

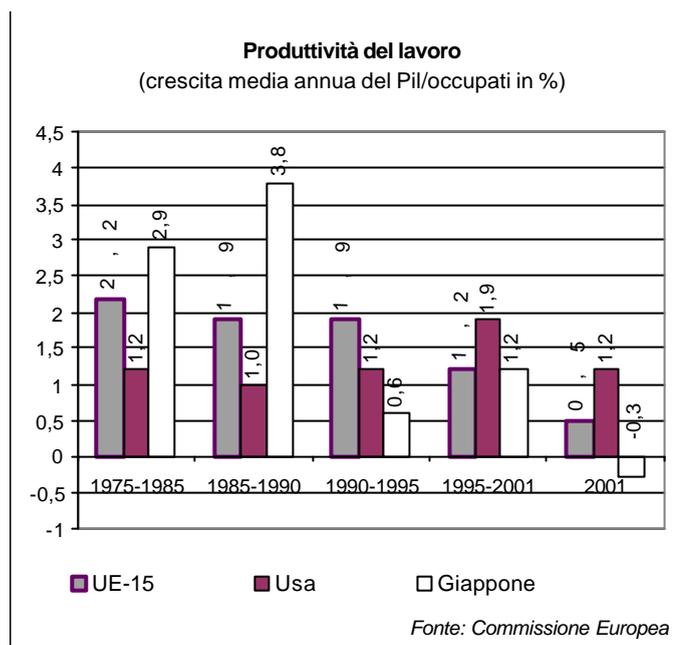
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

11 giugno 2002
n. 2 - 2002

Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca



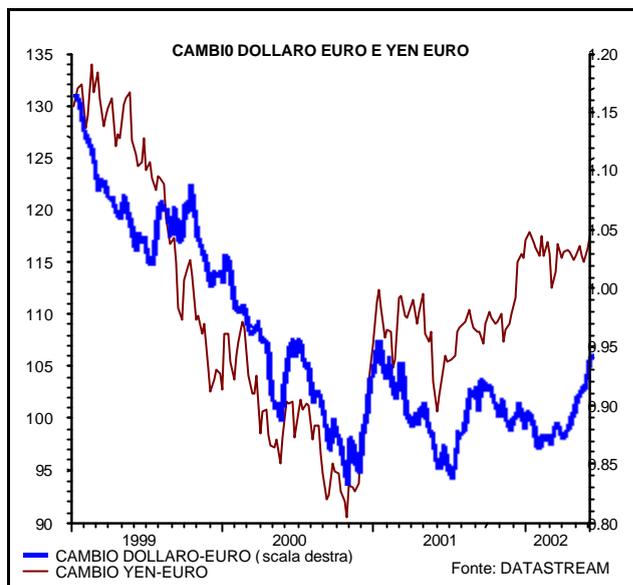
- ✓ Per un paese come gli Stati Uniti che necessita di 1,3 miliardi di dollari al giorno per finanziare il deficit delle partite correnti, il rallentamento dell'afflusso di capitali esteri non è una buona notizia. Le incertezze di Wall Street e i rimbalzi del caso Enron riducono l'appeal degli investimenti a stelle e strisce. Rallentano i movimenti di capitali verso gli USA provenienti dall'Europa. Escono i Giapponesi. Rimangono forti gli apporti di fondi dalla Cina.
- ✓ Uno dei problemi di fondo della crescita insufficiente dell'economia europea e di quella italiana è la debole dinamica della produttività. Come rimediare? Serve un mix di interventi, calibrati settore per settore e incentrati su un nesso più forte ed efficiente tra sistemi della formazione e mondo delle imprese.
- ✓ La Corea pareggia sul campo con gli USA, ma batte l'America nei numeri della ripresa economica.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

C. Mazio ☎ 06-47028431 – cristiana.mazio@bnlmail.com

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com

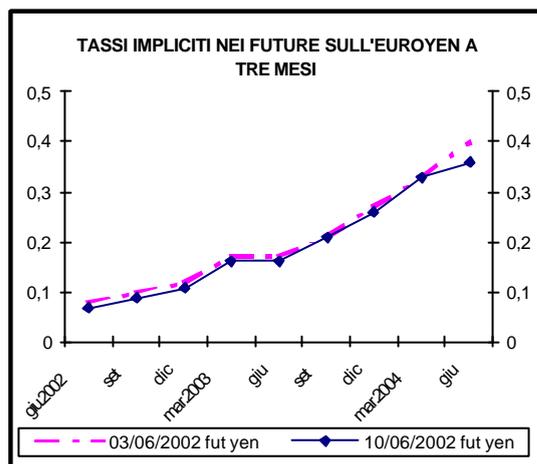
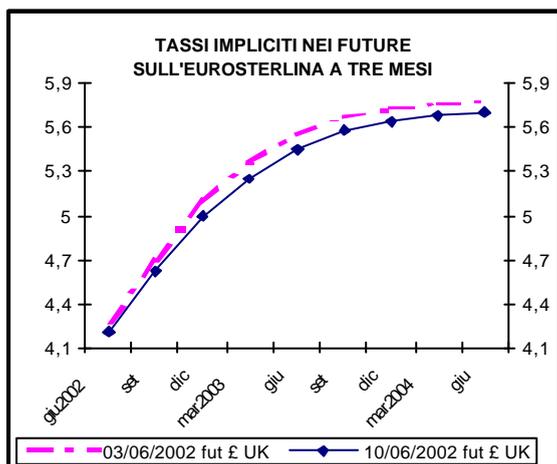
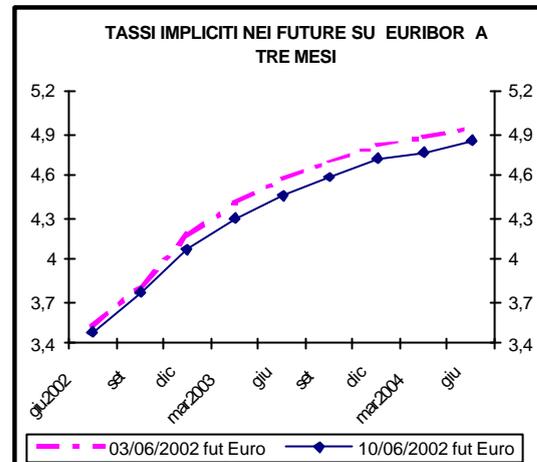
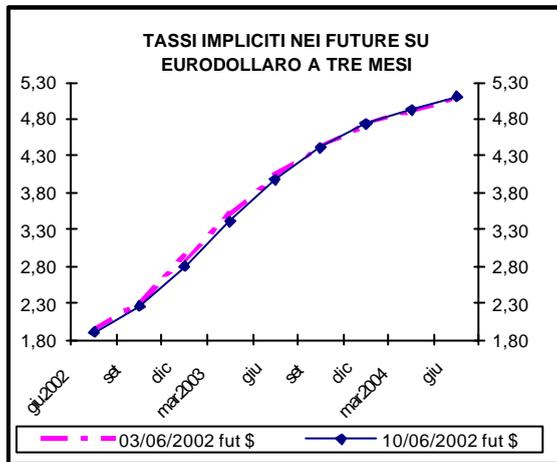
- Negli Stati Uniti, la continua correzione al ribasso delle quotazioni di Borsa e il dato di maggio sull'occupazione hanno riportato l'attenzione dei mercati sulla tenuta della ripresa Usa. Il dollaro si è deprezzato ulteriormente e i tassi impliciti nei future sui federal funds scontano con una probabilità del 24% un taglio di un quarto di punto al Fomc del 13 agosto. Nonostante l'inatteso ribasso del tasso di disoccupazione (dal 6 al 5,8%), i nuovi occupati sono saliti di 41.000 unità solamente ed è stato corretto significativamente al ribasso l'aumento occupazionale di aprile (+6.000). Nel timore che subentri un effetto ricchezza negativo per le famiglie e un peggioramento del clima di fiducia, l'attenzione torna sulla sostenibilità dei consumi privati e quindi sulla possibilità di ripresa degli investimenti. Fra i segnali positivi provenienti dal dato sull'occupazione si annoverano, tuttavia, un continuo forte aumento dell'occupazione part-time nei servizi e la crescita delle ore di straordinario nel settore manifatturiero che creano le premesse per un maggiore aumento dell'occupazione nel più lungo termine. La debolezza della Borsa, le incertezze circa la ripresa economica e le tensioni geo-politiche internazionali continuano a mantenere bassi i tassi a lunga.
- Dopo un primo trimestre caratterizzato dalla debolezza della domanda interna, l'Europa continua ad annoverare dati che esprimono pronostici contrastanti sulle prospettive dell'area. Note positive possono essere lette nel PMI del settore manifatturiero salito al 51,5 di maggio dal precedente 50,7, che sono in linea con le indicazioni espresse dall'Ifo e dall'Insee. Positivo anche il super-indice di maggio della Commissione Europea salito a 99,8 da 99,4, dove è aumentata sia la fiducia delle imprese che quella delle famiglie. A rovinare uno scenario che sembrava puntare al miglioramento è intervenuto l'inatteso calo del PMI relativo ai servizi sceso a 52,1 da 53,8 sulla scia del forte arretramento della componente tedesca. Il segnale di fondo desumibile dalla sintesi dei tre indicatori sembra confermare un sentiero di ripresa guidato dal recupero di fiducia delle imprese, ma ancora costellato da diffuse incertezze e quindi probabilmente modesto. Tutti gli indicatori mostrano, inoltre, una situazione comparativamente più difficile in Germania.
- Nonostante i segnali non univocamente incoraggianti, l'euro ha recuperato terreno contro tutte le altre principali valute. La scorsa settimana la divisa europea si è rafforzata sul dollaro dell'1,4%, sullo yen dell'1,9%, sulla sterlina di poco meno dell'1%. Questo movimento segnala un riposizionamento dei flussi di capitali internazionali a favore dell'euro, frutto probabilmente delle crescenti incertezze sui conti del corporate americano. Anche se il rafforzamento dell'euro tende ad erodere la competitività delle esportazioni di Eurolandia, queste potrebbero risultare solo marginalmente penalizzate nel caso in cui la domanda internazionale rimanesse tonica. Un euro più forte contribuisce a stringere le condizioni monetarie dell'area, permettendo probabilmente alla Bce di rimandare per più lungo tempo l'annunciata manovra monetaria restrittiva. Di conseguenza le dichiarazioni rilasciate da Duisenberg nel corso della conferenza stampa di giugno a margine della riunione del Consiglio direttivo della Bce, vanno forse lette come un avvertimento al mercato che la Bce teme ulteriori pressioni sui prezzi verso fine anno quando la crescita economica europea si riporterà verso il potenziale di lungo periodo, proseguendo su ritmi analoghi o superiori nel 2003. Se l'interpretazione fosse corretta, potrebbe conciliarsi con l'ipotesi dell'avvio della manovra restrittiva dopo l'estate sulla scia di un rafforzamento della domanda interna.
- In Giappone il dato del Pil del primo trimestre (1,4% t/t), registra un inatteso miglioramento dei consumi delle famiglie (+1,6% t/t) ma poggia soprattutto sulle esportazioni nette, che hanno contribuito per 0,7 punti percentuali alla crescita del Pil. Il permanere dello yen sugli elevati livelli attuali rischia di incidere negativamente sulla ripresa che potrebbe non essere duratura.



Previsioni	dato storico 10/06/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	125	125	127	129	130
dollaro-euro	0,946	0,947	0,947	0,940	0,946
yen-euro	118	118	120	121	123
sterlina-euro	0,647	0,649	0,648	0,643	0,645
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,88	1,90	2,40	3,05	4,00
euro	3,48	3,50	3,70	3,85	4,20
yen	0,07	0,10	0,10	0,12	0,15
sterlina	4,15	4,25	4,30	4,55	4,85
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	5,08	5,15	5,35	5,65	5,80
Germania	5,13	5,20	5,35	5,50	5,55
Giappone	1,33	1,40	1,50	1,55	1,65
Italia	5,36	5,43	5,58	5,73	5,77
Gran Bretagna	5,22	5,30	5,45	5,65	5,75

PANORAMA TASSI & EURO

M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. % dell'euro contro le altre valute		
	7/6/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
	Dollaro USA-euro	0,945	0,939	0,913	1,179	0,69	3,58
Dollaro canadese-euro	1,448	1,438	1,432	1,800	0,65	1,07	-19,60
Dollaro australiano-euro	1,648	1,651	1,687	1,910	-0,19	-2,28	-13,71
Dollaro Nuova Zelanda-euro	1,927	1,944	2,037	2,223	-0,89	-5,39	-13,32
Yen-euro	117,560	116,390	116,970	133,730	1,01	0,50	-12,09
Yen-dollaro USA	124,350	124,120	128,075	111,650	0,19	-2,91	11,37
Franco svizzero-euro	1,471	1,464	1,459	1,617	0,45	0,81	-9,02
Sterlina britannica-euro	0,647	0,641	0,623	0,711	0,94	3,77	-9,08
Corona svedese-euro	9,225	9,107	9,373	9,470	1,29	-1,58	-2,59
Corona danese-euro	7,435	7,432	7,434	7,450	0,04	0,02	-0,20
Corona norvegese-euro	7,443	7,478	7,623	8,855	-0,47	-2,36	-15,95
Tallero sloveno-euro	225,697	225,490	225,336	189,045	0,09	0,16	19,39
Zloty polacco-euro	3,794	3,778	3,611	4,071	0,42	5,09	-6,80
Corona ungherese euro	241,520	242,600	243,650	251,480	-0,45	-0,87	-3,96

Fonte: Datastream

LE PREVISIONI SUI PREZZI

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	107,2	107,6	108,2	108,8	109,4	109,5	109,2	109,1	109,5	109,6	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,9	111,4	111,6	111,7	111,6	111,5	111,8	111,9	112,0	112,1	111,4
2003	112,4	112,5	112,9	113,3	113,7	113,8	113,8	113,8	114,2	114,3	114,4	114,5	113,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	-0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2
2002	0,5	0,1	0,6	0,5	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,3	2,3	2,5	2,9	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,5
2002	2,7	2,4	2,5	2,4	2,0	2,0	2,2	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3
2003	2,1	2,1	1,8	1,7	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0

ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	98,7	98,2	99,2	99,9	100,3	100,5	100,3	99,9	100,3	100,8	101,0	101,1	100,0
2002	101,1	100,8	101,7	102,5	102,7	102,8	102,5	102,0	102,3	102,9	103,4	103,5	102,4
2003	103,2	103,0	103,7	104,3	104,8	104,9	104,5	104,2	104,5	105,3	105,5	105,7	104,5
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,0	-0,5	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2
2002	0,0	-0,3	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,3	-0,5	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2
2003	-0,3	-0,2	0,7	0,6	0,5	0,1	-0,4	-0,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,7
2002	2,4	2,6	2,5	2,6	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,3
2003	2,1	2,2	2,0	1,8	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,3	2,0	2,1	2,1

ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	114,6	115,0	115,1	115,6	115,9	116,2	116,3	116,3	116,3	116,5	116,7	116,8	115,9
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,7	118,6	118,8	119,1	119,3	119,4	118,6
2003	119,7	120,1	120,4	120,6	121,0	121,2	121,2	121,2	121,4	121,7	121,8	121,9	121,0
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,4	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2
2003	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	3,0	3,0	2,8	3,1	3,0	3,0	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,7
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
2003	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – cristiana.mazio@bnlmail.com (per Usa)
 A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com (per Euro-12)
 A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com (per Italia)

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

	2000	2001	2002	2001				2002			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,1	-0,3	0,4	1,4	0,7	0,8	0,8
var.% trim su trim annualizzato				1,3	0,3	-1,3	1,7	5,6	2,9	3,1	3,3
var.% anno su anno	4,1	1,2	2,7	2,5	1,2	0,5	0,5	1,5	2,2	3,3	3,7

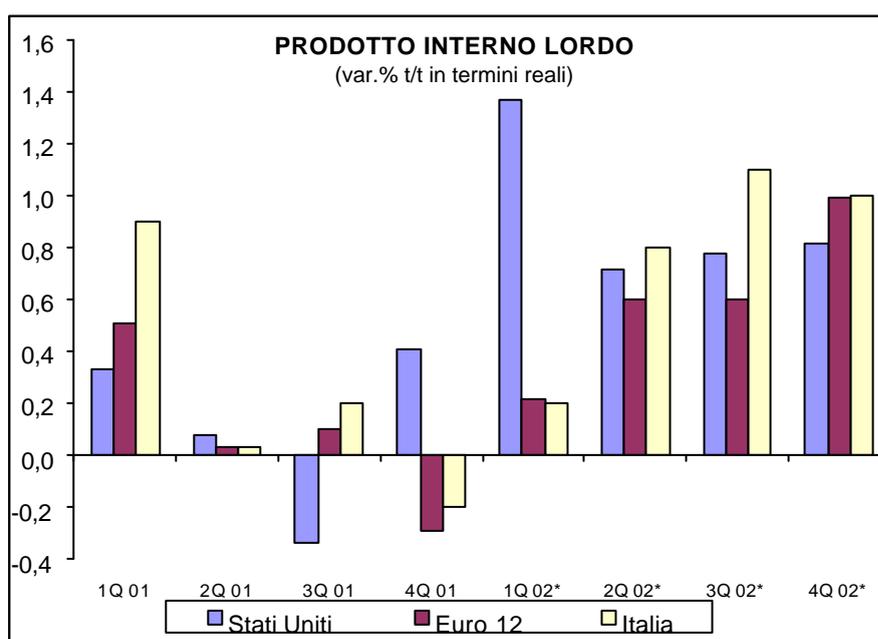
AREA EURO

	2000	2001	2002	2001				2002			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,0	0,1	-0,3	0,2	0,6	0,6	1,0
var.% trim su trim annualizzato				2,0	0,1	0,4	-1,2	0,9	2,4	2,4	4,0
var.% anno su anno	3,4	1,5	1,1	2,5	1,6	1,3	0,3	0,1	0,6	1,1	2,4

ITALIA

	2000	2001	2002	2001				2002			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,9	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,8	1,1	1,0
var.% trim su trim annualizzato				3,6	-0,1	0,6	-0,8	0,8	2,5	4,5	4,0
var.% anno su anno	2,9	1,8	1,5	2,5	2,1	1,9	0,7	0,1	0,9	2,0	3,0

PIL 2001 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218



NON SOLO DOLLARI PER I CAPITALI INTERNAZIONALI

C. Mazio ☎ 06-47028431 – cristiana.mazio@bnlmail.com

- Per un paese come gli Stati Uniti che necessita di \$1,3 mld di dollari al giorno per finanziare il crescente disavanzo delle partite correnti, il rallentamento nell'afflusso di capitali esteri non è una buona notizia.
- Il cambio effettivo del dollaro ha perso il 4% da inizio anno.
- Nei primi tre mesi lo scetticismo degli investitori esteri nei confronti degli Usa è tornato sui livelli del terzo trimestre 2001 dopo l'attentato alle Torri gemelle e nel pieno della recessione americana.
- A partire dal caso Enron sono emersi dubbi sull'effettiva redditività degli investimenti negli Stati Uniti che hanno richiamato l'attenzione sull'elevato e crescente livello del rapporto prezzo-utili di Wall Street.
- Diminuiscono gli acquisti esteri di azioni, di *corporate bonds* ma anche di titoli delle *agencies*.
- Continua a calare l'interesse degli investitori europei, escono i giapponesi. Restano elevati gli afflussi di capitali dai paesi emergenti dell'Asia e, in particolare, dalla Cina.

Per un paese come gli Stati Uniti che necessita di \$1,3 mld di dollari al giorno per finanziare il crescente disavanzo delle partite correnti (la previsione per il 2002 è di quasi \$500 mld, il 4,7% del Pil), il rallentamento nell'afflusso di capitali esteri non è una buona notizia. Il dollaro ne ha risentito perdendo da inizio anno il 4% (media ponderata con il commercio estero). La lettura degli ultimi dati dell'US Treasury evidenzia che nei primi tre mesi di quest'anno lo scetticismo degli investitori esteri nei confronti degli Usa è tornato sui livelli del terzo trimestre 2001 dopo l'attentato alle Torri gemelle e nel pieno della recessione americana. A fronte di un afflusso record di investimenti esteri di portafoglio di \$530 mld nel 2001 (\$130 mld per trimestre) l'apporto nel primo trimestre del 2002 è stato di \$93 mld a fronte di \$69 mld nel terzo trimestre 2001; il miglioramento registrato a marzo dell'anno in corso (\$67 mld, contro \$11 mld in gennaio e \$15 mld in febbraio) non dovrebbe essersi ripetuto nei mesi successivi.

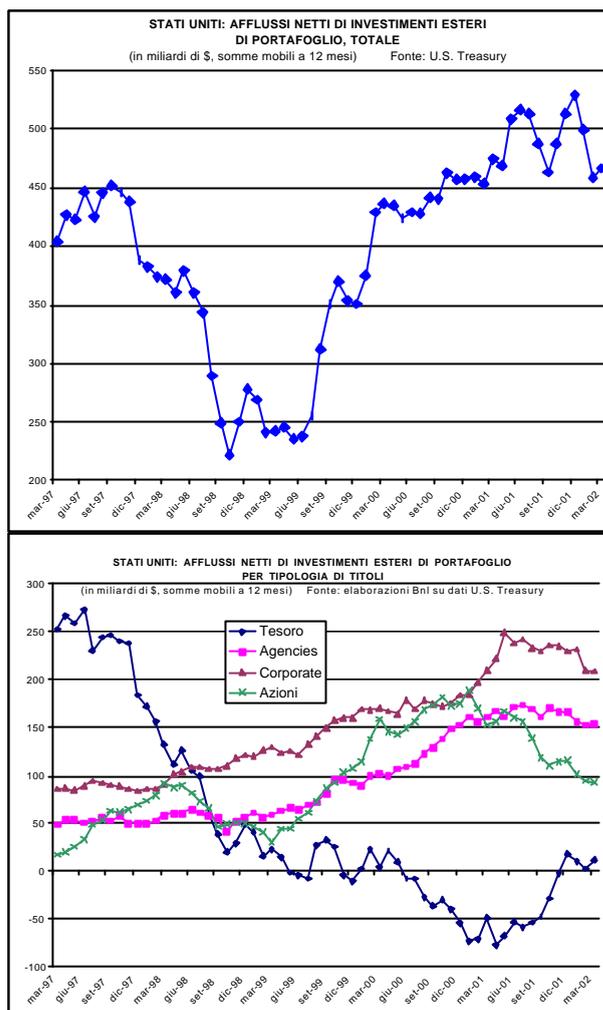
Negli ultimi mesi, l'umore degli investitori esteri è cambiato nonostante il miglioramento delle prospettive di crescita degli Stati Uniti. Di fatto il dollaro risulta penalizzato più per i propri demeriti che non per i meriti altrui. Sono affluiti meno capitali sul dollaro, ma i capitali internazionali non hanno privilegiato l'euro (salito oltre quota 0,94). Si sono distribuiti anche sull'oro, sul franco svizzero, sullo yen, sulle Borse di alcuni paesi emergenti, come la Corea. Inoltre, i capitali spesso sono rimasti a "casa propria", per una sorta di avversione al rischio, riversandosi anche sul mercato immobiliare (specie in Gran Bretagna, Stati Uniti e Australia) o sui JGB (Japanese Government Bonds) e sul Nikkei, nel caso del Giappone.

A fronte di rinnovate tensioni geo-politiche internazionali, con il timore di nuovi attentati terroristici negli Usa, i titoli statunitensi non sono più il tradizionale "porto sicuro" perché questa volta il terrorismo minaccia il suolo americano. Negative sono anche le recenti spinte protezionistiche che vedono l'Amministrazione americana applicare tariffe sulle importazioni di acciaio e legname e adottare ingenti sussidi all'agricoltura, andando contro lo spirito di Doha. Le motivazioni più importanti sembrano tuttavia essere da un lato il ritorno negli Stati Uniti dei "deficit gemelli" (deficit di bilancio e disavanzo delle partite correnti) e dall'altro, soprattutto, le incertezze create sui conti delle imprese americane a causa di comportamenti scorretti non più circoscrivibili a singole società (Enron) ma fenomeno che si teme sia largamente diffuso. Sono emersi dubbi sull'effettiva redditività degli investimenti negli Stati Uniti che hanno richiamato l'attenzione sul finora trascurato problema dell'elevato e crescente livello del rapporto prezzo-utili di Wall Street. A queste preoccupazioni si aggiunge per l'investitore estero il timore di perdite in conto capitale dovute al deprezzamento del dollaro.

Riguardo alla composizione per tipologia di titoli dei capitali esteri in entrata, come avvenne nel terzo trimestre del 2001, anche nel primo di quest'anno sono calati soprattutto gli acquisti netti di azioni (a \$18 mld da \$34 mld del trimestre precedente) e quelli di obbligazioni *corporate* (a \$49 mld da \$52 mld). Inoltre, dopo il marcato rialzo registrato nel quarto trimestre del 2001 (a \$38 mld) gli acquisti netti di Treasuries sono diventati negativi (-\$3 mld), una condizione che era stata la regola per tutto il 2000 e per la prima metà dello scorso anno. Sono rallentati anche gli investimenti in obbligazioni delle *agencies* (enti governativi ad elevato merito di credito, come Fannie Mae e Freddie Mac), scesi nel primo trimestre a \$30 mld da \$51 mld negli ultimi tre mesi del 2001.

La scomposizione per paesi di origine di questi capitali vede nel primo trimestre di quest'anno un'uscita netta di quelli giapponesi, mentre si conferma il marcato rallentamento nell'afflusso di capitali europei, solo in parte compensato da un aumento degli ingenti capitali provenienti dai paesi emergenti dell'Asia, ed in particolare dalla Cina che nel primo trimestre del 2002 ha investito negli Stati Uniti altri \$16 mld, attestandosi fra i principali acquirenti di titoli americani (Treasuries e titoli delle *agencies* essenzialmente).

Per arrestare questo minore interesse degli investitori esteri nei confronti dei titoli Usa, che di fatto non si giustifica con l'elevato potenziale di crescita del paese e le favorevoli prospettive economiche per il 2002, sarà necessario attendere una stabilizzazione del mercato di Borsa e nuove conferme circa la sostenibilità della ripresa dell'economia americana, con il riavvio degli investimenti fissi e delle assunzioni. Nel frattempo potrebbe esservi spazio per un ulteriore, graduale deprezzamento del dollaro.



EUROPA PRODUTTIVITA' CERCASI

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com

- La dinamica della produttività viene indicata come uno dei fattori cruciali che spiegano il più elevato potenziale di crescita dell'economia statunitense rispetto a quella europea.
- Nell'ultimo quinquennio la produttività è aumentata più celermente e in modo strutturale negli Usa. Per contro, in Europa il suo ritmo di crescita ha decelerato. Carenze nella diffusione delle innovazioni, nella liberalizzazione dei mercati e nell'offerta del capitale umano sembrano essere le cause che hanno prevalentemente frenato la produttività in Europa.
- Le formule per eliminare questi fattori di freno sono oggetto di studio e vanno diversificate in funzione delle esigenze settoriali. Oltre alla liberalizzazione dei mercati e all'accelerazione dell'adozione di nuove tecnologie, sembra cruciale ricercare una maggiore collegamento tra formazione e esigenze aziendali.

Dopo il brusco rallentamento del 2001, l'economia mondiale recupera con gli Usa in accelerazione dal primo trimestre del 2002 e l'Europa in lenta ripresa. L'incremento del Pil europeo tra gennaio-marzo 2002 non solo è modesto se paragonato all'*exploit* statunitense, ma è anche prevalentemente trainato dal commercio estero che si contrappone al calo della domanda interna. Tra i fattori che spiegano la marcia in più dell'economia Usa viene sempre più frequentemente citato il vigoroso incremento di produttività, giudicato strutturale anche dalla Fed.

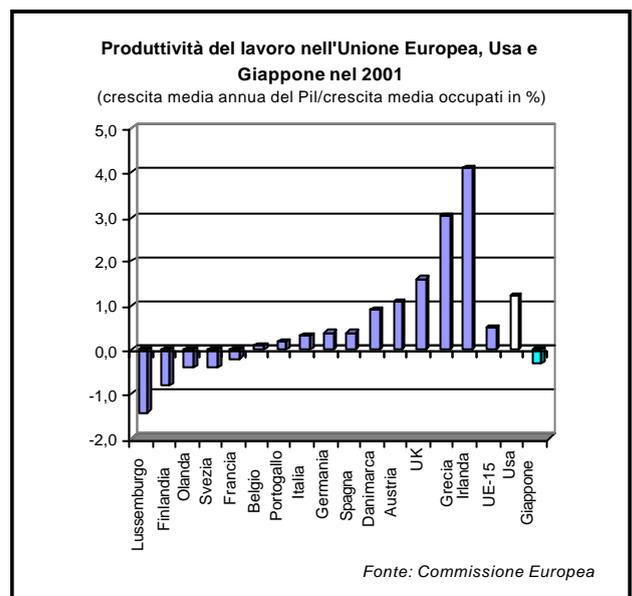
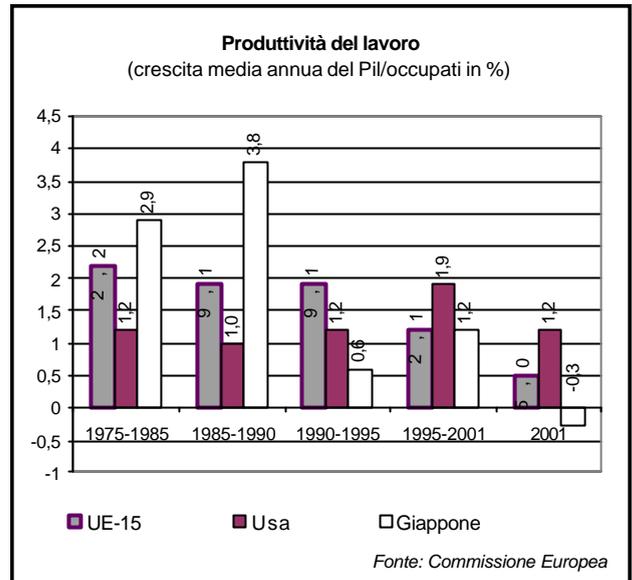
In Europa l'aumento di produttività è risultato estremamente più modesto di quello statunitense nel 2001, nonostante il più brusco rallentamento dell'economia Usa. La decelerazione nella dinamica della produttività europea è un fenomeno che connota il quinquennio 1995-2001. Nei primi anni '90, invece, l'Europa si trovava in *pole position* secondo i dati pubblicati dalla Commissione Europea. Negli anni '80 era il Giappone a correre più velocemente, mentre gli Stati Uniti erano il fanalino di coda. L'accelerazione della produttività Usa è un fenomeno che si impone nella seconda metà degli anni '90 e si contrappone alla progressiva decelerazione nel ritmo di crescita della produttività europea e al crollo di quella giapponese.

Le cause di questo ampliamento del differenziale di produttività a favore degli Usa sono oggetto di diversi studi. Citata dal governatore della Banca d'Italia nelle sue considerazioni finali, la produttività è stata scandagliata da uno studio della Commissione Europea. In Italia, sottolinea la Relazione, la produttività del lavoro è nettamente rallentata tra gli anni '80 e gli anni '90 anche a causa della frammentazione dell'attività manifatturiera che tende a frenare lo sviluppo di prodotti e tecniche innovative.

Anche la Commissione Europea sottolinea l'importanza della diffusione di tecniche innovative e della liberalizzazione dei mercati. L'indebolimento della crescita della produttività è più evidente nel comparto dei servizi, piuttosto che nell'industria. Anche se l'introduzione delle nuove tecnologie informatiche e di comunicazione è stata vigorosa nei servizi europei, essa non sembra aver contribuito ad accelerarne la produttività. A differenza degli Usa, che evidenziano un forte aumento di produttività nel commercio al dettaglio e all'ingrosso tra il 1995 e il 2001, l'Europa non mostra miglioramenti sostanziali in questi comparti e nella ristorazione. Per contro telecomunicazioni, trasporti e intermediazione finanziaria sono i settori europei più dinamici.

Un altro fattore di freno della produttività viene rinvenuto in un'inadeguata offerta di capitale umano. In alcuni Stati membri il mercato del lavoro si è mostrato inefficiente nel fornire alle aziende lavoratori qualificati per le loro esigenze e, inoltre, la scarsa mobilità della forza lavoro non ne ha favorito una più efficiente distribuzione sul territorio e ha frenato i flussi migratori. Scarsi investimenti nella formazione delle competenze maggiormente ricercate e carenze istituzionali delle istituzioni preposte all'organizzazione e diffusione delle innovazioni sono elementi che sembrano aver danneggiato lo sviluppo della produttività. Da parte delle aziende sono però mancati incentivi retributivi adeguati a orientare la formazione verso i settori più utili oppure ad accelerare gli spostamenti sul territorio.

Le formule da adottare per emulare i ritmi di crescita della produttività statunitense sono oggetto di studio e di incertezze, perché si muovono su terreni sperimentali. Oltre alla liberalizzazione dei mercati e all'accelerazione dell'adozione di nuove tecnologie che vanno calibrate sulle peculiarità settoriali, sembra cruciale ricercare una maggiore collegamento tra formazione e esigenze aziendali, queste ultime in continua evoluzione. Qualità della formazione intesa anche come una più fitta rete di relazioni tra mondo aziendale e piani di studio sembrano elementi cruciali per adeguare le esigenze di domanda e offerta.



SUD COREA: UNA DIFESA MONDIALE CONTRO IL RALLENTAMENTO

S. Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- La Corea del Sud, pur influenzata dalla difficile congiuntura internazionale, ha risentito del ciclo negativo in misura inferiore rispetto alle altre economie dell'area.
- Il Pil crescerà del 3,5% nel 2002, di poco superiore a quello del 2001. A fronte di una relativa stabilità dell'export cresceranno ancora i consumi privati.
- La forza relativa dei consumi interni appare legata al processo di ristrutturazione del sistema industriale che, dopo la crisi finanziaria, ha portato a una riorganizzazione delle imprese e a politiche di taglio dei costi.
- Sul fronte delle esportazioni, nonostante la diversificazione produttiva, rimane importante il settore tecnologico che appare fortemente legato all'economia statunitense e che ha guidato la crescita negli anni del boom economico.

La Corea del Sud, pur influenzata dalla difficile congiuntura internazionale, ha risentito del ciclo negativo in misura inferiore rispetto alle altre economie dell'area. Nonostante gli effetti del rallentamento economico internazionale abbiano influenzato negativamente le esportazioni, la Corea presenta

una base industriale sufficientemente ampia e diversificata e una domanda interna che non ha evidenziato forti segnali di cedimento. I consumi privati hanno sostenuto il Pil che ha fatto registrare nel 2001 una crescita del 3,1%.

Una ragione per la forza relativa dei consumi interni è legata al processo di ristrutturazione del sistema industriale che, dopo la crisi finanziaria, ha portato a una riorganizzazione delle imprese e a politiche di taglio dei costi. A contenere gli effetti negativi del rallentamento economico ha contribuito anche la buona performance del mercato di borsa in parte sostenuto artificialmente dal governo.

Il sistema finanziario ha evidenziato nel corso del 2001 un elevato livello di liquidità e un rallentamento dei prestiti richiesti dal settore corporate, lasciando maggiore disponibilità di credito per i consumatori, specie nell'ultimo trimestre dell'anno. La disponibilità di credito bancario ha favorito il mercato immobiliare.

Il tasso di crescita del Pil è atteso al 3,5%, lievemente superiore a quello del 2001 per via di una ulteriore espansione dei consumi interni e di una ripresa delle esportazioni. Un contributo positivo potrebbe venire anche dalla ripresa dell'economia degli Usa, che dovrebbe sostenere le esportazioni anche se l'effetto comincerà ad essere visibile solo nella parte finale del 2002, con effetti modesti sulla performance annuale.

Migliora l'andamento del tasso di inflazione, si prevede infatti una riduzione dei prezzi al consumo dal 4,3% del 2001 all'1,4% per il 2002. Tra le ragioni di un positivo scenario inflazionistico troviamo il persistere del processo di deregulation e l'ingresso di imprese straniere in settori "chiusi" dell'economia come quello dei servizi. I benefici di queste politiche dovrebbero iniziare a sentirsi in modo più marcato nell'ultima parte del 2002. Il quadro inflazionistico sconta anche un ulteriore apprezzamento del won contro dollaro e una riduzione del prezzo del petrolio che allenterà la pressione sui costi.

Ulteriori segnali positivi provengono da uno scenario di solidità della valuta, si prevede infatti un apprezzamento del won contro dollaro che si inserisce in un quadro caratterizzato da un persistente surplus commerciale e un afflusso netto positivo di capitali dall'estero. La stabilità del won è rafforzata anche da una crescita delle riserve in valuta, mentre un elemento di vulnerabilità può essere individuato nell'andamento del cambio yen/dollaro, dal momento che l'export di Corea e Giappone è in diretta competizione sui mercati terzi. Sul fronte delle esportazioni, nonostante la diversificazione produttiva, rimane importante il settore tecnologico che appare fortemente legato all'economia statunitense e che ha guidato la crescita negli anni del boom economico.



IL CREDITO AL RALLENTATORE, I DEPOSITI CON L'ACCELERATORE

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

- **Ulteriore battuta d'arresto in aprile per i prestiti bancari in Italia (+5,7% a/a) influenzati dalla frenata del breve termine (+0,4% a/a) ma sostenuti dalla decisa crescita del m/l (+11,2% a/a).**
- **Prosegue invece a ritmo sostenuto lo sviluppo dei depositi (+8,7% a/a) . I conti correnti registrano incrementi a due cifre sia in Italia (+12,5% a/a) che nella zona Euro (+12,5% a/a).**
- **Il livello dei tassi attivi si mantiene attraente per la clientela. Quello applicato alle erogazioni alle imprese è sceso al 4,73%, mentre quello relativo ai mutui alle famiglie è al 5,94%. Sempre molto basso rimane il rendimento dei conti correnti (1,39%).**

La novità più rilevante che emerge dall'ultimo comunicato stampa della Banca d'Italia riguarda l'ulteriore battuta d'arresto, nel mese di aprile, del tasso di crescita dagli impieghi (+5,7% a/a), un rallentamento più rilevante di quanto non fosse stato inizialmente ipotizzato da molti rapporti di previsione. In particolare risulta meritevole di attenzione la variazione degli impieghi a breve termine, praticamente invariati rispetto all'aprile dello scorso anno (appena 2.300 mld.). **La crescita tendenziale tra aprile 2001 e aprile 2002 è scesa dal 16,6% allo 0,4%.** Il tasso di incremento medio del credito a breve dei primi 4 mesi è quindi di appena il 3,7% e se il trend si dovesse stabilizzare sui livelli registrati in aprile la variazione tendenziale annua potrebbe risultare inferiore al 5%.

Gli impieghi a m/l termine confermano, invece, il forte trend di crescita riportando la variazione più rilevante dal settembre 2000 (+11,2% a/a).

A livello settoriale il segmento che registra dinamiche tendenziali sensibilmente maggiori rispetto al totale degli impieghi è quello relativo alle famiglie consumatrici (+8,2% a/a). La Pubblica Amministrazione conferma la riduzione dell'indebitamento con il sistema bancario (-5,5% a/a), mentre sono stabili, intorno al saggio tendenziale dell'aggregato totale, le variazioni degli altri settori, con cenni di moderato rallentamento rispetto ai mesi precedenti.

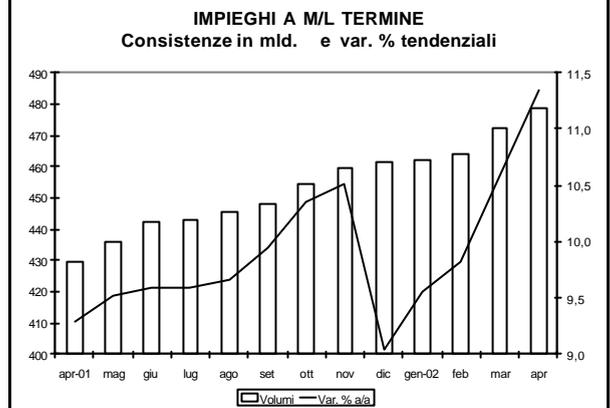
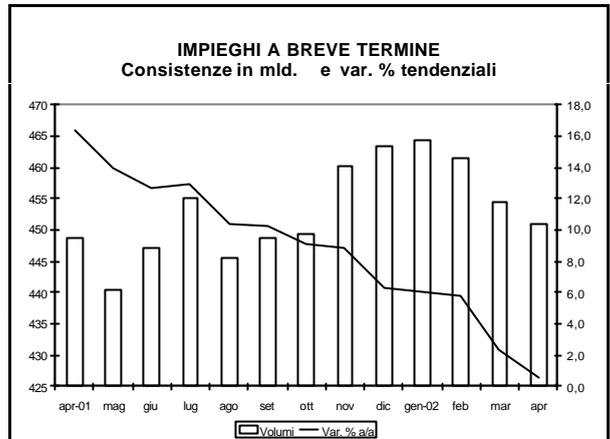
Con riferimento al comparto delle famiglie (consumatrici e produttrici) prosegue a ritmi sostenuti la crescita del credito al consumo (+19,5% a/a) e dei prestiti contratti per mutui (+11,4% a/a). Per quanto riguarda la dinamica di crescita dei prestiti delle famiglie secondo la durata del finanziamento, quella relativa ai crediti con scadenza oltre 12 mesi si conferma vivace (+8,6% a/a) mentre per le scadenze brevi ovvero inferiori ai 12 mesi le consistenze sono stabili intorno ai 47 mld. di dall'aprile 2001.

Anche nell'area dell'euro i dati di marzo rilevano una leggera ma costante decelerazione del credito al settore privato rispetto ai periodi precedenti (+4,9% a/a), riflesso del momento di difficoltà dell'economia. In moderato aumento risultano essere i finanziamenti alle Amministrazioni Pubbliche (+3% a/a) probabilmente per il maggiore fabbisogno generato dallo sviluppo meno favorevole dei bilanci pubblici.

Prosegue invece la marcia dei depositi sia in Italia che in Eurolandia. Il totale dei depositi bancari in Italia registra un incremento dell'8,7% a/a trainato soprattutto dai conti correnti (+12,5% a/a), dalle obbligazioni (+10,3% a/a). Per i pronti contro termine (+6,7% a/a) la crescita risulta molto meno accentuata rispetto al 2001. Anche in Eurolandia i depositi a vista crescono a ritmi elevati (+12,5% a/a). Da rilevare la diversa composizione della raccolta nelle due aree: in Italia prevale il maggior peso della parte più liquida dei depositi (circa il 70%), mentre nell'area dell'euro esiste una distribuzione più equilibrata delle diverse voci del passivo (vedi tabella).

La frenata del credito congiunta all'accelerazione dei depositi ha consentito di riequilibrare il rapporto impieghi/raccolta tanto da assistere nel mese di aprile sia alla prima variazione tendenziale positiva degli investimenti in titoli (+1,9% a/a) dal febbraio 1999 sia alla riduzione dell'esposizione sull'estero (-4,9% a/a) cresciuta per lunghi periodi tra il 2000 e il 2001 a ritmi superiori al 20% a/a.

Per quanto concerne il livello dei tassi attivi si può segnalare che quello relativo alle erogazioni a m/l alle imprese si è ridotto in un anno di ben 117 centesimi (a 4,73%), una riduzione molto vicina a quella registrata dal tasso di rifinanziamento della Bce (-150 p.b.). Dopo la fase di continua riduzione dei tassi passivi, durata oltre un anno, si registra ora un assestamento intorno all'1,45% per il tasso medio e all'1,39% per quelli in conto corrente.



TASSI DI CRESCITA DELLA RACCOLTA E COMPOSIZIONE
Valori %

Periodo	Italia				Area Euro			
	C/c	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	PcT	C/c	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	PcT
1999	10,0	-21,9	0,0	-16,2	10,8	5,9	-4,4	-18,5
2000	6,0	-19,2	-6,6	36,4	7,2	5,7	-4,1	21,5
2001	9,6	-15,9	0,1	11,5	14,2	4,7	10,0	26,0
mar-02	12,5	-10,4	4,3	8,4	12,5	1,5	7,3	2,0
Composizione %								
mar-02	68,7	7,9	9,2	14,2	31,8	39,5	24,7	4,0

Fonte: Banca d'Italia, Bce

I TEMPI NATURALI DELL'ELASTICO

G. Pedone ☎ 06-4702 7055
 giovanni.pedone@bnlmail.com

Con l'assistenza di un'economia reale così attenta e premurosa il sistema finanziario americano potrebbe esser dimesso prima del previsto. In realtà, l'esaurimento della fase più acuta di Enronite è solo apparente. Una lettura meno superficiale della diagnosi sconsiglierebbe infatti una chiusura anticipata del ricovero.

Sarà pure contro-intuitivo, ma i crolli delle ultime ottave non hanno prodotto alcun effetto disintossicante perché alla fine non sono ancora riusciti a sgonfiare gli eccessi di sopravvalutazione.

Le recenti accelerazioni al ribasso che avrebbero dovuto ripulire il mercato e disciplinare il comportamento degli operatori non riescono a scalfire il *price earning*, che continua a mantenersi a livelli da consumato equilibrista (cfr. primo grafico).

Così, un'azione quotata al grande circo dello Standard & Poor's prezza ancora oggi 42 volte gli utili contro una media storica di poco inferiore a 20.

Malgrado il proclamato *downtrend* dei listini il mercato non ha ancora finito di pagare il conto della lunga spesa di acquisti folli risalenti alla stagione dell'esuberanza irrazionale (1999-2000).

L'accanimento illogico dell'Orso non deve quindi stupire, perché lo scoppio della bolla è proporzionale all'entità della bolla stessa.

Secondo il principio dell'elastico, un mercato tirato verso l'alto segue poi con la stessa energia la direzione opposta. E' una questione di conseguenza, fisico-motoria.

A questa forza di gravità espressa dai P/e si associa la pressione della speculazione ribassista, dove gli *hedge-fund* non cessano di approfittarne ed alimentare il *driver* attraverso l'apertura di posizioni *short* (cfr. secondo grafico), non più ai massimi storici ma ancora eccessive e non del tutto riallineate.

La sequenza prolungata di ribassi non potrà non favorire un caricamento degli oscillatori tecnici, in particolare l'RSI, sufficiente a garantire il più classico dei *rally* da ipervenduto, ma sempre inquadrate come "secondario" al rialzo in un "primario" al ribasso.

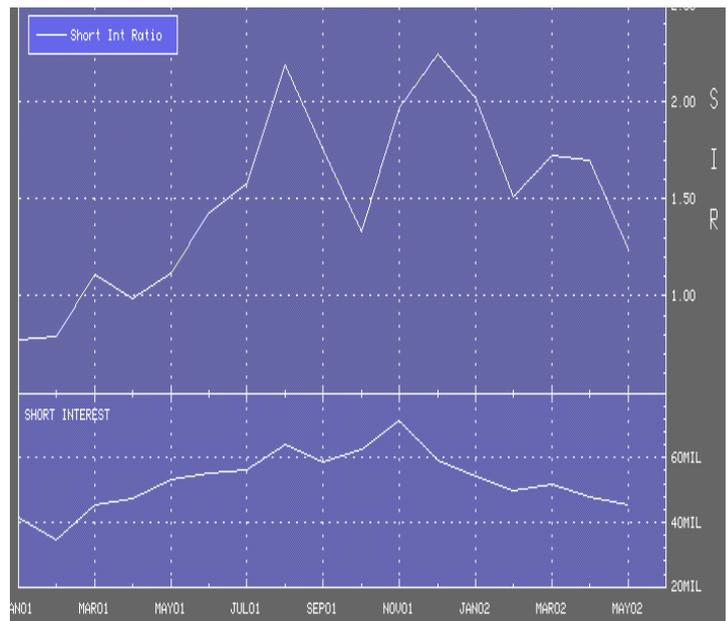
Non è quindi auspicabile per la salute stessa del mercato il manifestarsi di un violento crollo modello 11 settembre, poiché rinvierebbe semplicemente nel tempo la soluzione del problema con l'illusione di una catarsi momentanea. Piuttosto, un simile *sell-off* avrebbe almeno due conseguenze inopportune. In *primis*, un'ulteriore sbandamento dell'ipervenduto con reazioni opposte a catena (fuori controllo) e conseguente accelerazione della volatilità di breve.

Ma al di là di motivazioni tecniche, segnerebbe ancor più a fondo il distacco emotivo dell'investitore dalla Borsa per la rottura di quel rapporto di fiducia e confidenza che muove qualsiasi scelta d'investimento. Inconsciamente, un altro trauma amplierebbe i confini del pessimismo e del disorientamento, con chiari effetti negativi anche e soprattutto nel lungo periodo. La ripresa verrà invece da un progressivo assorbimento degli affondi ribassisti, un processo ammorbidito di gradualità estesa nel tempo.

US P/e: apprendista acrobata



La forza nascosta della speculazione: Short ratio a Wall Street



Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, NYSE.

	Dati storici				Variazioni percentuali						
	7/6/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	20.886	21.952	22.623	27.201	29.834	28.094	-4,9	-7,7	-23,2	-30,0	-25,7
MIB 30	28.351	29.952	30.972	38.396	42.806	41.477	-5,3	-8,5	-26,2	-33,9	-31,6
DOW JONES IND.	9.590	9.925	9.577	11.091	10.646	11.358	-3,4	-2,5	-13,4	-9,9	-15,6
NASDAQ	1.535	1.616	1.574	2.264	2.292	4.131	-3,0	-2,4	-32,2	-33,0	-62,8
STANDARD & POOR'S	1.028	1.067	1.049	1.277	1.283	1.455	-3,7	-2,1	-19,5	-19,9	-29,4
NIKKEI 225	11.439	11.764	11.316	13.278	13.786	18.934	-2,8	1,1	-13,9	-17,0	-39,6
FTSE100	4.920	5.055	5.120	5.948	6.175	6.930	-3,2	-3,9	-17,3	-20,3	-29,0
CAC40	4.020	4.275	4.286	5.453	5.798	6.917	-6,0	-5,4	-26,3	-30,7	-32,1
DAX30	4.610	4.818	4.872	6.184	6.290	6.751	-4,3	-5,4	-25,5	-26,7	-31,7
MADRID	772	814	807	915	879	1.012	-4,8	-3,9	-15,3	-11,7	-23,4
SINGAPORE	1.652	1.672	1.721	1.684	1.696	2.583	-1,2	-4,0	-11,9	-12,8	-36,0
HONG KONG	11.285	11.302	11.796	13.703	14.870	17.370	-0,2	-4,3	-17,7	-24,1	-35,0
DJ EURO STOXX50	3.211	3.426	3.453	4.450	4.702	4.849	-6,3	-7,0	-27,9	-31,7	-33,8
MSCI WORLD	933	968	950	1.133	1.202	1.422	-3,6	-1,7	-17,6	-22,4	-34,4
FTSE EMU	165	175	177	221	233	243	-5,5	-6,6	-25,0	-29,0	-31,9
MSCI FAR EAST	2.016	2.056	1.958	2.455	2.572	3.605	-2,0	2,9	-17,9	-21,6	-44,1
MSCI NORTH AMERICA	1.032	1.074	1.053	1.290	1.302	1.525	-3,9	-2,0	-20,0	-20,7	-32,3

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'11 AL 17 GIUGNO)

D. Felicetti ☎ 06-4702 8424 - daniela.felicetti@bnlmail.com

GIORNO	EVENTI
Martedì 11	Pubblicazione del bollettino mensile dell'ente internazionale dell'energia Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve
Mercoledì 12	Giappone: incontro di politica monetaria (annuncio tassi) Giappone: rapporto economico mensile della Banca del Giappone Stati Uniti: Beige Book 📄
Giovedì 13	Area Euro: bollettino mensile della BCE di giugno. Area Euro: il Presidente della BCE Duisenberg interviene alla conferenza sponsorizzata dall'Austrian National Bank a Vienna
Venerdì 14	Area Euro: intervento di Liebscher e Trichet della BCE Area Euro: incontro dei ministri delle Finanze dei G7 (2 giorni) Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 11	Germania	Bilancia partite correnti	aprile	7,5 mld di euro	6,3 mld di euro
		Bilancia commerciale	aprile	12,4 mld di euro	11,5 mld di euro
		Produzione industriale	aprile	-0,3% m/m	2,0% m/m
		Indice Zew 📄	giugno	66,3	65,0
Mercoledì 12	Regno Unito	Produzione industriale	aprile	-0,4% m/m;-5,9% a/a	0,3% m/m;-5,3% a/a
		Produzione industriale sett. manifatt.	aprile	-0,8% m/m;-6,8% a/a	0,5% m/m;-5,2% a/a
		Bilancia commerciale (globale)	aprile	-£ 3,0 mld	-£ 2,3 mld
		Bilancia commerciale (non UE)	aprile	-£ 2,2 mld	-£ 1,9 mld
Giovedì 13	Francia	Prezzi al consumo (prel.)	maggio	0,4% m/m;2,0% a/a	0,1% m/m;1,4% a/a
Venerdì 14	Italia	Prezzi al consumo	maggio	1,4% m/m;3,6% a/a	0,1% m/m;3,3% a/a
		Produzione industriale	aprile	0,5% m/m;-0,4% a/a	0,2% m/m;0,6% a/a
Venerdì 14	Germania	Prezzi al consumo (def.)	maggio	0,1% m/m;1,6% a/a	0,1% m/m;1,2% a/a
	Regno Unito	Produzione industriale	aprile	-0,7% m/m;-4,1% a/a	-0,5% m/m;-3,0% a/a
	Regno Unito	Tasso di disoccupazione	maggio	3,2%	3,2%
		Retribuzioni medie	aprile	2,9%	3,3%
STATI UNITI E GIAPPONE					
Mercoledì 12	Stati Uniti	Prezzi alle esportazioni	maggio	0,4% m/m	0,2% m/m
		Prezzi alle importazioni	maggio	1,4% m/m	0,5% m/m
Giovedì 13	Giappone	Produzione industriale (rev.)	aprile	0,2% m/m	0,4% m/m
	Stati Uniti	Vendite al dettaglio 📄	maggio	1,2% m/m	-0,2% m/m
		Vendite al dettaglio (escluso auto)	maggio	1,0% m/m	0,3% m/m
		Prezzi alla produzione	maggio	-0,2% m/m	0,1% m/m
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	maggio	0,1% m/m	0,1% m/m
		Richieste sussidio di disoccupazione	8 giugno	383.000	395.000
Venerdì 14	Giappone	Bilancia partite correnti	aprile	Yen 2202 mld	Yen 1075 mld
	Stati Uniti	Produzione industriale 📄	maggio	0,4% m/m	0,4% m/m
		Utilizzo capacità produttiva	maggio	75,5	75,7
		Indice fiducia Università Michigan (prel)	giugno	96,9	97,0

