

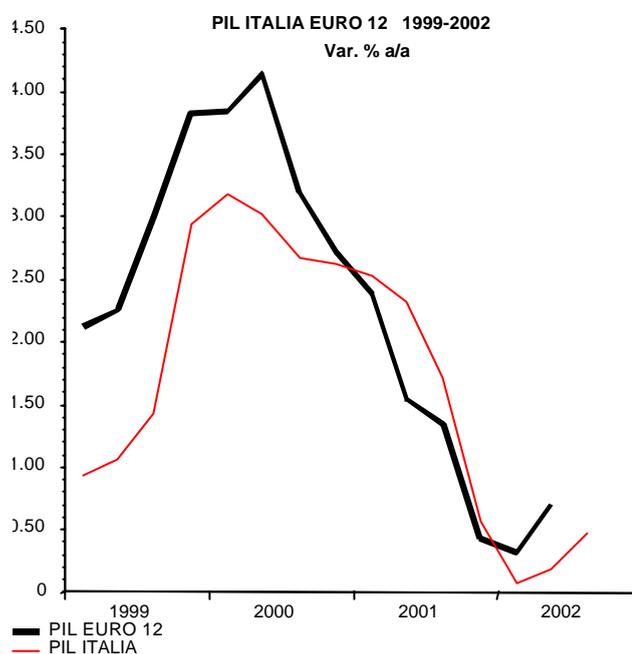
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**19 novembre 2002**  
**n. 20 - 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



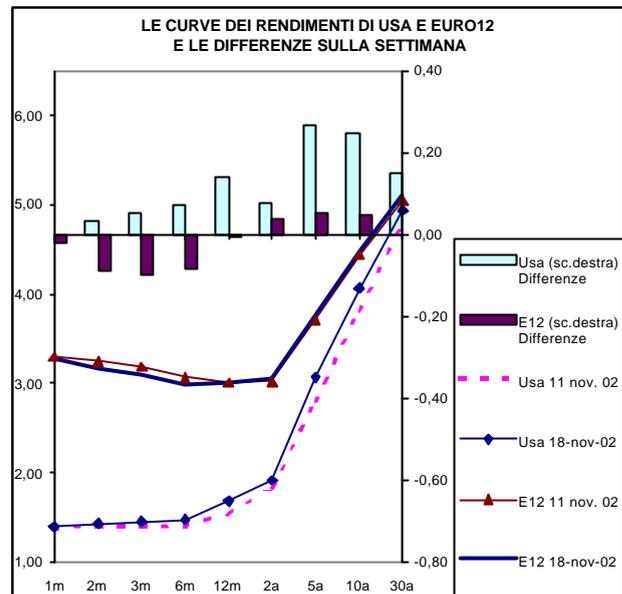
- ✓ **Per l'economia italiana l'appuntamento con la ripresa è rimandato al 2003. Nei conti del 2002 mancano all'appello soprattutto le esportazioni, vittime di una flessione congiunturale dei mercati di vendita dei nostri prodotti (*in primis*, della Germania) ma anche di uno strutturale deterioramento della competitività.**
- ✓ **Un dollaro debole non basterà a rilanciare l'export americano. Anche per gli USA pesa il rallentamento delle vendite su mercati importanti come quello europeo. Il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti si attesta ormai a 500 miliardi di dollari, pari al 5% del PIL americano e a ben il 10% del risparmio totale del Resto del Mondo.**

## 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, i dati proiettano luci ed ombre sullo scenario economico. La crescita del Pil del trimestre in corso si profila in forte rallentamento rispetto al precedente (+1% circa t/t annualizzato, contro il +3,1% del secondo). La produzione industriale sembra entrata in una nuova fase recessiva: in ottobre è diminuita (-0,8% m/m) per il terzo mese consecutivo, invertendo il *trend* al rialzo iniziato a gennaio. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva è diminuito al 75,2% (0,6 punti percentuali in meno rispetto a settembre). I consumi delle famiglie, sia pure in forte rallentamento per il calo degli acquisti di auto, dovrebbero continuare a mostrare incrementi. L'indice di fiducia delle famiglie dell'Università del Michigan è risalito in novembre e le vendite al dettaglio di ottobre (ex auto) sono aumentate dello 0,7% m/m. L'aggressiva manovra di allentamento della Fed, che si somma ad un certo recupero delle quotazioni di Borsa, dovrebbe in parte contribuire a sostenere i consumi purché non si accentui la tendenza al rialzo per i tassi a lunga, già aumentati di mezzo punto rispetto ai minimi del 9 ottobre scorso (3,57% per i titoli del Tesoro a 10 anni). Le incertezze sullo scenario geopolitico e la moderazione dell'inflazione dovrebbero contribuire a frenarne il rialzo.
- I dati dell'area dell'euro continuano a segnalare una "stagnazione" dell'economia. Il Pil del III trimestre è stato inferiore alle aspettative in Olanda e Italia. Nei Paesi Bassi i dati preliminari hanno evidenziato un incremento congiunturale dello 0,08%, in Italia dello 0,3%. Se si guarda ai primi nove mesi dell'anno la crescita economica olandese è pressoché nulla (0,04%). Secondo le previsioni della Commissione europea l'Olanda dovrebbe crescere nella media del 2002 di un modesto 0,2%, ma questo risultato implica un'improbabile accelerazione nel IV trimestre ad almeno lo 0,5% t/t. La Bundesbank ha anticipato il Pil tedesco di luglio-settembre '02 segnalando un incremento dello 0,25% t/t, pari a uno 0,6% tendenziale. In attesa dei dati dell'Ufficio di Statistica tedesco, in calendario per il 21 novembre, le indicazioni della Bundesbank sono coerenti con una crescita dello 0,1% nei primi nove mesi del 2002. La Banca centrale francese stima una crescita congiunturale dello 0,4% nel III trimestre 2002, che equivale a un incremento tendenziale dello 0,9% e dello 0,8% a/a nei primi nove mesi del 2002. In settimana è attesa la comunicazione ufficiale francese e successivamente quella della Spagna, fino ad arrivare al risultato per Eurolandia il 4 dicembre.
- Nel Bollettino di novembre, la Bce approfondisce i principali temi che condizionano le scelte del Consiglio direttivo. In estrema sintesi si tratta di tre fattori: ① la dinamica dei prezzi armonizzati; ② l'andamento della ripresa economica; ③ le posizioni di bilancio attuali e prospettive dei paesi membri. Al meeting del Consiglio direttivo del 7 novembre i banchieri centrali hanno probabilmente valutato che un fattore, la debolezza della crescita, suggeriva un allentamento, mentre gli altri due consigliavano di tenere stabili i tassi, facendo prevalere l'ultima ipotesi. Cosa sta cambiando da allora? Premesso che le posizioni di bilancio di alcuni paesi sono difficili e miglioreranno solo lentamente il prossimo anno, il 5 di dicembre il Consiglio direttivo potrebbe prendere atto di una crescita persistentemente fiacca e leggermente inferiore alle attese. I prezzi armonizzati, secondo il Bollettino, scenderanno verso il 2% nel corso del 2003 sulla scia di una dinamica congiunturale debole e grazie al rafforzamento dell'euro. Ma il Bollettino sottolinea anche il pericolo di tensioni sui prezzi tra fine 2002 e inizio 2003, indotto prevalentemente da uno sfavorevole confronto statistico. Il profilo inflazionistico dei prossimi mesi è il fattore discriminante che può far pendere l'ago della bilancia verso un allentamento o verso un nuovo nulla di fatto. Sarà cruciale, a questo proposito, l'andamento dei prezzi del petrolio che nel frattempo è sceso intorno ai 23 dollari al barile. Se l'effetto positivo del calo congiunturale dei corsi petroliferi riuscirà a bilanciare le tensioni che agiranno sui prezzi armonizzati tra fine 2002 e inizio 2003, il Consiglio direttivo potrà propendere per un taglio già dal 5 dicembre. Diversamente, la Bce attenderà condizioni migliori in arrivo a inizio 2003.



Previsioni	dato storico 18/11/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	1,21	1,22	1,25	1,26	1,27
dollaro-euro	1,009	1,020	1,000	1,000	0,990
yen-euro	1,22	1,24	1,25	1,26	1,25
sterlina-euro	0,639	0,638	0,640	0,643	0,646
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,45	1,40	1,40	1,45	1,80
euro	3,12	3,14	3,10	3,15	3,40
yen	0,01	0,05	0,05	0,07	0,09
sterlina	4,00	3,99	4,05	4,20	4,70
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,05	4,00	4,03	4,30	5,05
Germania	4,47	4,50	4,55	5,00	5,15
Giappone	1,02	1,00	1,15	1,27	1,40
Italia	4,71	4,75	4,77	5,22	5,35
Gran Bretagna	4,56	4,57	4,63	5,10	5,35

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto: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	107,5	108,1	108,8	109,3	109,5	109,2	109,1	109,4	109,5	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,8	111,4	111,5	111,5	111,3	111,4	111,7	112,0	111,9	112,0	111,3
2003	112,2	112,4	112,9	113,3	113,5	113,6	113,5	113,6	114	114,2	114,1	114,2	113,5
<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	0,5	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,2
2003	0,2	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,4	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	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	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2	2,2	2,2
2003	1,9	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9

#### 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	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,5	103,5	102,5
2003	103,4	103,2	103,7	104,3	104,8	104,9	104,7	104,5	104,6	105,4	105,6	105,7	104,6
<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	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	-0,1	0,0	0,2
2003	-0,1	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,8	0,2	0,1	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	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,5	2,4	2,5
2003	2,3	2,4	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,5	1,7	2,0	2,1	2,0

#### 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	118,8	119,0	119,3	119,6	119,7	119,7	118,8
2003	119,9	120,1	120,3	120,7	121,0	121,1	121,2	121,2	121,4	121,7	121,9	122,0	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	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2
2003	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	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	2,2	2,4	2,6	2,7	2,6	2,5	2,4
2003	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – [cristiana.mazio@bnlmail.com](mailto:cristiana.mazio@bnlmail.com) (per Usa)

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12)

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com) (per Italia)

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	0,8	0,3	0,5	0,7	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	3,1	1,0	2,2	2,7	3,5	3,6
var.% anno su anno	0,3	2,3	2,4	1,4	2,2	3,0	2,6	1,9	2,3	2,3	3,0

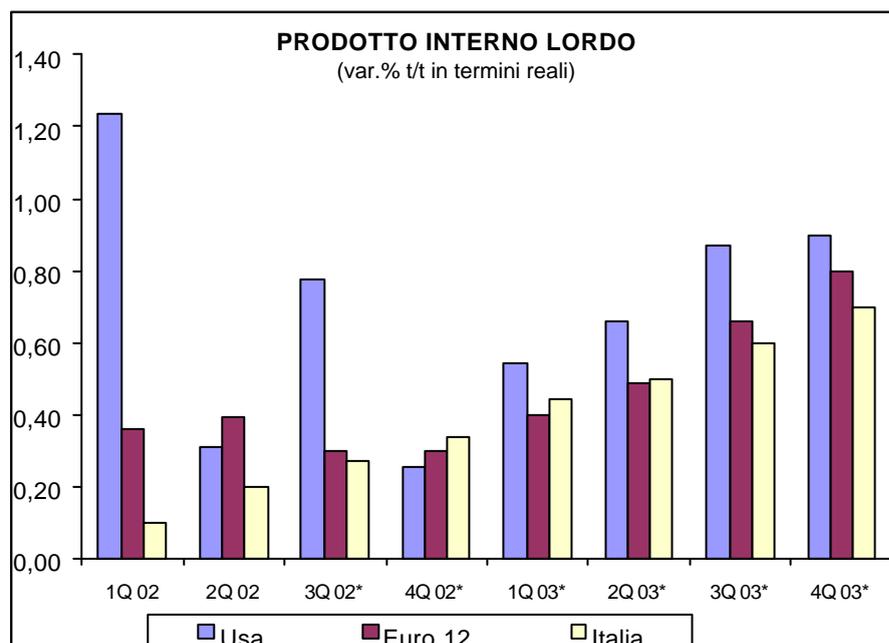
#### AREA EURO

	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8
var.% trim su trim annualizzato				1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	2,0	2,7	3,2
var.% anno su anno	1,5	0,8	1,8	0,3	0,7	0,8	1,4	1,4	1,5	1,9	2,4

#### ITALIA

	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				0,4	0,8	1,1	1,4	1,8	2,0	2,4	2,8
var.% anno su anno	1,8	0,4	1,8	0,0	0,2	0,4	1,0	1,3	1,6	1,9	2,3

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



## UN \$ DEBOLE NON BASTA A RILANCIARE L'EXPORT USA

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

- Il disavanzo delle partite correnti statunitensi ha toccato \$500 mld, il 5% del Pil Usa e il 10% del risparmio totale del resto del mondo.
- Il rallentamento nell'afflusso netto di capitali esteri in entrata è stato in parte compensato da una frenata dei capitali Usa in uscita. Questo ha permesso al paese di finanziare il disavanzo, limitando il deprezzamento del dollaro.
- A favore del dollaro restano le migliori prospettive di sviluppo e il vantaggio relativo in termini di crescita della produttività Usa. Tuttavia questa volta il dollaro potrebbe risultare penalizzato dal ritorno del deficit di bilancio e dal forte peggioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero.
- L'impatto sulle esportazioni Usa di un dollaro debole dovrebbe risultare contenuto sia perché il deprezzamento potrebbe essere solo moderato, sia perché la domanda estera resta debole, specie in Europa e Sud America.

Da inizio novembre il dollaro si è portato nuovamente a ridosso della parità con l'euro, deprezzandosi anche nei confronti delle altre principali valute. Già nella seconda metà di luglio il biglietto verde aveva superato la parità con l'euro per poi però riguadagnare terreno con un movimento laterale nell'intervallo 0,97-0,99 quando è apparso chiaro che il peggioramento congiunturale era generalizzato a livello globale. Il taglio dei tassi di mezzo punto della Fed del 6 novembre ha spinto al ribasso il dollaro. Questo significa che il differenziale nei tassi di interesse a breve è tornato ad influire sui cambi (il differenziale tra Usa e Eurolandia è salito a -1,7 punti, per i tassi a 3m) ma anche e soprattutto che il ribasso dei tassi potrebbe non avere molto successo nel breve termine nello stimolare un'economia gravata da un elevato indebitamento delle famiglie e da un eccesso di investimenti e di capacità produttiva in numerosi settori.

Da tempo il cambio del dollaro viene considerato a rischio di deprezzamento a causa sia del crescente disavanzo delle partite correnti, che nel secondo trimestre di quest'anno ha toccato il 5% del Pil e assorbe il 10% circa del risparmio totale del resto del mondo, sia di una posizione patrimoniale netta negativa sull'estero peggiorata costantemente negli ultimi anni fino a raggiungere i -\$2.000 mld (20% del Pil). Il paese necessita \$1,4 mld al giorno per finanziare il disavanzo di parte corrente e da tempo si teme che gli investitori esteri possano ad un certo punto non trovare più validi stimoli per continuare ad espandere a questi ritmi il loro portafoglio di attività Usa.

Negli ultimi due anni si è infatti osservato un rallentamento nell'afflusso netto di capitali esteri negli Stati Uniti soprattutto per gli investimenti diretti che hanno registrato un vero e proprio crollo. Dopo aver toccato un picco di \$308 mld nel 2000, questi afflussi di capitale sono scesi a \$131 mld nel 2001 e dovrebbero attestarsi quest'anno a \$40 mld circa, togliendo agli Usa il primato mondiale di principale paese di destinazione a favore della Cina. Per la prima volta nel 2002 (primi 8 mesi) sono risultati in diminuzione (-11% a/a) gli afflussi di investimenti netti esteri di portafoglio che hanno confermato la ricomposizione osservata nel 2001. E' aumentata la quota di investimenti esteri in titoli del Tesoro e delle *agencies* (enti governativi a elevato merito di credito, come Fannie Mae e Freddie Mac) a scapito degli investimenti in azioni e in obbligazioni *corporate*.

Il rallentamento dei capitali esteri in entrata è stato tuttavia compensato da una frenata nei capitali Usa in uscita. Gli investimenti diretti netti degli Stati Uniti all'estero sono passati da \$178 mld nel 2000 ai \$110 mld circa stimati per il 2002 (\$59 mld nei primi 8 mesi). Ma soprattutto gli investimenti netti di portafoglio hanno comportato per la prima volta dal 1999 un saldo positivo (rimpatri netti per \$30 mld nei primi 8 mesi del 2002, contro un deflusso per \$20 mld nello stesso periodo di un anno prima). Diversificare a livello internazionale l'investimento dei capitali è diventato più difficile a fronte di una crescente correlazione tra i cicli economici. Le economie di Europa e Giappone non brillano certo più di quella statunitense, mentre i problemi emersi in molti paesi del Sud America hanno scoraggiato gli investimenti nell'area.

In prospettiva il ciclo economico Usa potrebbe ripartire per primo, giocando ancora una volta il ruolo di locomotiva a livello mondiale, e la crescita relativa della produttività potrebbe mantenersi favorevole agli Stati Uniti. Questo dovrebbe rafforzare la tenuta della valuta americana, frenando un suo ulteriore, probabile deprezzamento. Tuttavia, questa volta non ci si aspetta il ritorno di un nuovo, sensibile rafforzamento del dollaro anche in presenza di una ripresa economica Usa attesa in accelerazione nella seconda metà del 2003. Negli ultimi tempi la situazione degli Stati Uniti è cambiata sotto diversi aspetti. Vi è stato il ritorno dei "deficit gemelli": alla mancata correzione, nella fase di recessione, del disavanzo di parte corrente si somma infatti ora un crescente deficit pubblico che accentua la carenza di risparmio del paese. Gli scandali finanziari hanno messo in discussione l'effettiva redditività degli investimenti negli Stati Uniti, riducendo l'attrattiva per gli investitori esteri. In media d'anno nel 2003 il cambio dollaro-euro potrebbe attestarsi intorno alla parità rispetto al livello di 0,945 stimato per il 2002 e di 0,895 nel 2001, con un deprezzamento intorno al 15-20% rispetto a fine 2000. Tuttavia il dollaro potrebbe apprezzarsi nuovamente sullo yen. L'impatto sul commercio estero Usa di un indebolimento del cambio del dollaro potrebbe essere moderato, sia perché il deprezzamento sarebbe di per sé contenuto in media ponderata nei confronti delle principali valute, sia perché le prospettive di ripresa per la altre aree del mondo sono poco brillanti. Anche se il deficit commerciale è per il 36% attribuibile a Cina e Giappone, il peggioramento dello squilibrio nei primi 8 mesi di quest'anno è infatti riconducibile non tanto a maggiori importazioni da questi paesi, quanto al calo della domanda europea (-13,9% a/a), con la Germania (-16,7%) e il Regno Unito (-21%) in testa, e alla contrazione di quella dei paesi del Sud America (-25% per il Brasile). Allo stesso tempo l'8,3% delle esportazioni Usa e il 13,7% delle importazioni avviene con i 20 paesi che hanno la propria valuta agganciata al dollaro Usa (come Cina, Hong Kong, Malaysia e Arabia Saudita) su cui non si produce quindi un effetto cambio.

STATI UNITI BILANCIA COMMERCIALE (gennaio-agosto 2002)	Saldo		Export Usa	
	in milioni di \$	in % del totale	in % del totale	var.% a/a
<b>TOTALE</b>	<b>-296.314</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-8,3</b>
<b>Nord America</b>	<b>-57.845</b>	<b>19,5</b>	<b>36,2</b>	<b>-5,9</b>
Canada	-32.696	11,0	22,5	-5,2
Messico	-25.149	8,5	13,7	-7,0
<b>Europa</b>	<b>-56.039</b>	<b>18,9</b>	<b>24,2</b>	<b>-13,9</b>
Euro 12	-42.535	14,4	15,4	-9,6
Unione Europea (15)	-51.907	17,5	21,8	-12,7
di cui: Germania	-22.277	7,5	4,1	-16,7
Italia	-9.469	3,2	1,3	-0,8
Francia	-6.529	2,2	2,7	-6,8
Regno Unito	-4.418	1,5	5,7	-20,8
Svezia	-3.933	1,3	0,5	-15,1
Spagna	-409	0,1	0,8	-11,8
Belgio	2.141	(0,7)	1,9	-7,3
Olanda	5.954	(2,0)	2,7	-7,3
EFTA	-3.939	1,3	1,8	-29,6
<b>Est Europa e Russia</b>	<b>-4.586</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,6</b>
di cui: Russia	-2.535	0,9	0,4	-12,0
<b>Pacific Rim</b>	<b>-133.709</b>	<b>45,1</b>	<b>24,8</b>	<b>-4,0</b>
Cina	-63.328	21,4	2,5	11,0
Giappone	-44.121	14,9	8,0	-13,8
Australia	4.382	(1,5)	1,4	19,6
NICs	-13.158	4,4	9,8	-4,6
di cui: Taiwan	-8.901	3,0	2,5	-1,6
Corea	-8.120	2,7	3,0	-1,6
<b>America del Sud e Centro</b>	<b>-10.090</b>	<b>3,4</b>	<b>8,0</b>	<b>-15,4</b>
di cui: Venezuela	-6.296	2,1	0,8	-21,1
Brasile	-1.701	0,6	2,2	-25,2
Argentina	-993	0,3	0,6	-66,4
<b>OPEC (*)</b>	<b>-21.983</b>	<b>7,4</b>	<b>2,7</b>	<b>-11,1</b>

(\*) - Include Venezuela e Indonesia, già comprese nelle rispettive aree.

Fonte: elaborazioni Bnl su dati US Census Bureau

## RIPRESA ITALIA: OBIETTIVO 2003

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

- I recenti dati Istat confermano il ristagno dell'economia italiana, che nella media dei primi nove mesi del 2002 è cresciuta appena dello 0,2%. Il tasso di sviluppo è previsto allo 0,4% per la media del 2002 e all'1,8% per il 2003.
- Permangono le difficoltà sul fronte delle esportazioni, che nel primo semestre 2002 si sono contratte del 2,4% rispetto a un anno prima. Il contributo del saldo estero alla crescita resta dunque negativo, a causa anche dell'ulteriore riduzione delle nostre quote di mercato.

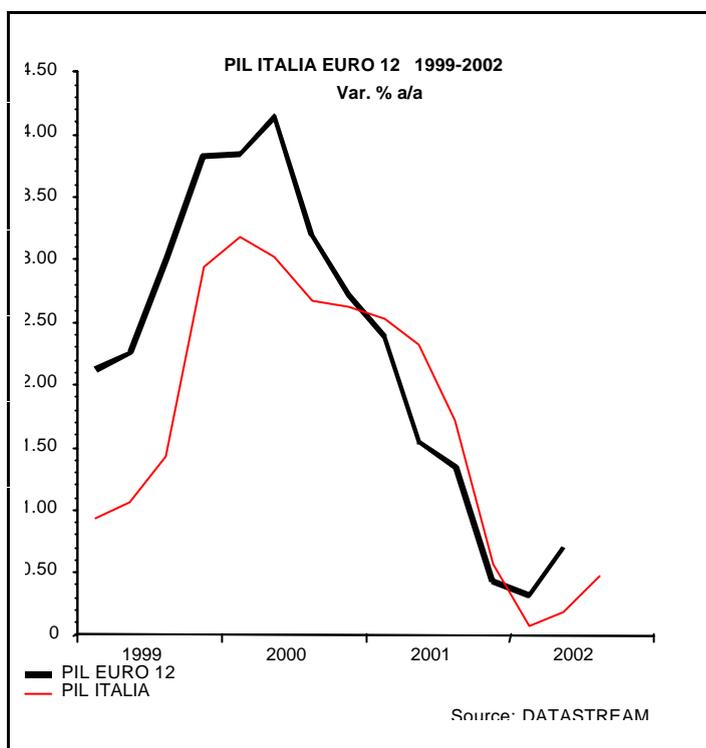
La stima preliminare dell'Istat ha indicato che nel terzo trimestre 2002 il Pil italiano è aumentato dello 0,3% rispetto al trimestre precedente e dello 0,5% sullo stesso periodo dell'anno prima. Per una migliore valutazione dei dati è bene considerare che nel terzo trimestre di quest'anno si è avuta una giornata lavorativa in più rispetto allo stesso periodo del 2001. E' un dato inferiore alle aspettative che risente, tra l'altro, del calo congiunturale dell'indice destagionalizzato della produzione industriale di settembre (-0,5% su agosto).

I dati Istat confermano dunque il ristagno dell'economia italiana, che nella media dei primi nove mesi del 2002 è cresciuta appena dello 0,2%. Ipotizzando un aumento congiunturale dello 0,3% anche per il quarto trimestre, il 2002 potrebbe essere archiviato con una crescita media complessiva dello 0,4% e una velocità di uscita a/a intorno all'1%: un segnale ormai chiaro che la vera ripresa difficilmente potrà essere colta prima della seconda parte del 2003. La crescita italiana si manterrà nel 2002 al di sotto del tasso di sviluppo dell'euro-zona, previsto attestarsi mediamente intorno allo 0,8%. Il forte rallentamento del 2002 è da imputarsi principalmente alla caduta dei consumi, che nei primi tre trimestri dell'anno è risultata assai più marcata rispetto al resto dell'Europa. Esiste la probabilità concreta che in media d'anno si possa assistere per la seconda volta nel dopoguerra – l'altra risale al 1993 - a una crescita negativa dei consumi delle famiglie in Italia.

Circa le prospettive di breve termine, gli indicatori anticipatori parlano di un risveglio degli ordini, anche se non accompagnato da buone aspettative da parte delle imprese. Le stime autunnali sulla produzione industriale elaborate da Irs annunciano ancora stagnazione per ottobre e una buona ripresa dei livelli produttivi per novembre, dopo ben sedici contrazioni consecutive. La fiducia dei consumatori è continuata a scendere: a ottobre l'indice Isae considerato al netto dei fattori stagionali si è posizionato poco al di sotto di quota 110, un livello ancora superiore al precedente minimo di fine '96. Il deterioramento del clima di fiducia appare diffuso e riguarda sia il quadro economico generale, sia la situazione personale dei singoli intervistati. Peggiorano particolarmente le aspettative sul mercato del lavoro e i giudizi sull'opportunità, al momento, di effettuare acquisti di entità rilevante. Il processo di accumulazione ha leggermente rallentato il trend di ripresa iniziato a metà primavera, anche se appare in crescita il peso della componente tecnologica degli investimenti.

Continua a mantenersi marginalmente negativo il contributo del saldo estero alla crescita, effetto del rallentamento dell'economia mondiale ma anche spia di una perdita di competitività del Paese. Nella prima metà del 2002 le esportazioni italiane si sono contratte del 2,4% in ragione d'anno. Si sono ulteriormente ridotte le nostre quote di mercato, in diminuzione dalla metà degli anni Novanta. Particolarmente rilevante è stata la flessione delle esportazioni verso la UE, che hanno risentito della caduta della domanda in Germania e della maggiore concorrenza da parte dei paesi emergenti e in transizione.

Per l'economia italiana, anche se il peggio sembra essere passato, "il meglio" stenta a venire avanti. Potrebbe riassumersi così l'attuale momento congiunturale, che vede il Paese crescere, sì, ma a piccoli passi, sostenuto quasi esclusivamente dal ciclo delle scorte, che si è mantenuto in controtendenza rispetto a quello degli altri paesi europei. Il livello dei magazzini continua infatti a essere giudicato insufficiente rispetto a quello ritenuto normale e il processo di ricostituzione non accenna ad esaurirsi. Anche il grado di utilizzo degli impianti è rimasto sopra i minimi toccati nelle precedenti fasi recessive e dall'inizio dell'anno risulta in lieve aumento. Le prospettive dell'economia italiana restano dunque incerte, a causa soprattutto dei possibili sviluppi della situazione internazionale. Gli investimenti privati dovranno rappresentare il vero volano della ripresa: solo una buona accelerazione di questa componente potrà spingere la crescita del prossimo anno verso il 2%.



## IL PETROLIO ALLA PROVA IRAQ

S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

- Il prezzo del petrolio nel 2002 ha presentato forti oscillazioni a causa soprattutto delle tensioni nell'area mediorientale. Alla base degli aumenti registrati non sembra esservi una reale carenza dell'offerta.
- Anche in caso di guerra, la capacità produttiva dei soli paesi Opec sarebbe in grado di supplire alle mancate esportazioni irachene.
- In Italia continuano a salire i consumi di prodotti petroliferi, mentre scendono le importazioni. Nel prossimo anno l'andamento del settore petrolifero potrebbe essere condizionato dalla necessità di aumentare il monte scorte a 120 giorni di consumo, in base a una recente proposta della Commissione europea.

Nel corso del 2002 il prezzo del petrolio ha presentato forti oscillazioni: da un minimo di \$20 di media a gennaio, a settembre le quotazioni sono arrivate in media a \$28,4, evidenziando una forte correlazione con l'attesa di un possibile attacco all'Iraq. Rispetto al 1991 (1° crisi irachena), oggi il petrolio ha un peso più contenuto sull'economia mondiale. Secondo alcune stime recenti, un aumento del prezzo di circa \$5 al barile provoca una flessione della crescita mondiale dello 0,2%. Anche l'impatto sull'inflazione appare più contenuto che in passato, nonostante il prezzo del petrolio rappresenti una delle componenti più variabili nel paniere utilizzato per il calcolo dei prezzi al consumo.

L'estrema sensibilità del prezzo alle notizie relative a un probabile conflitto deriva in larga parte da fattori di natura psicologica e non sembrerebbe determinato da una probabile contrazione dell'offerta. L'avverarsi dello scenario peggiore (attacco all'Iraq e conseguente blocco delle sue esportazioni: circa 1,5 milioni di barili al giorno in meno sul mercato) potrebbe infatti essere facilmente compensato da un aumento dell'offerta dei paesi Opec che, escludendo appunto l'Iraq, dispongono di una capacità produttiva di circa 4 milioni di barili al giorno (2 nella sola Arabia Saudita) in più rispetto ai livelli produttivi sostenuti nel corso del 2002 (circa 29 milioni di barili al giorno).

Il prezzo del greggio, in caso di guerra, potrebbe quindi salire nei primissimi giorni, ma successivamente le quotazioni dovrebbero rientrare nella fascia di oscillazione fissata dall'Opec (22-28 dollari).

Per il 2003, a fronte di una domanda mondiale stimata in crescita dell'1,4% circa, secondo i principali previsori il prezzo del greggio dovrebbe posizionarsi nella fascia superiore di oscillazione, anche a causa dell'avvicinamento dell'Arabia Saudita alle posizioni dell'Iran (5° produttore mondiale nella prima metà del 2002), paese tradizionalmente più incline a tenere elevate le quotazioni.

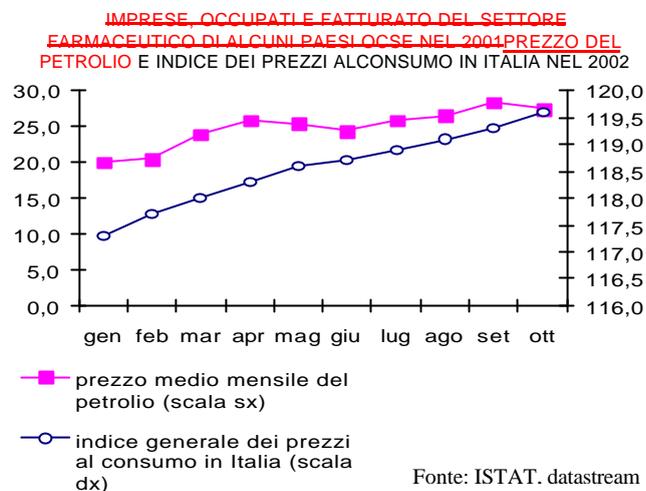
Lo scenario nel prossimo futuro sarà poi condizionato dalla posizione della Russia, che ha di recente approvato un piano triennale di aumento dell'export: entro il 2005 le esportazioni dovrebbero infatti passare dagli attuali 3,25 milioni di barili al giorno a circa 3,9/4,3.

Per cercare di limitare l'impatto delle variazioni del prezzo del greggio sull'economia reale, la Commissione europea ha di recente proposto di aumentare il montante delle scorte da 90 a 120 giorni di consumo di ogni paese membro. Tale misura è stata criticata da molti esperti proprio perché alla base dell'aumento del prezzo del greggio non vi sarebbe una reale scarsità ma, come si è detto, implicazioni di carattere psicologico difficilmente contenibili. Per il nostro paese ciò comporterebbe un aumento delle scorte di circa 5 milioni di tonnellate e un costo stimato intorno a 1,7 miliardi di euro.

In Italia, nel periodo gennaio-agosto, i consumi di prodotti petroliferi sono risultati pari a 61,89 milioni di tonnellate, in crescita (+2,2%) rispetto allo stesso periodo del 2001. In particolare, a fronte di un calo del 2,8% della benzina (soprattutto per la maggiore diffusione delle vetture diesel) si è registrato un aumento del gasolio per motori (+8,8% a/a). In crescita anche i consumi di olio combustibile per uso termoelettrico (+16,9% a/a) e del gasolio da riscaldamento (+3%). Nonostante l'aumento delle quantità consumate, le raffinerie italiane hanno lavorato a regime leggermente ridotto rispetto allo scorso anno: nei primi otto mesi dell'anno le lavorazioni di greggio hanno subito una flessione dello 0,9% a/a, mentre il grado di utilizzo degli impianti si è attestato al 93%.

Nei primi sette mesi del 2002 si è registrata una flessione delle importazioni di greggio (-4,6% a/a) che appaiono comunque in ripresa. In calo l'intero blocco degli approvvigionamenti dai paesi mediorientali (-14,1%), ad eccezione di quelli provenienti dalla Siria (+25,5%) che copre circa l'8% delle importazioni italiane. La Libia si conferma principale paese fornitore (23,4% dell'import complessivo) anche se i flussi di greggio da questo paese risultano in diminuzione (-8,7% nel periodo). In calo anche gli approvvigionamenti dalla Russia (-1,4%), secondo fornitore. Oltre alla Siria, risultano in aumento gli afflussi di greggio da Egitto e soprattutto Kazakistan (+212,6%) anche se quest'ultimo paese copre una quota marginale dell'import italiano.

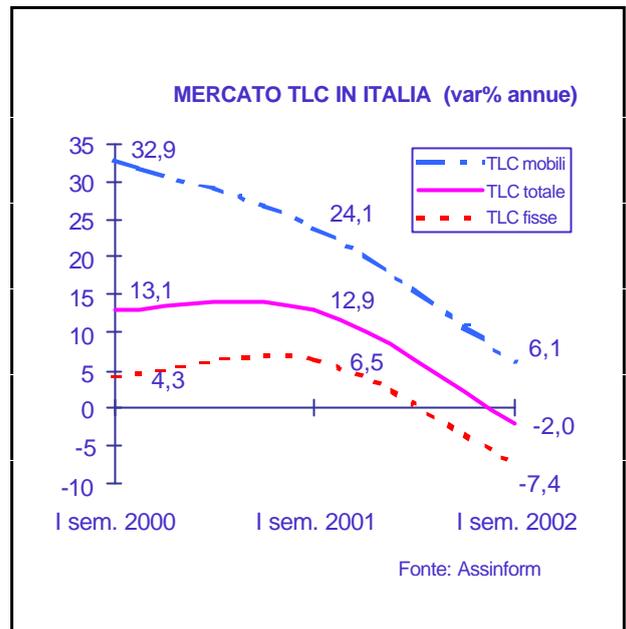
Al contrario di quanto accade per il petrolio grezzo, le importazioni di semilavorati nel periodo gennaio-luglio risultano in forte aumento (+34,8%), in particolare quelle provenienti dalla Russia (+65,5%) che, con una quota del 41,6%, sul totale rappresenta di gran lunga il principale fornitore italiano. Dal lato delle esportazioni, nel periodo considerato si registra una netta flessione (-9,3%) sia per i prodotti finiti, sia per i semilavorati.



## TLC: LARGA LA BANDA, STRETTA LA VIA

P. Di Falco ☎ 06-47028442 – pulisia.difalco@bnlmail.com

- Lo sviluppo vertiginoso che ha caratterizzato il mercato delle TLC negli ultimi anni ha lasciato il posto a una fase di ripiegamento. L'esaurirsi dell'ondata di investimenti in infrastrutture, la scarsa disponibilità finanziaria delle imprese, l'assenza di nuovi servizi nell'ormai maturo mercato della telefonia mobile hanno sensibilmente ridotto l'espansione della domanda di telecomunicazioni per le quali il 2002 si configura come l'anno della crescita zero.
- L'imminente immissione sul mercato dei telefonini Umts, in cui l'Italia farà da apripista rispetto ai partner europei, sarà limitata a un mercato ristretto. Il successo dell'Umts sarà legato alla capacità delle aziende di sviluppare un'offerta di contenuti e applicazioni a costi accessibili. La sfortunata esperienza del Wap ha dimostrato chiaramente che la pura tecnologia non basta a spingere i clienti a usare un servizio.
- La ripresa del settore è affidata alla banda larga. L'apertura dell'ultimo miglio ai nuovi entranti tarda a dare frutti consistenti poiché, come rileva il commissario Monti, il peso dei gestori storici sul mercato è ancora significativo.



Dopo dieci anni di crescita vertiginosa, per la prima volta il mercato delle telecomunicazioni segna il passo. Nel primo semestre del 2002, il settore ha generato un volume d'affari complessivo pari a 19.950 milioni di euro, con un calo del 2% rispetto al corrispondente periodo del 2001. Benché tale risultato sconti un effetto statistico sfavorevole (il primo semestre 2001 ebbe una crescita eccezionale) esso riflette l'effettiva fase critica vissuta dal settore, i cui aspetti fondamentali sono l'esaurirsi della prima ondata di investimenti infrastrutturali per le reti a banda larga e il ritardo nell'introduzione di significative novità sul fronte delle telecomunicazioni mobili che configurano un mercato sempre più maturo. L'Italia non rappresenta più, dunque, un'eccezione nel panorama europeo: il quadro macroeconomico stagnante e la resistenza agli investimenti in nuove tecnologie da parte delle piccole e medie imprese hanno nettamente ridimensionato la crescita a due cifre degli ultimi anni allineandola alle dinamiche molto più moderate degli altri paesi UE.

Il risultato negativo del primo semestre è da attribuire all'andamento degli apparati (-20,9%), mentre i servizi hanno mostrato una discreta tenuta (+2,9%) dovuta principalmente a quelli su rete mobile risultati pari a 5.475 milioni di euro (+10,1% sul primo semestre del 2001) per i servizi voce e a 645 milioni (+44,6%) per i servizi a valore aggiunto (dati e SMS). Nel confronto con gli ultimi due anni, la telefonia mobile evidenzia, tuttavia, un notevole rallentamento dei tassi di sviluppo: 6,1%, contro il 24% del primo semestre 2001 e il 32,9% di quello del 2000. La causa principale è costituita dalla relativa maturazione di un mercato che non può più contare sull'introduzione di novità significative né sull'incremento del numero degli utenti: il numero delle linee attive (in abbonamento e soprattutto a scheda prepagata) ha ormai raggiunto i 52,1 milioni (contro i 46,7 del giugno 2001 e i 51 del dicembre 2001) e il tasso di penetrazione del mercato italiano è il più alto in Europa, vicino al 90%. E' proseguito il declino dei servizi della rete fissa, in flessione del 4,3% su base annua, mentre la componente di servizi a valore aggiunto è risultata in aumento del 2,7%. Per quanto riguarda la telefonia mobile di nuova generazione, l'imminente immissione sul mercato dei telefonini Umts (tra dicembre e i primi mesi del 2003), in cui l'Italia farà da apripista rispetto ai partner europei, sarà tuttavia limitata a un mercato ristretto. Prima di che si configuri un mercato di massa e gli operatori possano trasformare in guadagno gli enormi investimenti sostenuti per ottenere le licenze e quelli futuri per la messa a punto tecnologica degli apparecchi, saranno necessari alcuni anni. Soprattutto il successo dell'Umts è legato alla capacità delle aziende di sviluppare un'offerta di contenuti e applicazioni a costi contenuti in grado di spingere gli utenti verso l'acquisto. La sfortunata esperienza dell'introduzione del Wap ha dimostrato chiaramente che la pura tecnologia non basta a spingere i clienti a usare un servizio.

La difficoltà di continuare a penetrare un mercato ormai maturo è comune a tutti i paesi avanzati e gli operatori si trovano ad affrontare la contrazione del settore con riduzioni di costi e cessioni di "asset" non strategici. La profittabilità è in calo anche a causa degli ammortamenti degli importanti investimenti in infrastrutture di rete, dell'acquisizione delle licenze Umts e degli oneri d'integrazione delle aziende acquisite, investimenti che hanno anche contribuito a innalzare il livello d'indebitamento delle società. In questo scenario, lo sviluppo e la profittabilità del settore delle Tlc dipendono sempre più dal successo dei "servizi dati" e in particolare dai servizi a banda larga che permetterà la realizzazione di numerosi servizi interattivi. Secondo l'ultimo rapporto EITO (*European Information Technology Observatory*), l'Italia vedrà triplicare nei prossimi anni gli accessi alla banda larga, passando dagli attuali 800 mila a 2 milioni nel 2004). Al momento attuale, però, la strada della banda larga appare in salita poiché, come rileva il commissario Monti, il peso dei gestori storici sul mercato è ancora significativo. A quasi due anni dall'adozione del relativo regolamento, l'accesso sul mercato europeo è stato reso possibile su meno dello 0,6% dei circuiti locali. Meno di 6 mila linee vengono rese disponibili ogni settimana. Nel frattempo gli operatori storici mostrano un rapido sviluppo delle loro reti a banda larga riuscendo ad aumentare il numero complessivo dei loro clienti ADSL sul territorio dell'Unione di 65 mila unità ogni settimana. La quota di mercato conquistata da tali operatori supera significativamente quella mantenuta nelle attività di telefonia fissa che precedentemente esercitavano in regime di monopolio. La situazione presenta alti rischi di concorrenzialità tanto più che gli operatori emergenti, chiamati ad affrontare ingenti investimenti per raggiungere il livello di convergenza tecnologica tra telefonia, informatica e audiovisivo, sono penalizzati da una debolezza finanziaria a causa della minore disponibilità delle banche a finanziare operatori di minore entità dopo essersi sovraesposte negli anni più floridi delle telecomunicazioni.

## LA SCOMMESSA DI NATALE

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

La volatilità non dà segni di cedimento. Anzi, si registra un congelamento ai massimi livelli di sempre. La partecipazione al rialzo non è globale ma evanescente e molto selettiva, con una assenza quasi totale di rotazione settoriale.

I principali protagonisti degli ultimi rally (telefonici, tecnologici e finanziari) avendo raggiunto i nuovi massimi di recupero sono ora esposti a una concentrazione intensa di volatilità e si candidano involontariamente alla *leadership* del movimento ribassista.

Il *sentiment* degli operatori e dei gestori è in netta ripresa e ha raggiunto il grado di ottimismo più alto dell'anno. Staticamente questo prelude a un'inversione di tendenza.

La vittoria dei repubblicani e la presa di controllo del senato che storicamente entusiasmano i mercati azionari (a danno degli obbligazionari per via dell'aumento di emissioni di bond governativi) hanno già prodotto un considerevole rialzo fino alle soglie di resistenza più ostiche, inquadrabili nei precedenti picchi di agosto (punti 965 per lo S&P500 e 1.425 per il Nasdaq).

La classica percezione *pro business* dell'amministrazione Bush ha quindi proiettato gli indici a ridosso dei test di sopravvivenza più importanti dal fatidico 11 settembre 2001. L'esaurirsi della forza propulsiva nelle ultime sedute sui segmenti "repubblicani" dei listini - titoli energy, farmaceutici (politica di controllo dei prezzi più accomodante) e della difesa - testimoniano la maturazione del rally elettorale.

Nonostante la correlazione negativa con l'azionario sia dilatata nel tempo (3-5 mesi), il *cross* euro/dollaro sui massimi tiene sotto pressione le quotazioni.

La qualità dei volumi resta ambigua, poco fluida e contaminata da anomalie crescenti.

I segnali ribassisti provenienti dall'analisi *inter-market* (equity contro bond e contro commodity) non sono ancora rientrati (vedi rialzo dell'oro e inclinazione della curva dei rendimenti).

Il deciso taglio dei tassi Usa, oltre a favorire indirettamente Bush nella sua campagna politica di stimoli fiscali, cerca di traghettare l'economia americana alla florida stagione natalizia, oltre l'ultimo ostacolo, quello che Greenspan definisce leggero "vuoto d'aria".

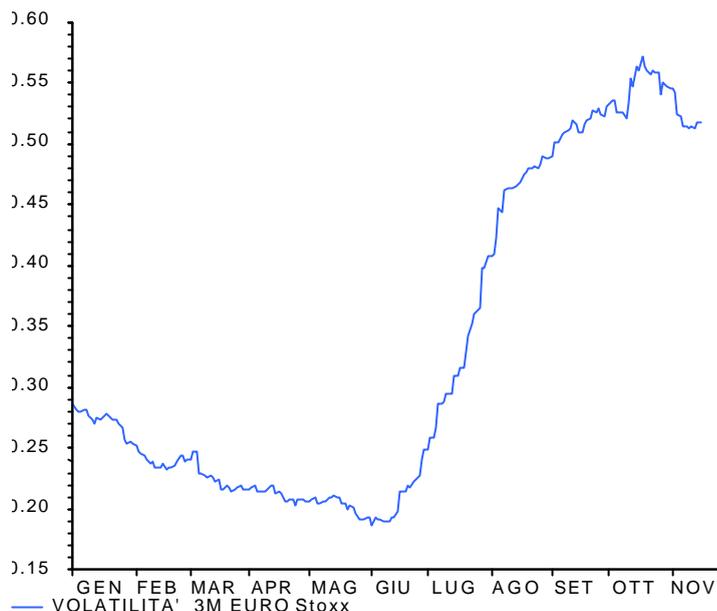
Dopo la famosa "esuberanza irrazionale" arriva un nuovo termine a fotografare la delicata congiuntura, sospesa nelle mani dei consumatori americani, che devono arrivare intatti al periodo più favorevole dell'anno (dicembre, seguito da gennaio).

Il motore della crescita mondiale (consumi) non può infatti permettersi di restare a secco senza carburante (*consumer confidence*) proprio al traguardo della scadenza natalizia, la più grande stazione di servizio (*consumer spending*) lungo la strada disagiata della ripresa.

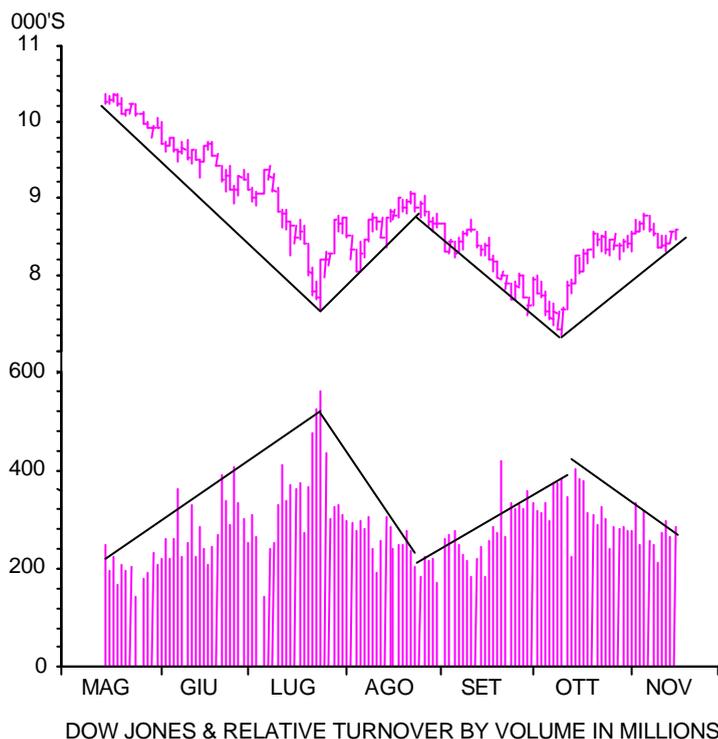
Con la stagione delle "confessioni" trimestrali al culmine nelle prossime ottave sarà possibile aggiornare lo stato di salute della *Corporate America* e confrontare l'ottimismo con i numeri, nel tentativo di riallineare gli elementi tecnici ai fondamentali.

La Borsa resta infatti sorda ai richiami macro e poco attenta agli sviluppi geopolitici, preferendo anticipare e scommettere sul taglio dei tassi Bce ma soprattutto sulla tenuta dei consumi in vista del Natale, appena in tempo per festeggiare sotto l'albero e sotto l'ala protettiva del *boom* delle vendite.

### La tensione vola alto anche in Europa



### Volumi chiari per un trend ambiguo



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

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 19 AL 25 NOVEMBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 19	Giappone: incontro di politica monetaria (annuncio tassi) Stati Uniti: intervento di Broadus della Federal Reserve sullo scenario macroeconomico Stati Uniti: intervento di Greenspan
Mercoledì 20	Giappone: bollettino mensile della Banca del Giappone Regno Unito: verbali dell'incontro di politica monetaria del 6-7 novembre Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve
Giovedì 21	Area Euro: OCSE pubblica le previsioni economiche semestrali Stati Uniti: intervento di Bernanke della Federal Reserve sulla deflazione Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve sullo scenario macroeconomico
Venerdì 22	Area Euro: intervento di Padoa Schioppa (membro del Comitato Esecutivo BCE) Stati Uniti: interventi di Santomero e Parry della Federal Reserve
Domenica 24	Austria : elezioni

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 19	Area Euro	Produzione industriale	settembre	0,6% m/m;-0,8% a/a	-0,5% m/m;-0,8% a/a
		Bilancia commerciale	ago/sett.	<b>13,9 mld</b>	<b>9,6 mld</b>
Mercoledì 20	Francia	Bilancia delle partite correnti	settembre	<b>3,1 mld</b>	<b>3 mld</b>
	Italia	Nuovi ordini	settembre	-0,5% m/m;-2,5% a/a	0,5% m/m;-3,8% a/a
		Fatturato nell'industria	settembre	0,1% m/m;-5,5% a/a	0,9% m/m;-7,8% a/a
	Regno Unito	M4 (prel.)	ottobre	0,6% m/m;5,4% a/a	0,5% m/m;5,4% a/a
		Fabbisogno del settore pubblico	ottobre	£ 5,2 mld	- £ 4,5 mld
Giovedì 21	Germania	PIL <sup>△</sup> (Ufficio di Statistica)	III tr. 02	0,3% t/t;0,1% a/a	0,3% t/t;0,6% a/a
	Francia	Spese per consumi	ottobre	-1,2% m/m;1,5% a/a	0,5% m/m;2,0% a/a
	Italia	ISAE – Indice fiducia dei consumatori	novembre	109,4	108,5
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	ottobre	0,4% m/m;4,6% a/a	0,1% m/m;4,7% a/a
		CBI: indagine sul settore industriale	ottobre	-33	-29
...25/11	Germania	Prezzi alla produzione	ottobre	0,2% m/m;-0,9% a/a	-0,3% m/m;-0,3% a/a
Venerdì 22	Francia	PIL (prel.)	III tr. 02	0,4% t/t;1,0% a/a	0,3% t/t;0,8% a/a
		Prezzi al consumo	ottobre	0,2% m/m;1,9% a/a	0,1% m/m;2,3% a/a
	Italia	Prezzi al consumo città campione <sup>△</sup>	novembre	0,3% m/m;2,7% a/a	0,1% m/m;2,6% a/a
		Bilancia commerciale (non UE)	ottobre	<b>730 mln</b>	<b>2500 mln</b>
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 19	Stati Uniti	Prezzi al consumo <sup>△</sup>	ottobre	0,2% m/m	0,2% m/m
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.)	ottobre	0,1% m/m	0,2% m/m
		Bilancia commerciale	settembre	-\$ 38,5 mld	-\$ 38,0 mld
Mercoledì 20	Stati Uniti	Nuove unità abitative	ottobre	1,84 mln	1,74 mln
Giovedì 21	Giappone	Indice attività del settore terziario	novembre	0,5% m/m	0,0% m/m
	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	16 nov.	388.000	394.000
		Indicatore anticipatore	ottobre	-0,2% m/m	-0,1% m/m
		Indice Fed di Philadelphia <sup>△</sup>	novembre	-13,1	-5,4