sono avute nelle produzioni di apparecchi telefonici (fissi e portatili) e nei macchinari per l'industria dei semiconduttori, a riprova della fase di ridimensionamento che, anche in questo paese, ha colpito il settore *ICT*.

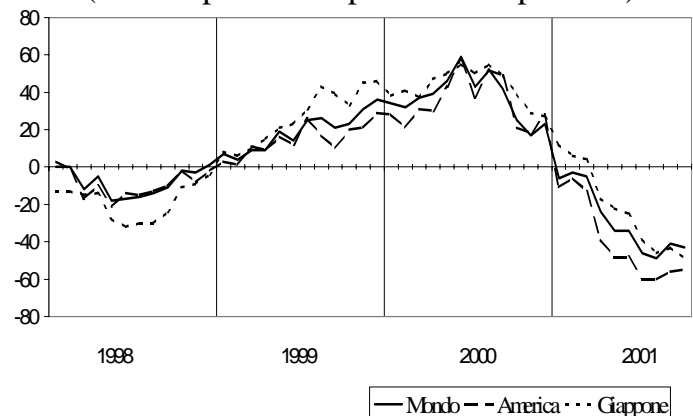
Con un rapporto debito/PIL intorno al 130% e un tasso ufficiale di sconto pari a 0,1%, i tradizionali strumenti di politica monetaria e fiscale appaiono spuntati. Per uscire dall'*impasse* della recessione sembra evidente la necessità di combinare ricette di politica economica apparentemente eterodosse (come

Giappone: indice della produzione industriale
(1995 = 100)



Fonte: Datastream

Vendite dell'industria dei semiconduttori
in diversi mercati
(variazioni percentuali rispetto ai 12 mesi precedenti)



Fonte: Datastream

lo stimolo dell'inflazione e soprattutto delle aspettative di inflazione, unica via per abbassare i tassi reali d'interesse), con una dolorosa, ma necessaria, ristrutturazione del sistema bancario.

Il forte rallentamento dell'area euro...

Nell'area dell'euro l'evoluzione ciclica nel corso dell'anno ha registrato un progressivo indebolimento.

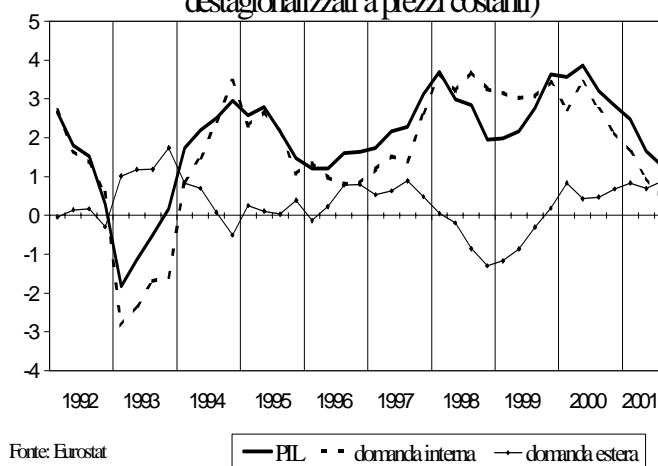
Già durante i mesi estivi, prima dell'attacco terroristico dell'11 settembre, si rilevava un evidente peggioramento delle prospettive di sviluppo dell'intera area riconducibile, oltre che alle ripercussioni della congiuntura statunitense, anche a elementi autonomi di debolezza.

Dalla fotografia dei dati di contabilità nazionale, che dipinge il quadro economico precedente agli attacchi, si evidenzia infatti una notevole decelerazione: nel secondo trimestre il tasso di crescita congiunturale del PIL per l'intera area è stato dello 0,1%, dopo l'aumento dello 0,5% registrato nei precedenti tre mesi; le prime stime relative al terzo trimestre confermerebbero la debolezza della congiuntura europea (0,1%).

...spinto dalla frenata di investimenti e scorte

Gli elementi alla base del rallentamento in Europa sono gli stessi già evidenziati nel quadro delineato nella nota mensile del giugno scorso. La decelerazione ciclica è imputabile all'indebolimento della domanda interna; a sua volta questo trae origine principalmente dalla riduzione del contributo fornito dagli investimenti fissi e dalle scorte (rispettivamente negativi per 0,3 e 0,6 punti percentuali), come conseguenza del ridimensionamento delle

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



IL CICLO REALE NELL'AREA EURO
(tassi di variazione congiunturali del PIL e contributi alla crescita delle principali componenti)

	2000				2001		
	I	II	III	IV	I	II	III
PIL	0,9	0,9	0,5	0,6	0,5	0,1	0,1
Domanda interna	0,6	0,9	0,2	0,4	0,1	0,3	-0,4
Consumi privati	0,4	0,4	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1
Consumi pubblici	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Investimenti fissi	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Scorte	-0,2	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,0	-0,5
Domanda estera	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,4	-0,2	0,5
Esportazioni	1,0	1,0	1,3	0,9	-0,1	-0,1	-0,2
Importazioni	0,7	1,1	1,0	0,8	-0,5	0,1	-0,7

Fonte: Eurostat.

aspettative di crescita prevalenti ad inizio anno.

A riflesso dell'indebolimento sia delle condizioni di domanda interna sia di quella internazionale, l'apporto positivo della domanda estera netta, insufficiente peraltro a compensare il calo di quella interna, è stato guidato da una contrazione delle importazioni superiore a quella delle esportazioni.

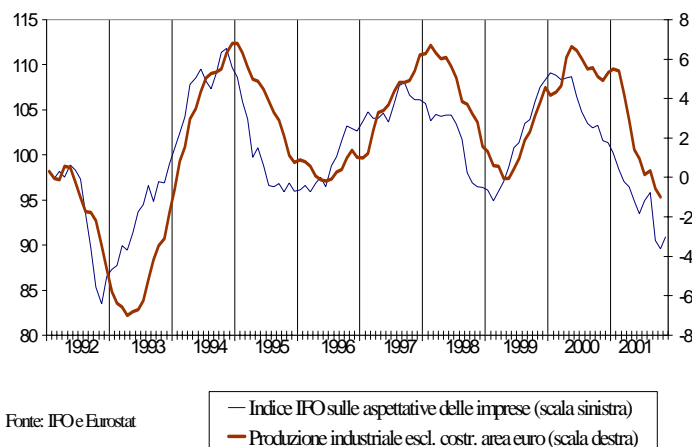
Per l'intera area euro l'indice di produzione industriale, al netto del settore delle costruzioni, ha registrato in ottobre una variazione negativa del 2,6% rispetto al mese corrispondente.

Le informazioni congiunturali relative al quarto trimestre puntano sul sostanziale proseguimento della fase di debolezza del ciclo europeo. In particolare, i segnali di possibile svolta nell'area appaiono ancora scarsi, soprattutto se raffrontati a quanto si osserva nell'economia statunitense. Persiste in generale una situazione di incertezza che si riflette nelle decisioni di spesa di famiglie e imprese. Le prime, in particolare, appaiono condizionate dalle attese negative circa la situazione occupazionale, che si prevede in deterioramento durante tutto il 2002.

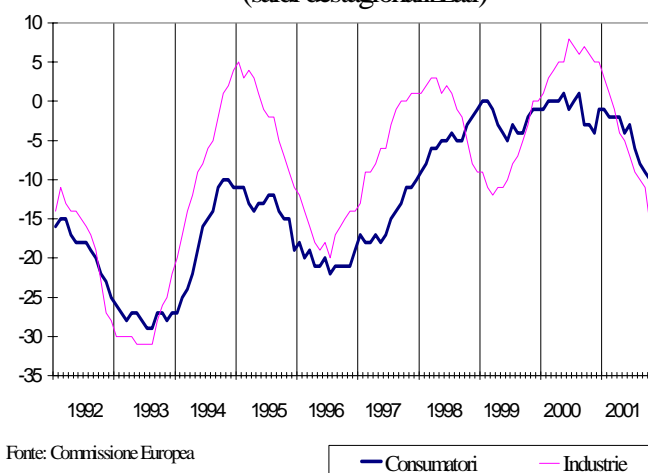
A ciò si aggiungono le specifiche forti difficoltà della più grande economia dell'area, la Germania, colpita da un lato dallo sgonfiamento della bolla registrata nel settore interno delle costruzioni, dall'altro dal notevole calo della domanda internazionale di beni di investimento in cui l'economia tedesca è fortemente specializzata. In queste condizioni, la flessione dell'attività manifatturiera dell'area euro dovrebbe proseguire nell'ultimo trimestre dell'anno.

Se, dunque, la situazione congiunturale europea appare nel complesso ancora "grigia", qualche debole segnale nella direzione di una

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



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



IL CICLO REALE IN GERMANIA
(tassi di variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi alla crescita delle principali componenti)

	PIL	consumi	cons. priv.	cons. pubb.	inv. fissi	scorte	import	export	export nette
2000-I	1,0	0,3	0,2	0,1	0,4	-0,4	0,5	1,4	0,9
2000-II	1,1	0,6	0,6	0,0	0,1	0,7	1,0	0,8	-0,2
2000-III	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	0,9	1,1	0,2
2000-IV	0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	1,0	1,6	1,1	-0,5
2001-I	0,4	0,9	0,7	0,2	-0,1	-1,2	-1,3	-0,1	1,2
2001-II	0,0	0,4	0,4	0,0	-0,3	0,0	0,4	0,3	-0,1
2001-III	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,7	0,4	1,1

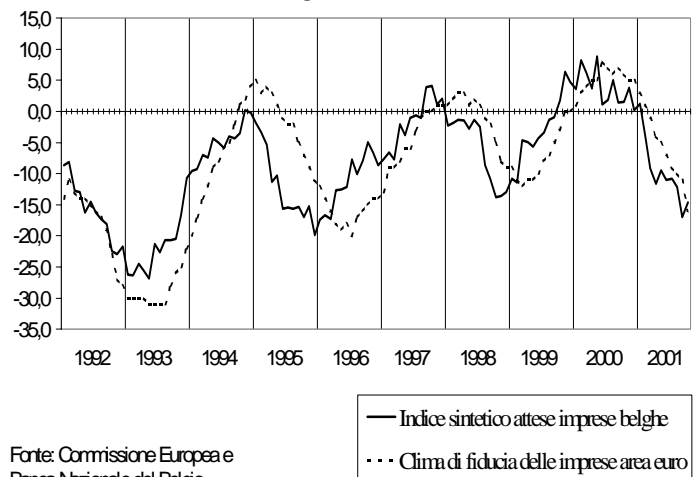
Fonte: Datastream.

attenuazione della recessione manifatturiera è venuta, nel recente periodo, da alcuni indicatori anticipatori. Il PMI, l'indice dei responsabili degli acquisti delle imprese manifatturiere, in novembre ha mostrato un lieve recupero, rimanendo però sotto la soglia di 50 e implicando quindi una attività produttiva ancora in contrazione. L'indice di fiducia delle imprese belghe che, in virtù della loro forte integrazione con le altre imprese europee costituiscono un utile termometro dell'attività produttiva nell'area euro, ha registrato un recupero in ottobre. Infine, l'indicatore delle aspettative delle imprese tedesche misurato dall'IFO ha mostrato in novembre un leggero rialzo. Quest'ultimo indicatore, che rappresenta un buon anticipatore della produzione industriale dell'intera area euro, aveva in realtà già mostrato un incremento nei mesi di luglio e agosto, a cui era però seguito un nuovo deciso calo. In generale, quindi, questi primi, pur favorevoli, segnali vanno interpretati con molta cautela e necessitano di successive, più robuste conferme.

La situazione economica nell'area emergente...

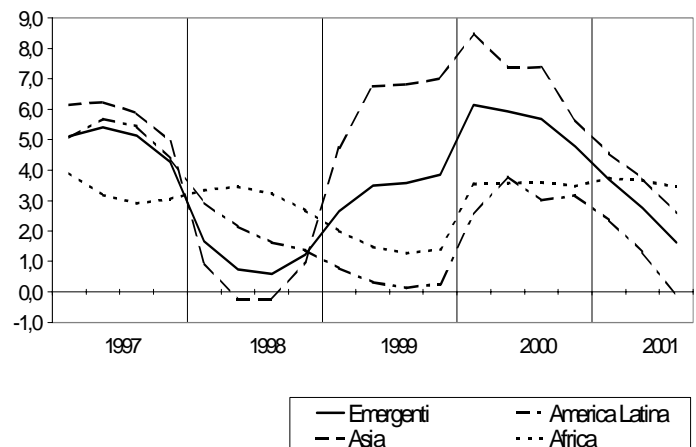
L'area emergente non è uscita indenne dal rallentamento economico che ha caratterizzato il contesto mondiale nel 2001. L'incremento tendenziale del PIL, che già aveva iniziato a decelerare nella seconda parte dello scorso anno, si è attestato, nel periodo luglio settembre, al di sotto del 2%. Tale risultato sottintende una dinamica fortemente differenziata tra le regioni e, ancor più, all'interno di ciascuna, tra i singoli paesi. La differenziazione è sostanzialmente dovuta alla maggiore o minore esposizione di ciascun paese rispetto ai tre fenomeni alla base della debolezza: rallentamento statunitense, ne-

Indicatori del clima di fiducia delle imprese:
Belgio e area euro



Fonte: Commissione Europea e Banca Nazionale del Belgio

PIL delle aree emergenti
(variazioni tendenziali)



Fonte: CEF

gativa *performance* del settore tecnologico e flessioni dei mercati finanziari.

...paesi OPEC...

I paesi OPEC hanno, fin qui, moderato le ricadute della contrazione del prezzo del petrolio grazie a un maggior controllo dell'offerta operato attraverso ripetute riduzioni della produzione. Anche in quest'area, tuttavia, il più recente periodo evidenzia un'attenuazione della crescita reale che solleva, in prospettiva, preoccupazioni: un accordo su ulteriori tagli produttivi sembra, infatti, meno facile da raggiungere poiché implica il consenso anche dei paesi esterni al cartello.

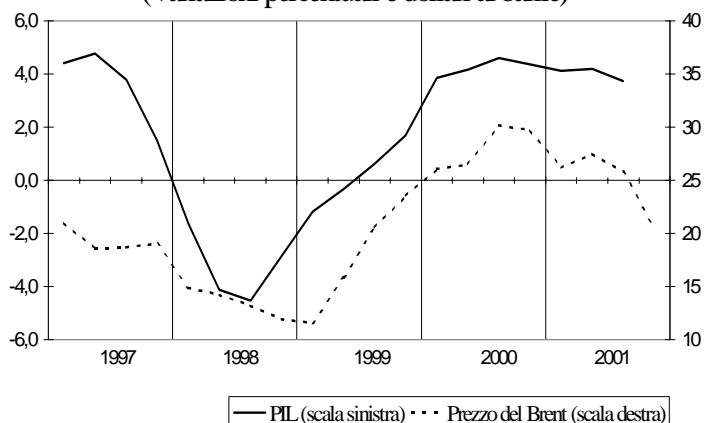
...area asiatica...

I paesi asiatici in generale, ma soprattutto quelli più dinamici, sono stati particolarmente colpiti dal negativo andamento del settore tecnologico e dal lungo periodo di flessioni dei mercati finanziari. Soltanto i paesi che hanno potuto contare su una buona *performance* dei consumi privati e/o quelli la cui economia è sostanzialmente al riparo dalla concorrenza internazionale hanno mantenuto un relativo dinamismo della crescita.

Paesi come Singapore, Hong Kong e Taiwan che, con i buoni risultati conseguiti lo scorso anno, avevano portato a ritenere superate le difficoltà della crisi finanziaria del 1997-1998, segnano le flessioni più marcate. All'impatto negativo esterno si accompagna, infatti, un drastico deterioramento della componente interna della domanda.

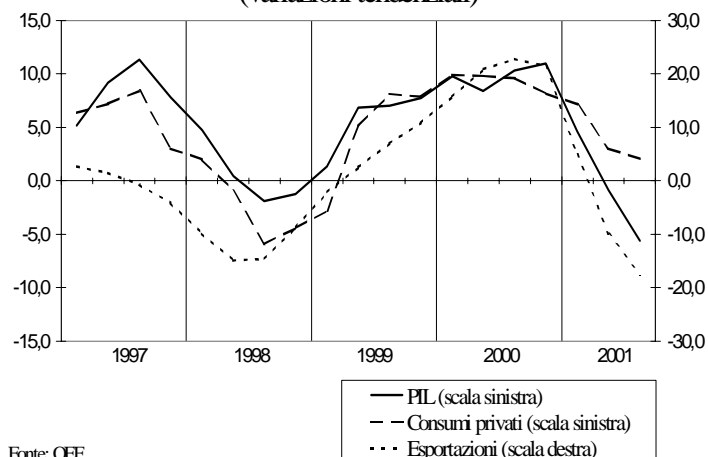
Relativamente al riparo dal generalizzato rallentamento sono rimaste solo Cina e India, meno esposte ai contraccolpi della congiuntura

PIL OPEC e prezzo del Brent
(Variazioni percentuali e dollari al barile)



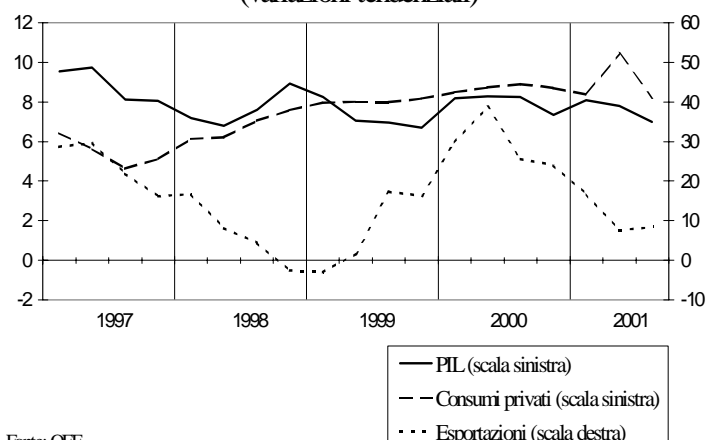
Fonte: OEF e Datastream

Singapore: PIL, consumi, esportazioni
(variazioni tendenziali)



Fonte: OEF

Cina: PIL, consumi, esportazioni
(variazioni tendenziali)



Fonte: OEF

internazionale.

...e America Latina

Sebbene la decelerazione sia generalizzata tra i paesi emergenti, l'area che risulta più penalizzata è l'America Latina che ha riflesso più direttamente gli effetti dell'indebolimento del ciclo americano e ha risentito della profonda crisi argentina. A quest'ultima è dedicato un approfondimento al termine di questa nota.

Il rientro dell'inflazione

Per la maggior parte dei paesi industrializzati il rientro dall'inflazione, avvenuto dall'estate con rapidità, ha rispecchiato essenzialmente il riassorbimento degli *shock* di offerta che avevano operato all'inizio del 2001; accanto a questo, la debolezza delle economie ha contribuito ad accelerare il processo in corso, smorzando i timori inflazionistici legati all'andamento dei prodotti energetici e alimentari.

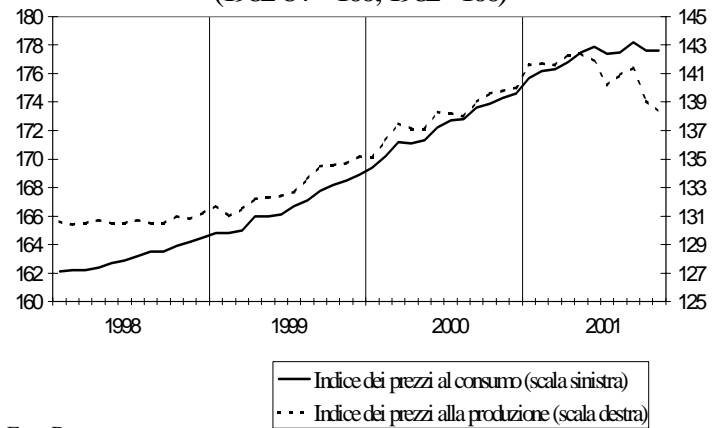
Negli Stati Uniti i prezzi si raffreddano...

Negli Stati Uniti i prezzi hanno subito, negli ultimi due mesi, una evidente frenata. L'indice dei prezzi al consumo destagionalizzato è rimasto invariato in novembre rispetto ad ottobre, mese in cui aveva mostrato una variazione negativa; i prezzi alla produzione sono invece diminuiti, in termini congiunturali, sia in ottobre che in novembre.

...e continua la deflazione in Giappone

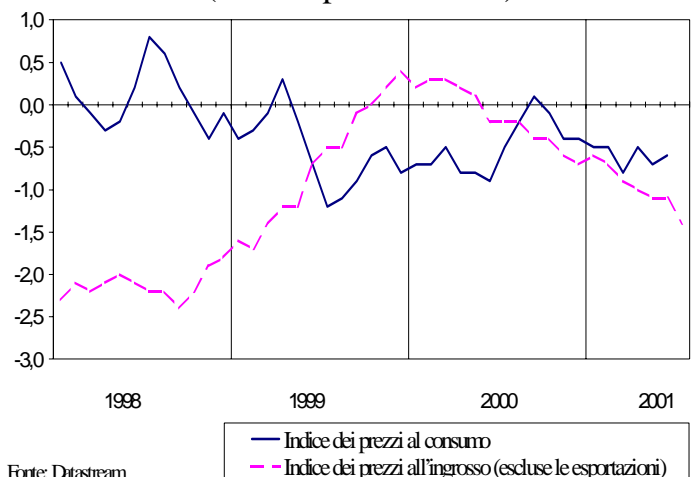
In Giappone non accenna ad arrestarsi il processo deflativo in corso ormai dalla metà

Stati Uniti: indici dei prezzi al consumo e alla produzione
(1982-84 = 100; 1982 = 100)



Fonte: Datastream

Giappone: indici dei prezzi al consumo e all'ingrosso
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Datastream

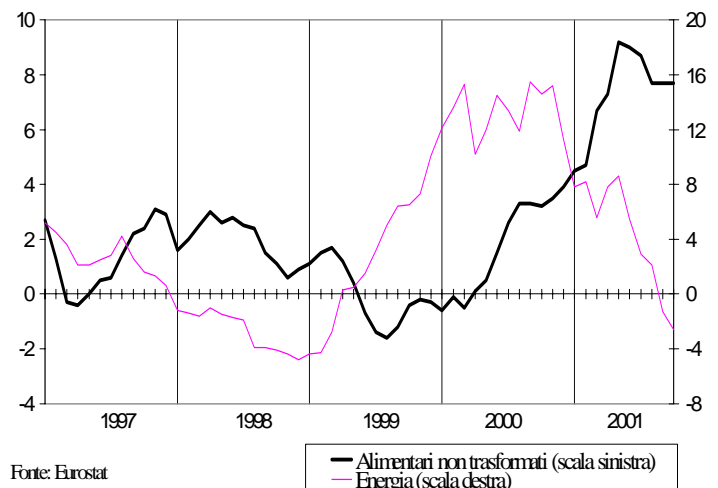
del 2000: in ottobre le variazioni congiunturali su base annua dei prezzi al consumo e di quelli all'ingrosso sono state pressoché simili (-0,8%).

Le tendenze dell'inflazione nell'area dell'euro

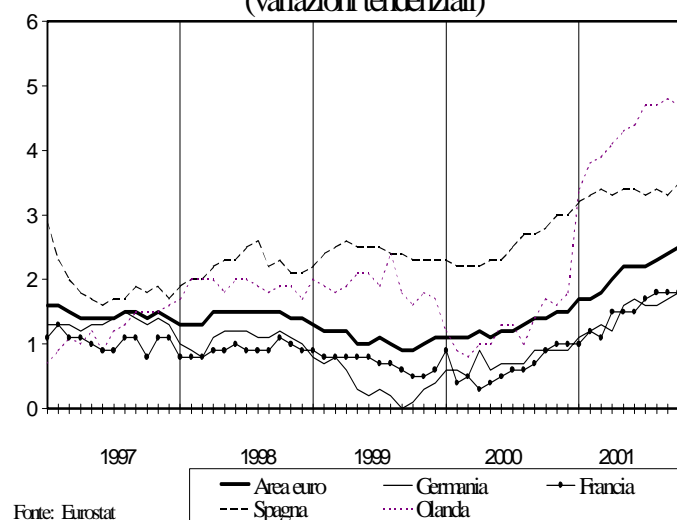
La caduta dei prezzi internazionali del petrolio e il sostanziale arresto dell'ampio deprezzamento del cambio dell'euro nei confronti del dollaro hanno determinato una discesa significativa dei prezzi della componente energetica e degli *input* importati in generale. A questi elementi si è aggiunto, inoltre, il venir meno delle tensioni sui prezzi degli alimentari che avevano impresso nella prima parte dell'anno una forte spinta inflazionistica. Il tasso di crescita tendenziale, dopo aver toccato un massimo del 3,4% in maggio, si è riportato in ottobre al 2,4% e, secondo le prime stime Eurostat, dovrebbe ridursi ulteriormente in novembre al 2,1%. A livello territoriale sono i paesi minori a registrare le tensioni più intense.

Gli effetti indiretti relativi ai passati rincari dei prodotti petroliferi e degli alimentari, per quanto in via di esaurimento, non si sono peraltro ancora completamente scaricati nel sistema dei prezzi, come dimostra il profilo crescente della *core inflation*. Il relativo tasso tendenziale è risultato in ottobre pari al 2,5%, con una risalita di un punto percentuale dalla fine dello scorso anno. L'accelerazione della *core inflation* ha interessato, con poche eccezioni, la totalità dei paesi aderenti all'euro, anche se con intensità leggermente differenziate. La dispersione tra i tassi di crescita dei prezzi dei paesi aderenti alla moneta unica (calcolata come differenza tra il valore massimo e il valore minimo), in aumento graduale dall'inizio dell'anno,

Area euro: inflazione al consumo
(variazioni percentuali)



Area euro: core inflation
(variazioni tendenziali)



si è stabilizzata dalla fine dell'estate.

Gli effetti dell'11 settembre sui mercati monetari e finanziari

L'aumento dell'incertezza all'indomani degli eventi dell'11 settembre si è tradotto sui mercati finanziari in una crescita del grado di avversione al rischio da parte degli investitori. Nella seconda decade di settembre, i mercati borsistici hanno registrato sensibili e generalizzate riduzioni dei prezzi delle azioni. Parallelamente, sono risultati in rialzo i prezzi dei titoli obbligazionari sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro e si è prodotto uno spostamento generalizzato verso i titoli meno rischiosi (classificati con la tripla A).

Il premio di rischio sui titoli a lunga scadenza, misurato dal differenziale tra il rendimento delle obbligazioni di imprese private e quello dei titoli del governo a lunga scadenza, è aumentato nel corso della seconda metà di settembre di circa mezzo punto nell'area dell'euro e di 7 decimi di punto negli Stati Uniti.

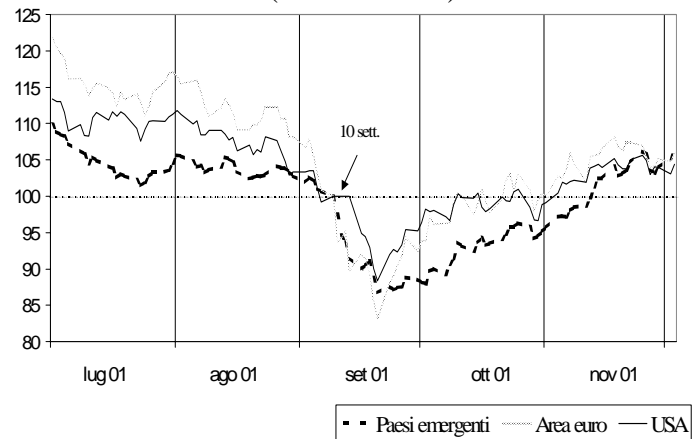
In conseguenza del marcato spostamento degli investitori dai mercati azionari ai mercati obbligazionari, i rendimenti sulle scadenze medio-lunghe hanno accentuato la dinamica discendente. La curva dei rendimenti sul segmento più breve ha assunto o accentuato la conformazione ad U, indicando diffuse attese di riduzione dei tassi ufficiali.

Sul mercato dei cambi, il dollaro ha manifestato pressioni al ribasso.

Le condizioni finanziarie dopo l'intervento delle banche centrali

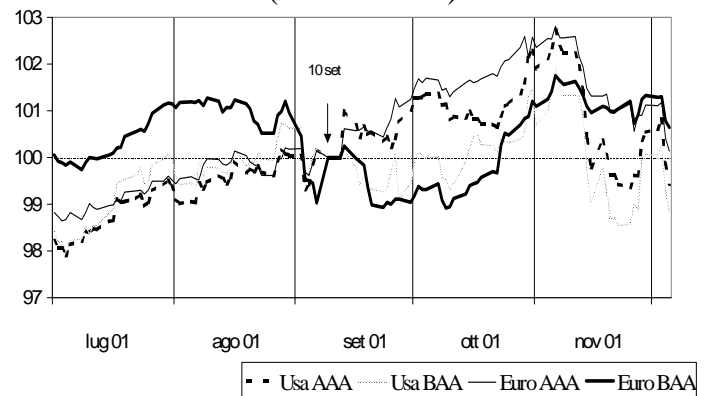
In tale contesto le banche centrali sono intervenute più volte a sostegno dell'attività eco-

Indici azionari Morgan Stanley Capital International
(10/09/2001=100)



Fonte: Datastream

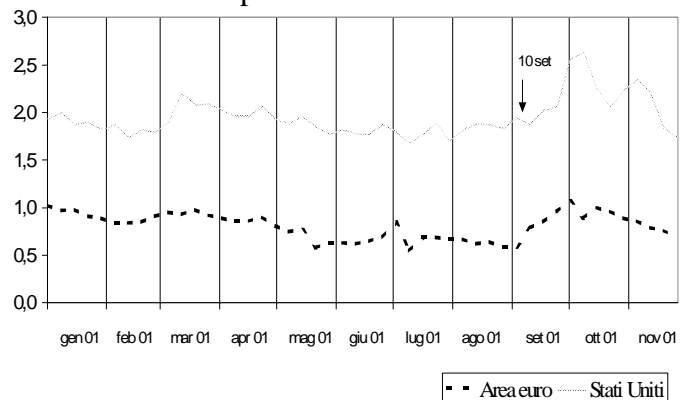
Indici obbligazionari Lehman
(10/09/2001=100)



Fonte: Datastream

Nota: AAA = titoli a basso rischio
BAA = titoli a rischio più elevato

Spread di rendimento tra obbligazioni private e titoli pubblici a 10 anni



Fonte: Datastream

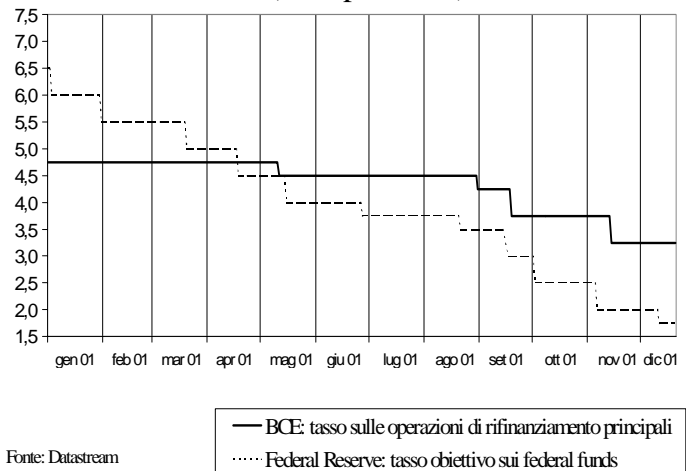
nomica. La FED, che nel corso dell'estate aveva rallentato l'intensità della manovra espansiva iniziata con il 2001, a partire da settembre ha ridotto ulteriormente il tasso obiettivo sui Federal Funds di 1,75 punti percentuali con quattro interventi consecutivi, portandolo all'1,75%, il livello più basso degli ultimi 40 anni. La BCE, che fino a settembre aveva ridotto i tassi di interesse ufficiali in maniera limitata e graduale, per complessivamente mezzo punto percentuale, è intervenuta più decisamente in settembre e novembre, con due tagli di mezzo punto ciascuno, portando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al 3,25 per cento.

La riduzione dei tassi di interesse ufficiali e l'abbondante immissione di liquidità nel sistema, hanno avuto l'effetto di stabilizzare i mercati finanziari. Le Borse sono tornate ad aumentare già alla fine di settembre, recuperando in media nel corso di un mese gran parte delle perdite subite in seguito agli attacchi terroristici. Uniche eccezioni in questo processo sono costituite dai paesi emergenti dell'America Latina e dai settori produttivi più colpiti in seguito agli eventi dell'11 settembre (compagnie aeree e turismo).

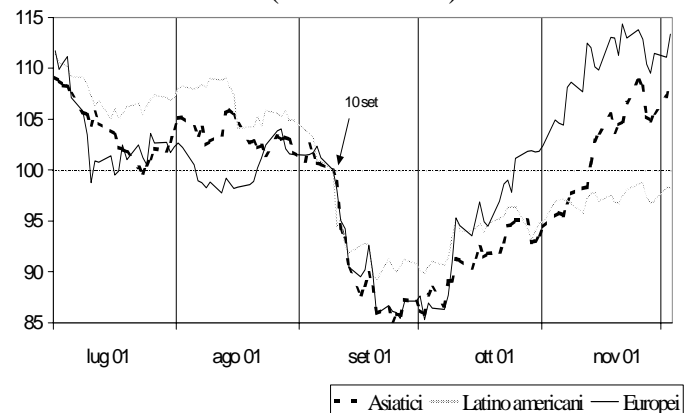
Anche nei mercati obbligazionari le tendenze generate in seguito agli eventi terroristici si sono interrotte. Le quotazioni dei titoli si sono ridimensionate ed il premio di rischio richiesto sulle obbligazioni private è tornato ai livelli precedenti gli attacchi: il differenziale di rendimento rispetto ai titoli pubblici a lunga scadenza è tornato in media ai livelli di agosto sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro (1,8 e 0,6 punti rispettivamente).

I rendimenti a scadenza medio-lunga hanno cominciato ad aumentare nel corso della seconda metà di novembre e la curva dei

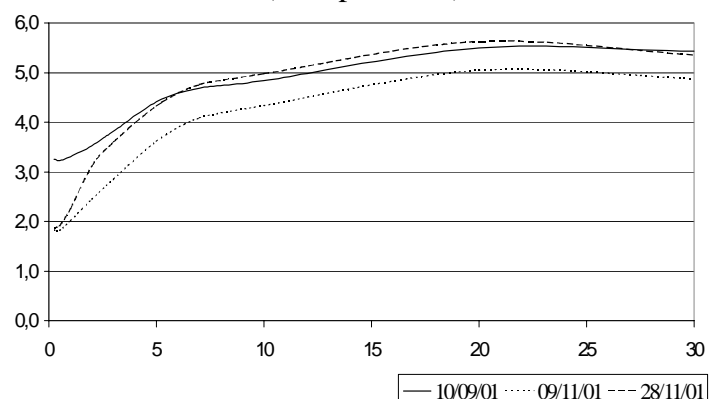
Tassi di interesse ufficiali
(valori percentuali)



Indici azionari Morgan Stanley Capital International
(10/09/2001=100)



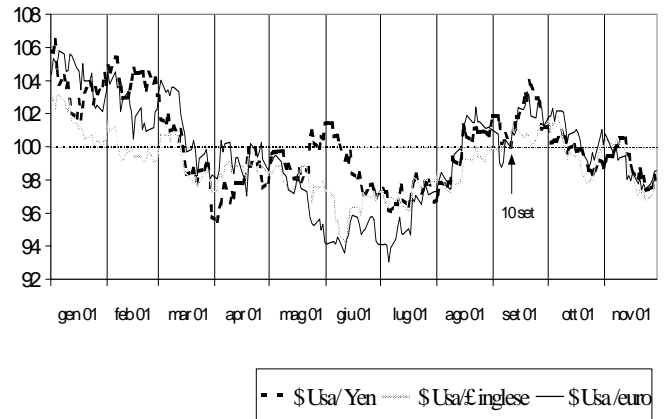
Stati Uniti: curve dei rendimenti
(valori percentuali)



rendimenti è diventata più ripida. Il fenomeno è stato più marcato negli Stati Uniti, riflettendo sia l'emergere di più robuste aspettative di ripresa, sia le prospettive di un possibile deterioramento del bilancio federale nel medio periodo. I mercati dei *future* indicano attese di rialzo dei tassi di interesse già nella seconda metà del 2002.

Anche sul mercato dei cambi gli interventi delle autorità hanno contribuito a moderare le reazioni degli operatori. Il dollaro, dopo il deprezzamento iniziale, è tornato a rafforzarsi e la situazione valutaria si è riportata rapidamente sulle posizioni di inizio settembre.

Cambio del dollaro rispetto alle principali valute
(Indici 10/09/2001=100)
(aumento=deprezzamento del \$)



Fonte: Datastream

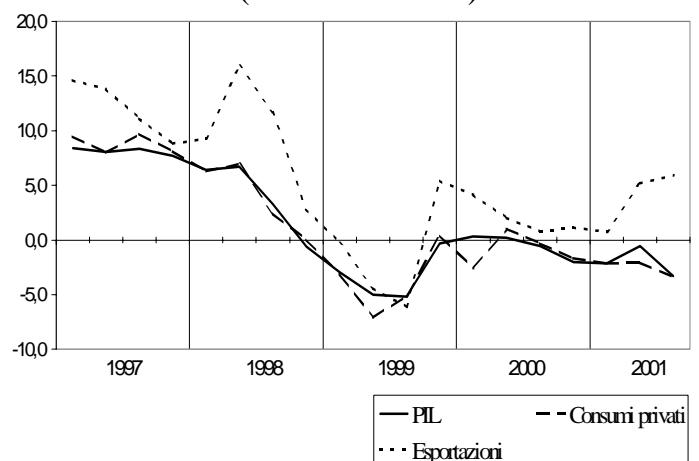
FOCUS: LA CRISI ARGENTINA

Negli ultimi anni le crisi monetarie e bancarie nelle aree emergenti hanno coinvolto non solo i paesi confinanti ma anche altri geograficamente lontani, determinando un effetto di contagio particolarmente rapido e violento; la possibilità che si ripresentino tali condizioni appare quindi preoccupante, tanto più in uno scenario internazionale caratterizzato dal contemporaneo rallentamento dei principali paesi industrializzati e dalle incertezze circa i tempi della ripresa. In questo approfondimento si esamina la crisi finanziaria argentina simulando gli effetti per il paese e per l'economia globale di tre possibili scenari: una nuova parità con il dollaro; libera fluttuazione del cambio; completa dollarizzazione.

Un fattore di rischio nello scenario internazionale

La situazione in Argentina, col rapido precipitare della crisi politico-finanziaria, rappresenta un fattore di rischio potenzialmente in grado di aggravare il quadro congiunturale internazionale. La drammaticità della posizione argentina è stata ancor più messa in risalto dopo la recente decisione del FMI di negare il prestito di circa 1,3 miliardi di dollari a causa del giudizio di inefficienza delle misure di emergenza adottate e, soprattutto, del mancato rispetto dell'obiettivo di azzeramento del *deficit* del bilancio nel 2002. Le restrizioni sui movimenti dei capitali e la solo parziale e temporanea dollarizzazione della moneta non sembrano sufficienti a garantire il rilancio di un'economia che, dal 1999, conosce tassi d'incremento del PIL negativi. Dopo qualche segno

Argentina: PIL, consumi, esportazioni
 (variazioni tendenziali)



Fonte: OEF

di schiarita, dall'inizio dell'estate la maggior parte degli indicatori economici segnala un nuovo drastico deterioramento. In particolare la produzione industriale evidenzia una perdita del 3,4% nella media dei primi dieci mesi del 2001 rispetto alla media del 2000, ma addirittura di oltre l'8% nel confronto tendenziale in ottobre. L'indebolimento dell'economia comporta una forte riduzione delle entrate fiscali, rendendo praticamente impossibile al governo il rispetto dei suoi impegni debitori.

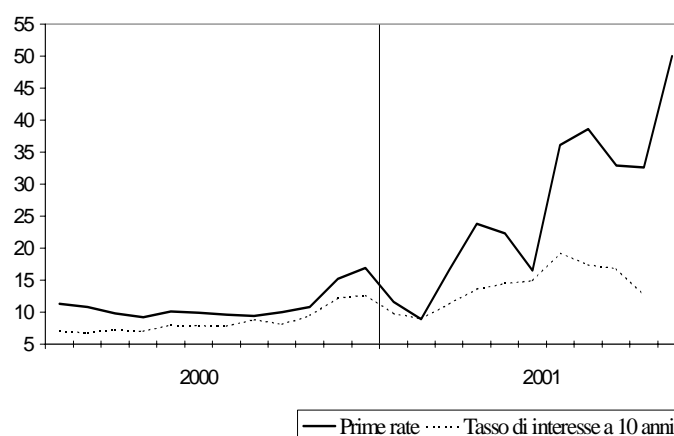
Pur se nell'immediato i titoli in scadenza verranno onorati grazie al forzato acquisto di *bond* da parte dei fondi pensione per un importo pari a un miliardo di dollari, la possibilità di un *default* sul debito rimane elevata.

Con l'ausilio del modello econometrico dell'*Oxford Economic Forecast* si sono effettuate alcune simulazioni sulla crisi argentina, al fine di valutare eventuali rischi di contagio sulle economie sudamericane e di altre aree emergenti, oltre che le conseguenze per le economie dei paesi industrializzati.

Tre possibili scenari

A questo scopo si sono ipotizzati tre possibili scenari. I primi due prefigurano una svalutazione del peso argentino (dal 1991 è legato al dollaro statunitense con una parità di 1 a 1 in un regime di *currency board*) pari al 30% a partire dal primo trimestre 2002. Nel primo scenario si suppone in particolare il mantenimento, dopo la svalutazione, di un regime di cambio fisso alla nuova parità (1,30 pesos per dollaro); nel secondo si lascia il cambio libero di fluttuare. Nel terzo scenario, infine, si ipotizza l'attuazione di una dollarizzazione completa, vale a dire l'abbandono del peso argentino e la sua sostituzione con la valuta statunitense.

Argentina: Tassi d'interesse



Fonte: Datastream

Scenario 1: FISSAZIONE DI UNA NUOVA PARITA' DEL PESO COL DOLLARO

ARGENTINA					
(differenze % dalla baseline, a meno di differente specificazione)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Spesa per consumi	-5,0	-10,9	-16,2	-16,6	-15,6
Investimenti fissi lordi	-8,9	-20,3	-27,2	-16,6	-13,1
PIL	-3,1	-7,3	-10,7	-8,9	-7,8
Produzione industriale	-4,3	-10,9	-13,7	-11,0	-9,6
Disoccupazione (migliaia)	12,6	62,9	109,2	123,5	111,0
Prezzi al consumo	3,4	4,5	4,3	4,3	4,7
Tassi di interesse a breve (punti)	11,2	17,6	18,0	5,3	6,2
Saldo di parte corrente (% del PIL)	1,6	2,6	3,7	3,5	2,7
Deficit pubblico (% del PIL)	-3,3	-7,6	-13,1	-14,7	-14,2

Fonte: ISAE.

La svalutazione del peso appare difficilmente eludibile. La fiducia degli argentini sul mantenimento della convertibilità attuale è drasticamente scemata. Sul mercato nero la valuta sudamericana è già scambiata ad un valore inferiore del 40% rispetto alla parità ufficiale; tenuto conto del cambio “nero”, l’entità del deprezzamento delle nostra ipotesi potrebbe addirittura risultare moderata. Tale inadeguatezza si traduce nel primo scenario (in cui la svalutazione è *una tantum* ed è seguita da un regime di cambi fissi) in bassa credibilità della nuova parità e nell’attesa di ulteriori nuove svalutazioni: ciò contribuisce a mantenere elevati i tassi interni di interesse a riflesso del premio per il rischio di cambio. Nel secondo scenario, di libera fluttuazione del cambio, i premi al rischio, pur positivi, si ridimensionerebbero notevolmente con un conseguente andamento più contenuto dei tassi di interesse.

Lo scenario senza svalutazione e con adozione del dollaro comporterebbe invece il completo azzeramento del rischio di cambio: i tassi a breve seguirebbero l’andamento di quelli statunitensi, maggiorati per un premio di rischio paese.

Elevati i costi per l’economia reale...

Le prime due ipotesi appaiono le più costose (tavole “Scenario 1 e 2”) in termini di crescita reale, a causa del più elevato profilo che i tassi di interesse a breve termine assumerebbero rispetto al terzo scenario. In particolare, l’opzione di una nuova parità fissa appare più onerosa rispetto a quella di un cambio flessibile.

L’adozione del dollaro statunitense rappresenterebbe, tra gli scenari ipotizzati, l’opzione preferibile nel breve periodo in

Scenario 1: FISSAZIONE DI UNA NUOVA PARITÀ DEL PESO COL DOLLARO

BRASILE					
(differenze % dalla baseline, a meno di differente specificazione)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Spesa per consumi	-0,5	-2,1	-3,0	-3,9	-4,7
Investimenti fissi lordi	-1,1	-2,8	-3,8	-5,2	-6,1
PIL	-0,9	-1,9	-2,6	-3,2	-3,6
Produzione industriale	-0,8	-2,2	-2,8	-3,5	-3,9
Disoccupazione (migliaia)	26,0	94,6	137,9	184,9	219,0
Prezzi al consumo	0,0	0,3	0,6	0,5	0,1
Tassi di interesse a breve (punti)	0,9	1,6	1,8	2,1	2,2
Saldo di parte corrente (% del PIL)	-0,7	-1,2	-1,7	-2,0	-2,1
Deficit pubblico (% del PIL)	-0,4	-1,5	-2,2	-2,9	-3,4

Fonte: ISAE.

Scenario 2: LIBERA FLUTTUAZIONE DEL CAMBIO DEL PESO

ARGENTINA					
(differenze % dalla baseline, a meno di differente specificazione)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Spesa per consumi	-3,0	-6,5	-9,0	-10,8	-12,4
Investimenti fissi lordi	-4,5	-8,8	-12,9	-15,3	-17,6
PIL	-1,8	-3,5	-5,4	-6,6	-7,7
Produzione industriale	-2,6	-5,9	-7,7	-8,4	-9,3
Disoccupazione (migliaia)	11,6	30,9	54,6	74,9	91,6
Prezzi al consumo	1,5	4,1	5,0	4,8	3,7
Tassi di interesse a breve (punti)	5,3	9,7	10,3	9,2	8,9
Saldo di parte corrente (% del PIL)	0,9	1,5	1,6	1,7	2,3
Deficit pubblico (% del PIL)	-1,9	-4,7	-7,0	-8,3	-9,0

Fonte: ISAE.



termini di impatto sull'economia reale. L'abbattimento del rischio di cambio e del conseguente premio sui tassi di interesse permetterebbe positive ricadute sugli investimenti e sulla crescita del PIL, con riflessi anche sull'occupazione e sui consumi. E' però altamente improbabile che questa ipotesi sia effettivamente realizzabile: al di là della forte opposizione interna a una soluzione che avrebbe forti implicazioni simboliche negative (perdita di sovranità nazionale), le riserve in dollari della banca centrale non sembrano sufficienti a rimpiazzare tutta la liquidità in pesos, perlomeno sulla base dell'attuale parità di 1 a 1.

In ogni caso, tutti e tre gli scenari prefigurati appaiono insostenibili nel medio periodo: il miglioramento del saldo di partite correnti (nei casi 1 e 2 dove questo si verifica) non sarebbe di entità tale da intaccare la dimensione del debito estero. In definitiva dunque qualunque opzione si scegliesse (svalutazione, dollarizzazione o altro), essa non potrebbe funzionare "da sola", senza essere accompagnata da misure dirette ad alleviare considerevolmente il peso del debito estero che grava sul paese (*rescheduling* e ricontrattazione degli interessi).

...ma scarsi gli effetti di contagio

Come presumibile, gli effetti dell'evoluzione congiunturale argentina si rifletterebbero sul Brasile in misura non trascurabile; anche altri paesi dell'area latino-americana ne risulterebbero influenzati, soprattutto il Cile. Per l'intera area, la contrazione massima in termini di PIL si registrerebbe nel 2003, con una minore crescita di 1,6 punti percentuali rispetto alla base nel caso del primo scenario, di un punto

Scenario 2: LIBERA FLUTTUAZIONE DEL CAMBIO DEL PESO

BRASILE					
(differenze % dalla baseline, a meno di differente specificazione)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Spesa per consumi	-0,2	-1,4	-2,1	-2,5	-3,0
Investimenti fissi lordi	-0,4	-2,2	-2,6	-3,4	-4,0
PIL	-0,4	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4
Produzione industriale	-0,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,6
Disoccupazione (migliaia)	10,9	68,4	99,1	123,2	143,7
Prezzi al consumo	0,0	0,2	0,4	0,4	0,0
Tassi di interesse a breve (punti)	0,5	1,2	1,1	1,3	1,3
Saldo di parte corrente (% del PIL)	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3
Deficit pubblico (% del PIL)	-0,2	-1,0	-1,5	-1,8	-2,1

Fonte: ISAE.

Scenario 3: DOLLARIZZAZIONE

ARGENTINA					
(differenze % dalla baseline, a meno di differente specificazione)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Spesa per consumi	3,8	4,4	4,9	4,2	3,2
Investimenti fissi lordi	0,0	19,7	11,1	5,4	0,7
PIL	2,2	4,7	3,6	2,5	1,4
Produzione industriale	2,6	5,6	3,6	2,5	1,6
Disoccupazione (migliaia)	-11,2	-38,9	-44,6	-36,8	-24,7
Prezzi al consumo	0,6	2,1	3,0	3,5	3,7
Tassi di interesse a breve (punti)	-10,9	-1,6	0,9	1,2	1,3
Saldo di parte corrente (% del PIL)	0,0	-0,4	-0,3	-0,1	0,3
Deficit pubblico (% del PIL)	1,6	2,6	3,2	2,5	2,2

Fonte: ISAE.

nel secondo scenario.

Né le altre principali aree emergenti, né quelle industrializzate subirebbero invece significativi effetti di *spillover*. A differenza dei recenti episodi del passato, la crisi argentina non presenta i caratteri della sorpresa; gli investitori internazionali sembrano avere da tempo adeguato i propri portafogli, valutando i rischi di una possibile crisi in questo paese. Inoltre gli investimenti di portafoglio in titoli dei paesi emergenti si sono molto ridotti negli ultimi tre anni, riducendo così anche il rischio di repentini smobilizzi.

Scenario 3: DOLLARIZZAZIONE

	BRASILE				
	(differenze % dalla baseline, a meno di differente specificazione)				
	2002	2003	2004	2005	2006
Spesa per consumi	0,0	0,3	0,7	1,1	1,2
Investimenti fissi lordi	0,1	0,5	1,1	1,4	1,7
PIL	0,1	0,3	0,7	0,8	0,9
Produzione industriale	0,1	0,4	0,8	1,0	1,0
Disoccupazione (migliaia)	-1,5	-11,8	-31,8	-47,8	-56,1
Prezzi al consumo	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Tassi di interesse a breve (punti)	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Saldo di parte corrente (% del PIL)	0,0	0,2	0,4	0,5	0,4
Deficit pubblico (% del PIL)	0,0	0,3	0,5	0,7	0,8

Fonte: ISAE.