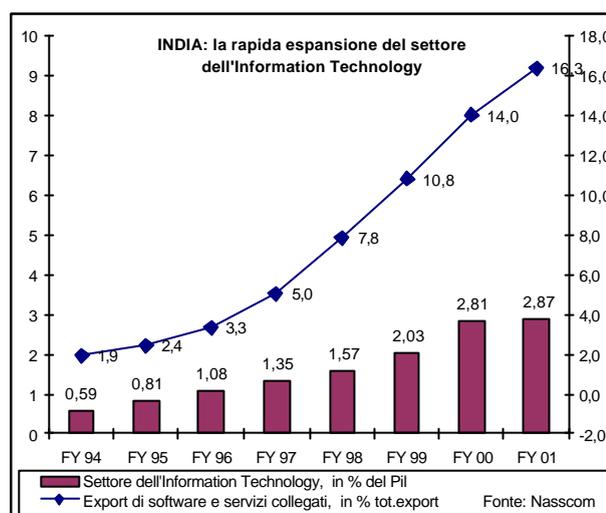


## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

4 giugno 2002  
n. 1 - 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

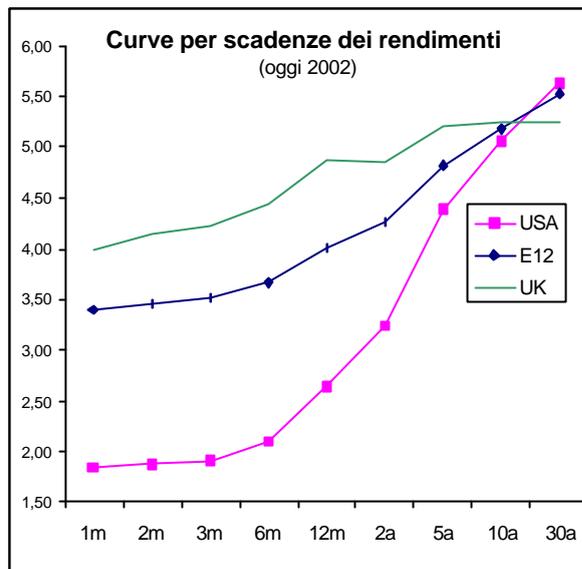
- ✓ Le nuove tensioni con il Pakistan colgono l'India in un momento delicato sotto il profilo dell'economia. Da una parte c'è il processo di modernizzazione dell'apparato industriale. Dall'altro lato c'è una crescita ancora dominata dall'agricoltura che contribuisce al 25% del Pil. Incombe, infine, il confronto con la più dinamica economia cinese.
- ✓ Al quarto anno di recessione, l'economia dell'Uruguay rimane in difficoltà. Tre punti di debolezza, tutti e tre aggravati dalla crisi della vicina Argentina: il calo degli introiti da turismo; la flessione delle esportazioni; il deflusso di depositi bancari.
- ✓ La tendenza al rafforzamento dell'euro rende più probabile il mantenimento di un atteggiamento attendista della BCE sui tassi.

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

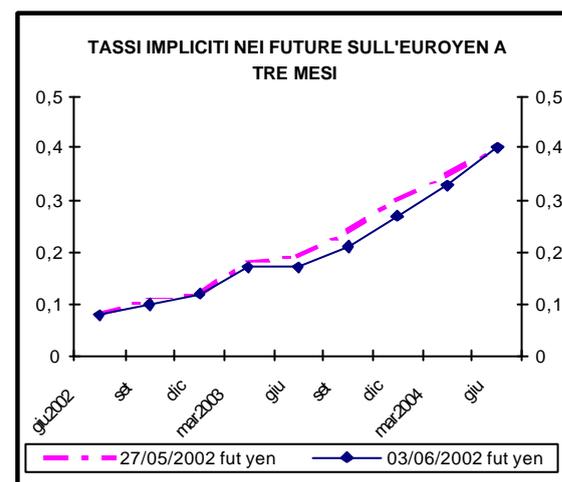
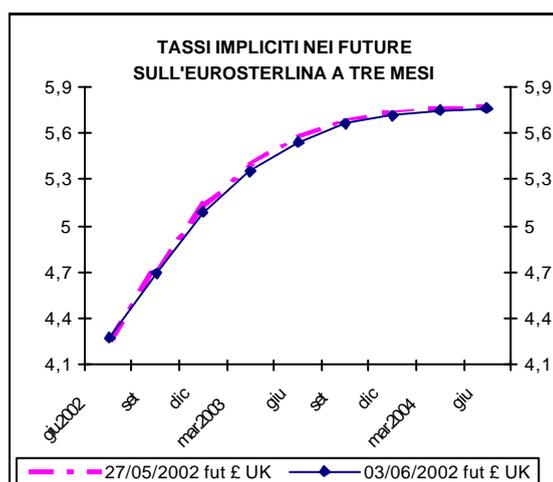
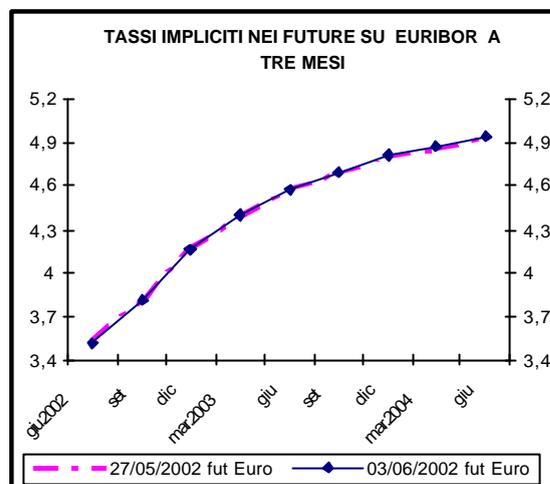
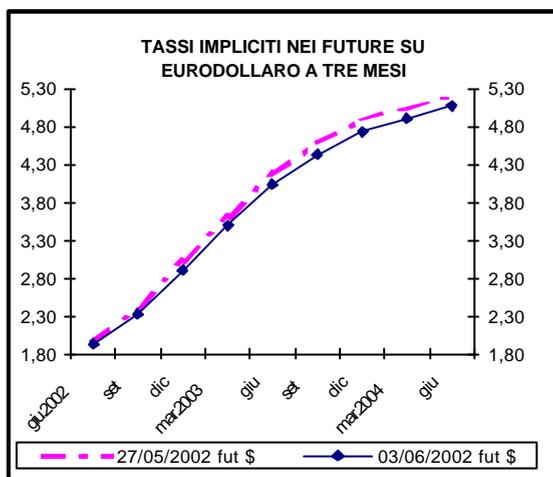
- Negli Stati Uniti, il buon andamento dell'economia ha trovato conferme nell'indice Ism di maggio (in aumento per il quarto mese consecutivo a 55,7), nell'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan (a 96,9) e soprattutto negli ordinativi alle fabbriche aumentati in aprile dell'1,2% m/m. Di particolare rilevanza a sostegno dell'ipotesi di una ripresa degli investimenti nella seconda metà dell'anno sono gli ordinativi di beni capitali, esclusi quelli per la difesa e i velivoli, che in aprile sono saliti del 4% m/m configurandosi come il tasso più elevato da marzo 2001. La positiva risposta dei consumi privati a una strategia monetaria espansiva e all'impulso fornito dai provvedimenti di bilancio dell'amministrazione Bush fin qui adottati (che complessivamente ammontano all'1,4% del Pil) potrebbero logorarsi qualora non si arrestasse l'aumento del tasso di disoccupazione. I dati in uscita venerdì 7 giugno scontano per maggio l'aumento di 75.000 occupati e del tasso di disoccupazione dal 6 al 6,1%. Le incertezze che circondano la sostenibilità della crescita, in presenza di continue correzioni al ribasso dell'azionario, dovrebbero indurre la Fed a non alzare i tassi guida prima del Fomc del 13 agosto.
- In Europa, sono stati comunicati i dati del Pil nel primo trimestre 2002 che hanno evidenziato un incremento congiunturale dello 0,2% e tendenziale dello 0,1%. L'aspetto positivo di questo dato risiede nella conferma che l'economia europea ha superato il punto di minimo del ciclo, collocato nel quarto trimestre dello scorso anno. Le considerazioni meno favorevoli riguardano la composizione della ripresa, prevalentemente trainata dal contributo netto positivo del commercio estero che si è contrapposto al calo della domanda interna. Il modesto incremento è, infatti, frutto dell'aumento congiunturale delle esportazioni dello 0,9% (-1,7% a/a) e del calo dell'import dell'1,1% t/t (-4,1% a/a), sintomatico della debolezza della domanda interna. Quest'ultima è anche testimoniata dalla diminuzione dei consumi privati del -0,2% t/t (+0,3% a/a) e dal quinto calo trimestrale consecutivo degli investimenti -0,7% t/t (-2,4% a/a), oltre che dalla diminuzione delle scorte del -0,8% t/t. La sostenibilità della ripresa dipenderà in prospettiva dal recupero della domanda interna. A questo proposito sono stati incoraggianti gli indici sul clima di fiducia degli imprenditori in Germania e Francia, che in maggio hanno evidenziato un recupero, e il PMI manifatturiero salito in maggio a 51,5 dal 50,7 di aprile. Inoltre, la stima preliminare sull'inflazione di maggio è scesa al 2%, accompagnandosi a un mix favorevole di apprezzamento dell'euro e di ridimensionamento dei corsi petroliferi che, qualora dovesse persistere nella seconda metà del 2002, contribuirebbe a contenere le pressioni inflazionistiche importate. La Bce potrebbe quindi mantenere condizioni monetarie interne accomodanti per più lungo tempo. Una condizione necessaria, anche se non sufficiente, a favorire il risveglio della domanda finale.
- Il Giappone, nonostante le aspettative di una ripresa congiunturale del Pil nel primo trimestre (atteso venerdì al +0,8% t/t), ha subito il declassamento del rating del debito in yen di due livelli (da Aa3 a A2) da parte di Moody's che lo ha portato sotto il Botswana a causa della grave situazione di finanza pubblica. Non si sono tuttavia avute significative ripercussioni sui mercati finanziari perché il ribasso era atteso e Moody's ha migliorato l'outlook a "stabile".
- Gli ultimi favorevoli dati sull'economia americana associati ai ripetuti, ingenti interventi della Banca del Giappone sul mercato dei cambi hanno arrestato il deprezzamento del dollaro che da inizio aprile aveva perso il 7% sia sull'euro che sullo yen. Nel breve termine non ci si attende un recupero del dollaro. Nonostante le migliori prospettive di crescita per l'economia Usa rispetto a quella europea, l'euro sembra avvantaggiarsi di un processo di riallocazione dei capitali internazionali. Nei primi tre mesi di quest'anno gli afflussi netti di portafoglio negli Usa sono rallentati a \$100 mld, contro il livello record di \$532 mld per l'insieme del 2001.



Previsioni	dato storico 03/06/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	124	126	127	129	130
dollaro-euro	0,932	0,930	0,931	0,940	0,946
yen-euro	116	117	118	121	123
sterlina-euro	0,640	0,641	0,641	0,642	0,643
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,91	2,00	2,45	3,05	4,00
euro	3,51	3,57	3,70	3,85	4,20
yen	0,07	0,10	0,10	0,12	0,15
sterlina	4,22	4,26	4,30	4,55	4,85
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	5,08	5,28	5,42	5,70	5,80
Germania	5,19	5,28	5,40	5,50	5,55
Giappone	1,46	1,50	1,52	1,55	1,65
Italia	5,42	5,52	5,64	5,74	5,77
Gran Bretagna	5,25	5,38	5,50	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						
	31/5/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	0,939	0,919	0,901	1,179	2,17	4,21	-20,37
Dollaro canadese-euro	1,438	1,416	1,413	1,800	1,59	1,81	-20,12
Dollaro australiano-euro	1,651	1,658	1,677	1,910	-0,39	-1,54	-13,54
Dollaro Nuova Zelanda-euro	1,944	1,963	2,016	2,223	-0,96	-3,58	-12,54
Yen-euro	116,390	114,940	115,660	133,730	1,26	0,63	-12,97
Yen-dollaro USA	124,120	124,760	128,540	111,650	-0,51	-3,44	11,17
Franco svizzero-euro	1,464	1,458	1,462	1,617	0,44	0,16	-9,43
Sterlina britannica-euro	0,641	0,633	0,619	0,711	1,23	3,51	-9,93
Corona svedese-euro	9,107	9,113	9,254	9,470	-0,06	-1,59	-3,83
Corona danese-euro	7,432	7,437	7,434	7,450	-0,06	-0,02	-0,24
Corona norvegese-euro	7,478	7,444	7,573	8,855	0,46	-1,25	-15,55
Tallero sloveno-euro	225,490	225,285	224,985	189,045	0,09	0,22	19,28
Zloty polacco-euro	3,778	3,760	3,604	4,071	0,49	4,85	-7,19
Corona ungherese euro	242,600	242,910	243,150	251,480	-0,13	-0,23	-3,53

Fonte: Datastream

## 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	107,6	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](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

	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

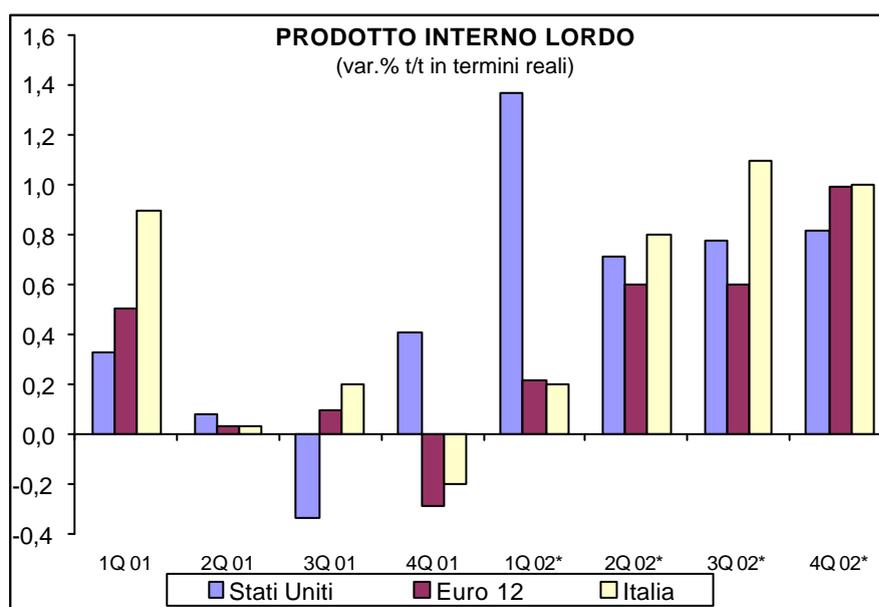
#### AREA EURO

	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



## URUGUAY: FEBBRE ALTA DA CONTAGIO

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

- La prolungata recessione sperimentata dall'Uruguay, aggravata dal contagio finanziario con l'Argentina, ha portato, nei primi mesi di quest'anno, a un abbassamento del *rating* del credito sovrano del paese e a un innalzamento dello *spread* sui *bonds* governativi a lungo termine.
- Il livello del deficit pubblico raggiunto nel 2001 (4,2% del Pil) deve essere abbattuto se il paese vorrà usufruire degli aiuti del FMI per 750 milioni di dollari. L'unica misura di politica economica anticiclica che potrebbe rivelarsi efficace sarebbe quella di aumentare la flessibilità del cambio, così da migliorare la competitività dei prodotti e contenere l'erosione delle riserve.
- Le previsioni per l'anno in corso indicano una *performance* ancora negativa del Pil dell'ordine del 2,5%. I consumi, depressi anche dall'elevata disoccupazione, potranno segnare una flessione prossima al 3%, mentre gli investimenti fissi arretreranno di circa il 10%.

L'Uruguay sta sperimentando il quarto anno consecutivo di recessione. Dopo aver registrato una flessione del prodotto interno lordo poco superiore al 3% nel 2001, il paese si trova ora

nella condizione di dover subire in pieno il contagio della crisi argentina. Un contagio che sta passando principalmente attraverso tre canali: gli introiti da turismo sono drasticamente ridotti; le esportazioni di merci – dirette per il 50% in Argentina e Brasile - torneranno forse ai livelli del 2000 solo il prossimo anno; i depositi dei non residenti nel sistema bancario uruguayano hanno registrato una fortissima flessione (circa 2 miliardi di dollari nei primi quattro mesi del 2002) a seguito del ritiro da parte degli argentini di ingenti fondi, dopo il congelamento dei conti bancari avvenuto in Argentina a dicembre 2001. Le riserve internazionali sono state messe a dura prova: nei primi tre mesi di quest'anno sono calate di oltre 1,3 miliardi di dollari. Nella prima parte del 2002, è accelerato il processo di contrazione dei consumi privati, compressi da un tasso di disoccupazione del 16% che ha di gran lunga superato i massimi livelli degli ultimi vent'anni. Gli investimenti stanno flettendo per il terzo anno consecutivo a un tasso annuo superiore alle due cifre.

La prolungata recessione in Uruguay ha finito per minare la finanza pubblica. Questo fatto, combinato con il vistoso deterioramento dei fondamentali macroeconomici, ha portato a un abbassamento del *rating* di credito sovrano del paese. A metà febbraio del 2002, Standard & Poor's ha abbassato di un livello il *rating* del paese, portandolo a BB+ da BBB-, togliendogli l' "investment grade". Anche lo *spread* sui *bonds* uruguayani a 30 anni si è impennato: a fine aprile 2002 era pari a 719 *basis points* sui *bonds* statunitensi, contro i 284 di fine 2001.

La politica monetaria deve fare i conti con una situazione finanziaria sempre più difficile per tutti i paesi dell'area. I tassi sui depositi in pesos sono aumentati, nei primi quattro mesi dell'anno in corso, di circa sei punti percentuali, portandosi a fine aprile oltre il 22%. La difficile manovrabilità delle leve monetarie, anche a causa dell'elevato grado di dollarizzazione presente nel paese, porrebbe la politica fiscale come lo strumento meglio utilizzabile per mitigare la congiuntura avversa. Anche da questo lato, però, l'alta vulnerabilità delle entrate pubbliche all'evoluzione ciclica dell'economia e la rigida struttura della spesa del settore pubblico non consentono di operare una politica anticiclica efficace. Infatti, il livello del deficit pubblico raggiunto nel 2001 (4,2% del Pil) deve essere assolutamente abbattuto se si vuole usufruire degli aiuti del Fondo monetario internazionale per circa 750 milioni di dollari concordati lo scorso marzo. In ultima analisi, l'unica misura di politica economica anticiclica potrebbe essere quella di aumentare ulteriormente la flessibilità del cambio, così da migliorare la competitività dei prodotti esportati e contenere l'erosione delle riserve.

Le previsioni per l'anno in corso indicano ancora una *performance* negativa del Pil dell'ordine del 2,5%. I consumi, depressi anche dall'elevata disoccupazione, potranno segnare una flessione prossima al 3%, mentre gli investimenti fissi arretreranno di circa il 10%. Nonostante le deboli performance dell'export, il deficit di conto corrente potrà restringersi, portandosi poco sopra l'1,5% del Pil, dal 2,5% dell'anno passato, in quanto riflette la ridotta domanda di importazioni. Questa situazione congiunturale rende peraltro difficile proseguire sulla strada delle riforme strutturali e della liberalizzazione dei mercati, che pure costituiscono gli assi portanti dei programmi economici del governo per il quinquennio 2000-2004. La crisi argentina ha inoltre palesato alcune gravi debolezze del sistema bancario. L'accordo con il Fondo sottoscritto a marzo include, tra l'altro, un rafforzamento dell'assetto normativo delle banche del paese.

### URUGUAY

	2000	2001	2002
Popolazione (milioni di abitanti)	3,28	3,3	3,32
Pil pro capite (in US\$)	6.115	5.650	5.200
Pil (var. % annua)	-1,4	-3,1	-2,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	4,8	4,5	8,0
Cambio PESO/US\$ (media annua)	12,10	13,32	16,70

fonte: IIF e ns. elaborazioni

## L'ELEFANTE INDIANO ALLUNGA IL PASSO

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

- **Non senza difficoltà, il governo indiano sta cercando di liberalizzare l'economia del paese e di accelerare il processo di smantellamento del sistema statale iniziato 10 anni fa.**
- **I progressi fatti di recente dovrebbero favorire lo sviluppo dell'economia e migliorare il Pil pro capite, attualmente poco più della metà di quello cinese.**
- **Il motore della crescita economica indiana resta l'agricoltura che contribuisce al 25% del Pil del paese. Le piogge portate dai monsoni permetteranno per il secondo anno consecutivo una buona crescita della produzione e dei consumi nelle zone rurali.**
- **L'incremento del Pil è previsto quest'anno al 5,7%.**
- **Il comparto dell'information technology (2,9% del Pil e 16,3% dell'export) costituisce una leva sempre più importante per lo sviluppo del paese.**
- **I fattori di criticità per l'economia indiana sono costituiti dalle difficoltà del settore bancario e dal peggioramento dei conti pubblici che tendono a spiazzare gli investimenti privati e mantengono alti i tassi reali di interesse.**

Il governo di coalizione guidato dal Bharatiya Janata Party sta cercando di liberalizzare l'economia del paese, accelerando il processo di ridimensionamento del settore pubblico iniziato dieci anni fa, compito arduo per una coalizione composta da 23 partiti. Sono stati comunque compiuti importanti passi avanti che dovrebbero permettere di migliorare lo sviluppo economico di un paese la cui crescita risulta frenata dai gravi problemi relativi alla finanza pubblica e al settore bancario.

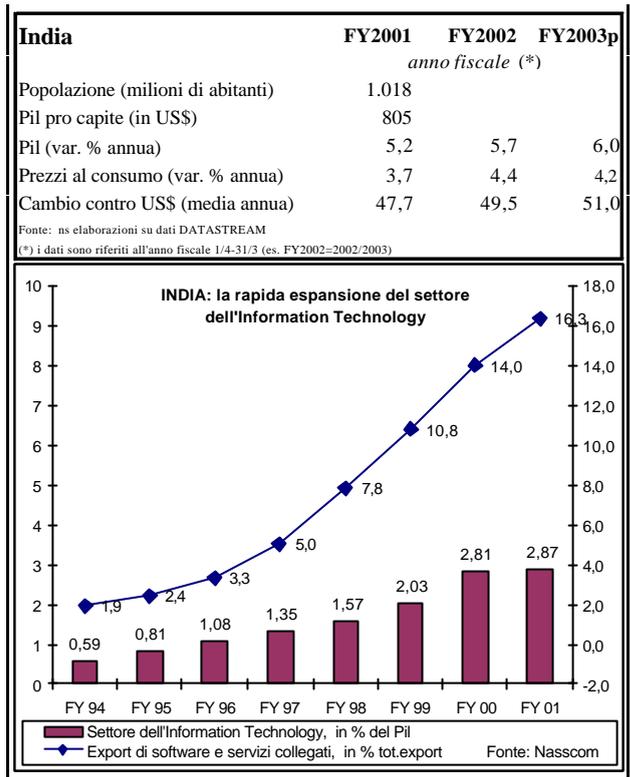
L'economia indiana si avvia verso un altro anno di crescita soddisfacente grazie alla tenuta dei consumi privati, alla ripresa dell'export e al buon andamento dei servizi e della produzione agricola. Nel 2002 il Pil dovrebbe aumentare del 5,7%, in moderata accelerazione rispetto al 5,1% dell'anno precedente. Questo buon ritmo di crescita contrasta tuttavia con l'elevato dinamismo della Cina e non permette consistenti aumenti del Pil pro capite per la pronunciata crescita della popolazione (2,1% contro il 0,9% della Cina). Aumenta quindi la divaricazione tra il Pil pro capite dei due paesi: quello dell'India è ora poco più della metà del Pil pro capite cinese (\$800 contro \$1.390 stimato per il 2001 ai cambi di lungo termine). Era ad un livello simile a quello cinese non più di 10 anni fa.

Al buon andamento dell'economia contribuiranno le abbondanti piogge portate dai monsoni già a partire da fine maggio, indispensabili per un paese dove l'agricoltura contribuisce al 25% del Pil. L'aumento della produzione agricola permette la crescita del reddito e dei consumi delle zone rurali, circostanza importante per l'India dove due terzi della popolazione vive di agricoltura. Il settore industriale (25% del Pil) è ancora contenuto e non mostra particolari segni di recupero, mentre resta vivace il settore dei servizi. In particolare, la ripresa delle esportazioni verso gli Stati Uniti e l'Est asiatico ha permesso l'accelerazione del comparto dell'information technology che da alcuni anni costituisce una leva importante per lo sviluppo del paese e nel quale l'India ha assunto una posizione di rilievo con l'affermarsi di imprese di levatura mondiale (Infosys, Wipro, Tata Consulting, Datamatics, ecc). Le esportazioni dell'industria del software e degli altri servizi di information technology contribuiscono attualmente per oltre il 16% dell'export totale del paese e l'insieme del settore copre il 2,9% del Pil, contro appena lo 0,6% di otto anni fa (vedi grafico).

Con le riforme adottate negli ultimi mesi il governo ha dato chiari segnali di voler ridurre l'influenza dello Stato sull'economia. Fra gli sforzi compiuti si annoverano progressi nella liberalizzazione del settore delle telecomunicazioni e la ripresa delle privatizzazioni. Importante è anche la riduzione delle restrizioni all'esportazione e delle tariffe all'importazione, che tende a favorire l'apertura del paese sull'estero, attualmente pari a solo il 9% del Pil. Dal primo aprile scorso sono stati aboliti numerosi sussidi per i fertilizzanti e i combustibili ed è continuato lo smantellamento del sistema di prezzi amministrati introdotto 30 anni fa. Al fine di promuovere lo sviluppo dell'agricoltura sono state abolite limitazioni alla commercializzazione, alle scorte e all'esportazione delle produzioni. Di particolare rilievo è stata la riduzione di mezzo punto dall'aprile scorso per i tassi di interesse praticati dallo Stato sui programmi di piccolo risparmio e l'impegno ad agganciare a partire dall'anno prossimo questi tassi (ora pari al 9,5% circa) a quelli di mercato sui titoli pubblici a lungo termine (oggi intorno al 7,5%), una misura che dovrebbe permettere la riduzione dei tassi sui depositi delle banche del settore privato e quindi sui prestiti alle piccole e medie imprese.

I fattori di criticità per l'economia indiana sono costituiti dal peggioramento dei conti pubblici e dalle difficoltà del settore bancario. Il crescente disavanzo pubblico (pari al 5,7% del Pil e al 10% se si includono le amministrazioni locali) tende a mantenere alti i tassi di interesse in termini reali e spiazza gli investimenti privati. La situazione del sistema bancario, per l'80% in mano pubblica, è di particolare gravità. I bad loans delle banche ammontano, secondo fonti governative, a \$23 mld, oltre un quinto dell'attivo.

Le riforme in atto, la liberalizzazione del commercio estero e gli investimenti in infrastrutture dovrebbero creare le condizioni per un maggiore afflusso di investimenti diretti dall'estero, attualmente pari a poco più di \$2 mld l'anno contro i \$40 mld della Cina. Sul futuro del paese giocano però negativamente le gravi tensioni geopolitiche come il conflitto nel Kashmir e le violenze nel Gujarat.



## DIMINUISCE LA DIPENDENZA DELLE IMPRESE DAL CREDITO BANCARIO

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

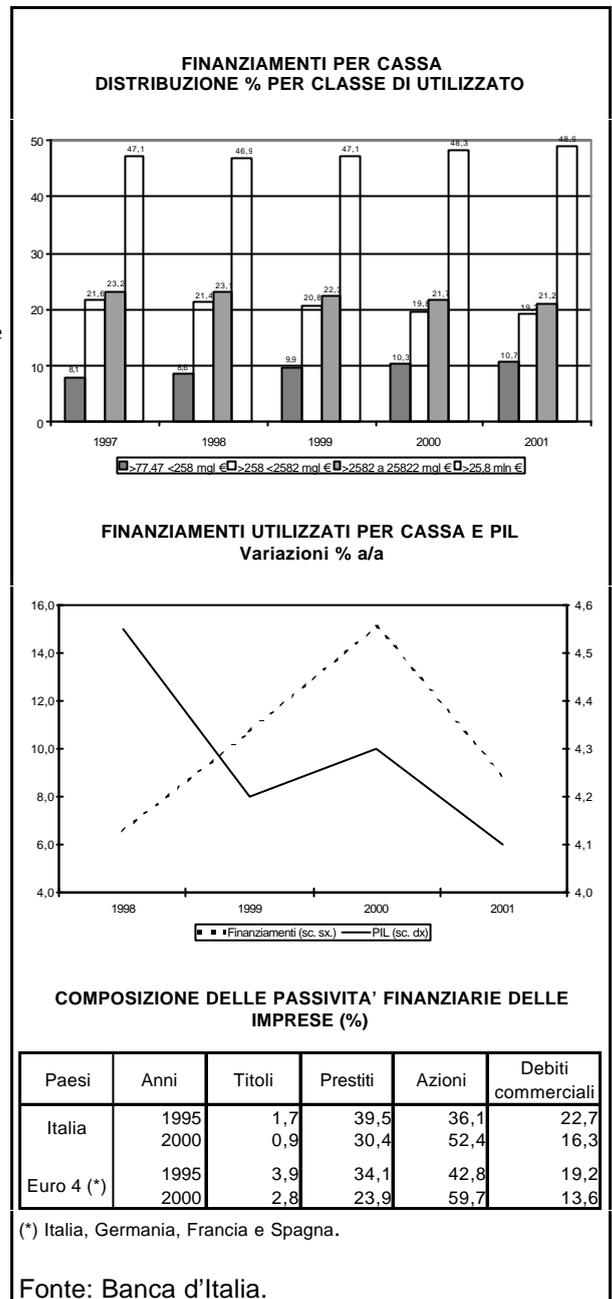
- Le statistiche della Centrale dei Rischi relative ai finanziamenti per cassa mostrano a fine 2001 una brusca frenata della crescita del credito utilizzato (+9% rispetto al +15% del 2000).
- Risulta comunque in aumento la quota di utilizzato di pertinenza della fascia di importo maggiore (oltre 25 mln. di ): è pari a circa il 49% per un ammontare di oltre 372 mld. di . Gli affidati però sono solamente 3.619.
- Si riduce la dipendenza delle imprese dal credito bancario. La quota di prestiti rispetto al totale delle passività finanziarie è scesa dal 39,5% nel 1995 al 30,4% nel 2001.

La rilevanza del rapporto tra istituzioni creditizie e grandi imprese industriali è tornata di grande attualità con le vicende che hanno riguardato grandi conglomerati industriali a partire da Enron. I dati relativi ai finanziamenti per cassa erogati dal sistema bancario italiano e considerati secondo la classe di grandezza del fido accordato mostrano nel periodo 1998-2000 tassi di crescita particolarmente vivaci e largamente superiori a quelli del PIL. Nel corso del 2001 le curve dei due trend divengono parallele ma soprattutto posizionandosi su livelli decisamente ridotti, all'incirca dimezzati (utilizzato: +9% nel 2001, +15% nel 2000) riflettendo il ritmo più rallentato del ciclo economico. Assumendo che la grandezza del fido sia correlata alla dimensione delle imprese che lo richiedono si può affermare che circa la metà dei finanziamenti totali è erogata ad imprese di grandi dimensioni. Nel 2001 a beneficiare di prestiti oltre i 25 mln. di sono stati 3.619 imprese con un finanziamento medio di 103 mln. di . Le società che accedono a tali importi costituiscono appena lo 0,3% della clientela affidata totale delineando così un profilo di forte concentrazione dei prestiti bancari. E' nota la forte dipendenza del sistema produttivo nazionale dai finanziamenti erogati dal sistema bancario. I dati contenuti nella recente Relazione Annuale della Banca d'Italia confermano che anche nel 2001 oltre il 22% delle passività finanziarie delle imprese italiane risultano costituite da debiti verso istituzioni creditizie sebbene il flusso finanziario netto sia diminuito da 61 mld. di nel 2000 a circa 37 nel 2001. Tale diminuzione risulta però imputabile più ad un forte aumento delle attività finanziarie (+17 mln. di ) che ad una contrazione delle passività (-7 mln. di ). In particolare il flusso dei debiti bancari a breve termine si è ridotto di 25 mln. di , mentre quello dei finanziamenti a m/l termine è aumentato di 2 mln.

Il legame banca/impresa mostra comunque segnali di indebolimento. Infatti, se si guarda all'evoluzione della composizione delle passività finanziarie delle imprese italiane tra il 1995 ed il 2000 si ricava che la quota dei prestiti è scesa dal 39,5% al 30,4%, mentre il contributo delle "azioni e partecipazioni" sale dal 36,1 al 52,4%. Si deve però rilevare che nella media dei quattro maggiori paesi UE il trend appare più accentuato: -10,2 p.p. per i prestiti, +16,9 p.p. per le azioni.

Le motivazioni possono ricercarsi sia nella domanda che nell'offerta di credito. Dal lato della richiesta di finanziamenti hanno pesato la ridotta attività di fusioni/acquisizioni che aveva favorito i vivaci tassi di crescita degli anni passati (i flussi di investimento canalizzati dalla borsa sono passati da 48 mln. di nel 1999 a 15 nel 2001) e il minore indebitamento determinato dal rallentamento del ciclo economico che emerge dai dati dell'economia reale (consumi e investimenti in discesa per il sesto trimestre consecutivo), circostanze entrambe che hanno operato nonostante il favorevole livello dei tassi applicati. Da aggiungere poi, il ricorso a forme alternative di finanziamento come ad esempio, i corporate bond, in forte crescita anche per le società di dimensioni medio/piccole, le cambiali commerciali e le "cartolarizzazioni" di componenti dell'attivo.

Dal lato dell'offerta si può rilevare una più cauta politica nell'erogazione del credito dovuta sia ad un più attenta valutazione della rischiosità della clientela sia alla possibilità di impiegare fondi in attività in grado di generare maggiori margini di reddito.



## BALLA COI LUPI

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

Le notizie confortanti provenienti dall'economia reale non bastano a ricreare il clima di fiducia a lungo deteriorato dalla fragilità prospettica della *corporate America*.

I mercati finanziari danno così l'illusione di viaggiare controcorrente, sordi ai richiami macroeconomici e apparentemente sganciati dalla locomotiva "fondamentale", in corsa solitaria già da alcune settimane. In realtà, la mancata reazione agli impulsi reali deriva da una messa a fuoco imprecisa e svogliata delle variabili endogene.

L'evanescenza dei listini non deve sorprendere. Il senso di intangibilità che ormai pervade l'investitore ha origini profonde, rintracciabili nella trascurata sopravvalutazione dei corsi azionari.

La stabilità delle quotazioni richiede un riallineamento dei multipli fondamentali (*price earnings, peg, earning per share*) ai valori mediani di lungo periodo. Il mercato ha bisogno di chiarezza sul fronte societario. La sua ribellione alle carenze macroeconomiche dimostra che ha occhi solo per il tessuto lacerato delle sue imprese.

Tesi supportata anche dall'analisi dei volumi, che individua contrattazioni dal profilo anemico, una diffusa latitanza non solo della componente *retail*, maggiormente vulnerabile alle fasi Orso, ma anche degli investitori istituzionali, i quali non avranno interesse ad incrementare le posizioni in capitale di rischio finché i prezzi continueranno a farsi carico di stime di utili così depresse (P/e alti).

Questa prolungata emorragia di fondi alimenta un clima speculativo spicciolo, e consegna i residui di operatività a singoli spunti *intra-day*, che non trovano difficoltà a disorientare un mercato così sottile.

Sul disincanto e la disaffezione degli investitori per la Borsa americana lavora anche la debolezza relativa del dollaro, storica alleata dei deflussi di capitale da Wall Street (cfr. primo grafico).

Il deprezzamento del cambio offusca le prospettive di crescita dell'economia statunitense perché, se è vero che da un lato agevola il riassorbimento del disavanzo, dall'altro accentua comunque l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti con un pericoloso irripidimento.

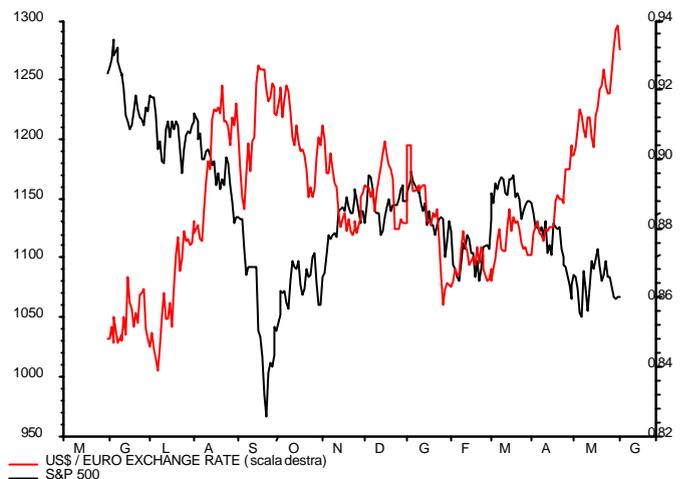
Da inizio anno, l'indebolimento del dollaro ha inoltre favorito l'allocatione progressiva sulle piazze europee, rafforzandone la superiorità in termini di *performance* azionaria (cfr. secondo grafico), a danno di quelle americane, soprattutto tecnologiche (Nasdaq).

Il primato continentale spetta al Mib30, che ha agevolmente battuto lo stesso *benchmark* europeo (DJ Euro Stoxx).

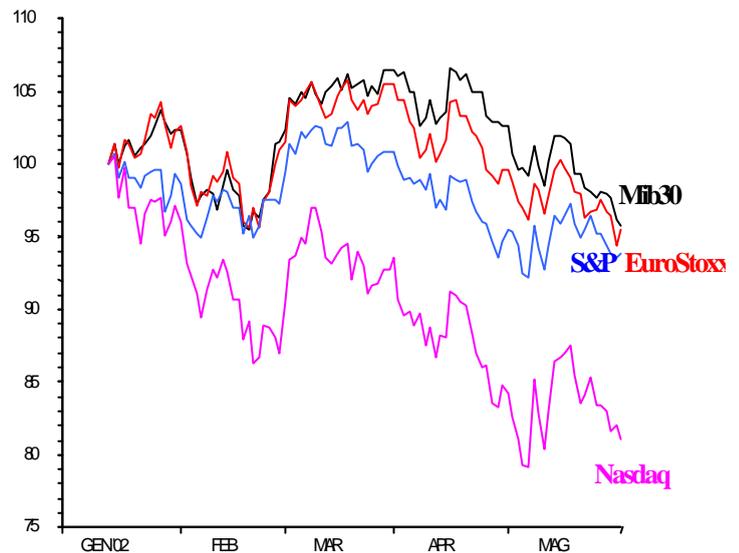
Il proseguimento del *downtrend* internazionale premia infatti l'attitudine difensiva del paniere italiano, a ridotta tecnologia ed alta concentrazione di energia e bancari. Tuttavia, si tratta solo di un accenno momentaneo di *decoupling* con gli Stati Uniti, non certo strutturale.

La dipendenza atavica con Wall Street non tarderà a farsi sentire ora che anche gli indici italiani hanno iniziato a ballare pericolosamente sulle soglie di supporto più delicate, di frontiera, dove l'Orso corre coi lupi.

### Relazione inversa dollaro-Wall Street



### Italia best performer



### Italia: vitale la tenuta di 29.050 Mib30



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

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 4 AL 10 GIUGNO)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 5	Stati Uniti: intervento del segretario del Tesoro O'Neill Stati Uniti: intervento di Broadus della Federal Reserve
Giovedì 6	Regno Unito: incontro di politica monetaria (annuncio tassi) Area Euro: incontro di politica monetaria della BCE (annuncio tassi). Segue conferenza stampa di Duisenberg Area Euro: intervento di Welteke, Schroeder ed Eichel
Sabato 8	Stati Uniti: discorsi di Parry della Federal Reserve Area Euro: intervento di Trichet e Welteke della BCE
Domenica 9	Francia: elezioni politiche (1° round)

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 4	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	maggio	-18	-18
	Area Euro	Prezzi alla produzione	aprile	0,4% m/m; -0,8% a/a	0,2% m/m; -0,9% a/a
		Tasso di disoccupazione	aprile	8,4%	8,4%
		Indice fiducia imprese/consumatori <sup>Ⓛ</sup>	maggio	99,4	99,8
Mercoledì 5		Indice di fiducia sintetico	maggio	-0,64	-0,56
	Italia	Indice direttori d'acquisto (servizi)	maggio	53,1	53,7
	Francia	Indice direttori d'acquisto (servizi)	maggio	55,5	56,0
	Germania	Indice direttori d'acquisto (servizi)	maggio	52,0	52,2
	Area Euro	Indice direttori d'acquisto (servizi)	maggio	53,3	53,5
	Regno Unito	CBI: indagine sul settore distributivo	maggio	57,0	64,0
Giovedì 6	Regno Unito	Indice direttori d'acquisto (manifatt.)	maggio	53,4	53,5
	Germania	Ordini del settore manifatturiero <sup>Ⓛ</sup>	aprile	0,0% m/m	1,0% m/m
Venerdì 7	Germania	Tasso di disoccupazione <sup>Ⓛ</sup>	maggio	9,6%	9,6%
	Regno Unito	Indice direttori d'acquisto (servizi)	maggio	54,5	55,0
Lunedì 10	Italia	Pil	I tr. 02	-0,2% m/m; 0,7% a/a	0,2% m/m; 0,1% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 4	Giappone	Indicatore anticipatore	aprile	81,8	77,8
Mercoledì 5	Stati Uniti	Indice ISM (non manifatturiero)	maggio	55,3	56,0
Giovedì 6	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	1 giugno	410.000	405.000
Venerdì 7	Giappone	Pil	I tr. 02	-1,2% t/t	0,8% t/t
	Stati Uniti	Lavoratori dipendenti (variaz.) <sup>Ⓛ</sup>	maggio	48.000	65.000
		Tasso di disoccupazione <sup>Ⓛ</sup>	maggio	6,0%	6,1%
		Salari medi orari	maggio	0,1% m/m	0,3% m/m
		Scorte all'ingrosso	maggio	0,0% m/m	-0,1% m/m
	Credito al consumo	maggio	\$ 4,6 mld	\$ 6,0 mld	

