

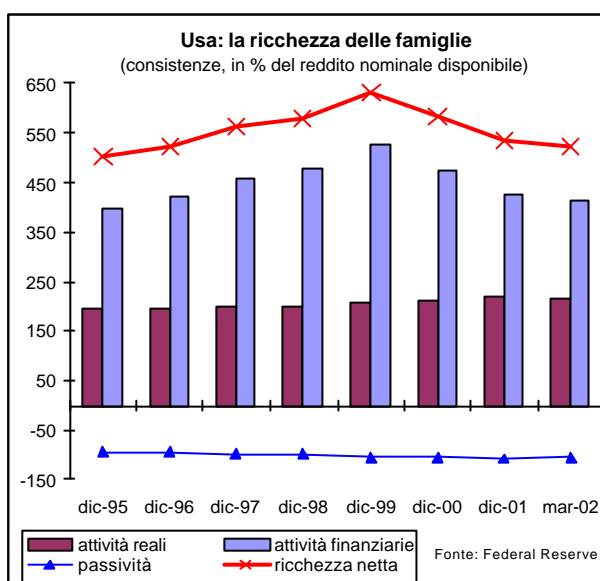
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

25 giugno 2002
n. 4 - 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



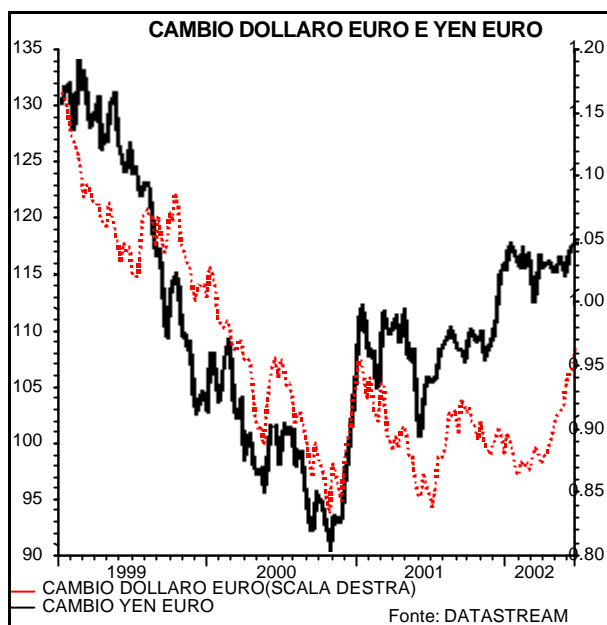
- ✓ **Le famiglie americane rimangono l'ago della bilancia della congiuntura economica USA e di uno scenario di ripresa dell'economia mondiale. Il pericolo che si profila per la seconda metà dell'anno è quello di un "negative wealth effect" ovvero di una decelerazione delle spese causata dalla riduzione del valore della ricchezza finanziaria in mano agli americani. Cosa contribuirà a contenere questo rischio? Tre elementi. Il rinvio della risalita dei tassi della Fed. La conferma di una politica di alleggerimenti fiscali da parte dell'Amministrazione Bush. La tenuta del mercato immobiliare.**
- ✓ **La moda italiana affronta un'estate piuttosto fredda. Il primo trimestre del 2002 si è chiuso con una flessione del fatturato e della produzione del 7%. Nella classifica dei principali esportatori di abbigliamento, la quota dell'Italia (5,3% contro il 26,7% della Cina) è ormai insidiata da paesi come Hong Kong e Messico. Occorre insistere sulla via dell'innovazione e della qualità.**

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 calo delle quotazioni di Borsa, al quale si aggiunge un rinnovato pessimismo sulla tenuta dei consumi privati, oscura le prospettive di una ripresa degli investimenti e dell'occupazione.
- Si sono riaffacciati i timori di "double dip" per l'economia americana. Si tratta comunque di uno scenario cui attribuiamo una contenuta probabilità di realizzazione a condizione che i tassi d'interesse rimangano a lungo su bassi livelli, alleggerendo l'onere dell'indebitamento delle famiglie e sostenendo il settore immobiliare, in attesa di un avvio degli investimenti. I tassi impliciti nei *future* sui *federal funds* proiettano il 2,05% a fine anno. Riteniamo che l'avvio della manovra restrittiva possa collocarsi al Fomc del 6 novembre.
- La crescente avversione al rischio che pervade i mercati finanziari tende a favorire i titoli del Tesoro, soprattutto quelli statunitensi. Risultano penalizzate le Borse, di recente anche i titoli dei paesi emergenti tra cui in particolare quelli dell'America Latina, che stanno contagiando anche Russia e Turchia.
- In Eurolandia, il progressivo apprezzamento dell'euro nei confronti di dollaro, yen e sterlina si intreccia con dati macroeconomici che segnalano una persistente debolezza.

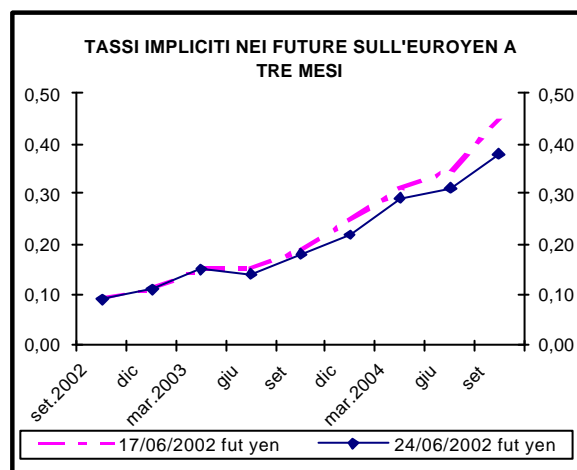
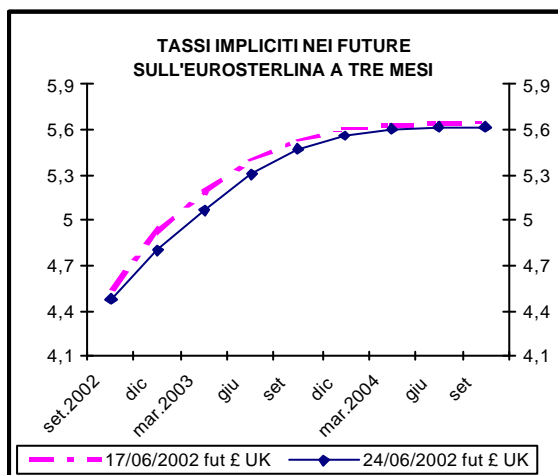
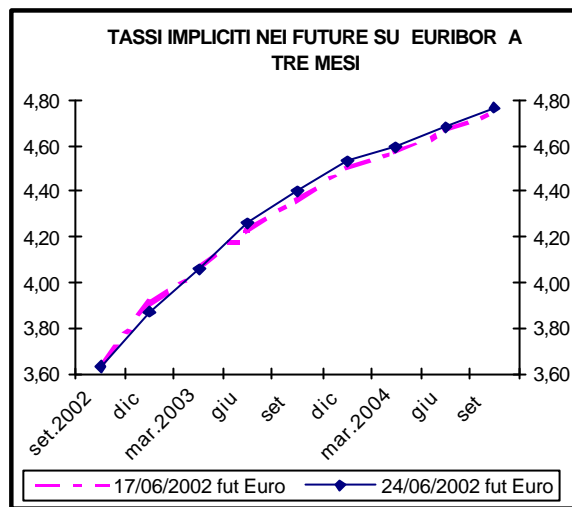
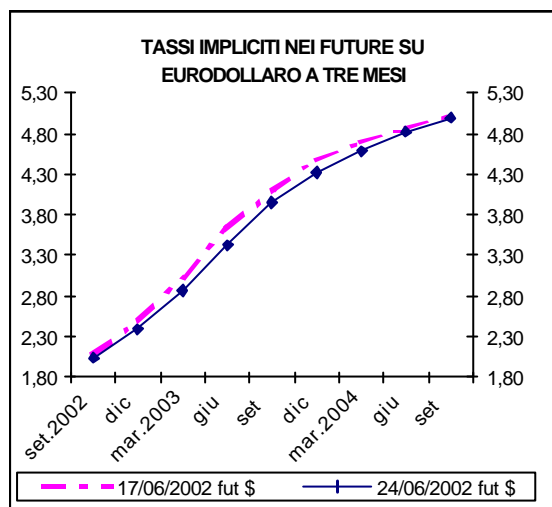


- La produzione industriale dell'area ha evidenziato in aprile un calo congiunturale dello 0,5% corrispondente a una diminuzione annuale dell'1,2%, l'indice di fiducia delle imprese italiane (ISAE) è calato in giugno e anche la spesa per consumi francesi di maggio è diminuita dello 0,2% m/m (3,7% a/a) contro un aumento dello 0,8% m/m di aprile (4,2% a/a). Questa settimana i riflettori sono puntati sull'indice IFO di giugno, che fotografa la fiducia delle imprese tedesche e che è atteso in leggero aumento rispetto al precedente 91,5 di maggio, dopo che anche l'indice Zew di giugno ha segnalato un rimbalzo. A questo contesto di generale fiacchezza si è adeguata anche l'inflazione scesa in maggio al 2%, con attese di un ulteriore calo in giugno.
- L'apprezzamento dell'euro è proseguito anche la scorsa settimana, portando la divisa europea a ridosso di quota 0,98 contro dollaro. Questo progressivo rafforzamento combinato ad attese di rallentamento dei consumi statunitensi nel secondo trimestre del 2002 rischia di decelerare i flussi commerciali sia in uscita che in entrata. Ciononostante, il contributo netto della domanda estera alla crescita europea potrebbe ancora risultare positivo. Il rafforzamento dell'euro inasprisce le condizioni monetarie interne dell'area, contribuendo a mantenere modesta la dinamica inflazionistica in prospettiva e aiutando la Bce a ritardare l'avvio della manovra restrittiva. Inflazione moderata e saggi guida invariati fin dopo l'estate sono condizioni necessarie, sebbene non sufficienti, a favorire il rilancio di consumi e investimenti in Eurolandia senza il quale la ripresa rischierebbe di risultare effimera.
- Il cambio del dollaro si mostra sempre più debole. Le incertezze sullo scenario economico Usa, il rinvio di un rialzo dei tassi e i dati negativi sui conti con l'estero (-\$39,4 mld per la bilancia commerciale di aprile e -\$112 mld per il saldo delle partite correnti nel 1° trim. 2002), hanno impresso una nuova spinta al ribasso sul cambio. Crescono i problemi legati a un minore afflusso di capitali esteri.

Previsioni	dato storico 24/06/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	122	123	123	127	129
dollaro-euro	0,973	0,980	0,990	0,980	0,960
yen-euro	118	120	122	124	123
sterlina-euro	0,648	0,653	0,656	0,654	0,653
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,88	1,88	1,90	2,50	3,50
euro	3,48	3,50	3,60	3,85	4,20
yen	0,07	0,10	0,10	0,12	0,15
sterlina	4,14	4,18	4,25	4,70	5,10
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,78	4,85	5,10	5,40	5,65
Germania	4,98	5,00	5,15	5,40	5,60
Giappone	1,38	1,35	1,42	1,50	1,55
Italia	5,22	5,23	5,38	5,62	5,82
Gran Bretagna	5,02	5,10	5,35	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						
	21/6/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	0,964	0,948	0,921	1,179	1,67	4,59	-18,26
Dollaro canadese-euro	1,473	1,465	1,417	1,800	0,55	3,95	-18,20
Dollaro australiano-euro	1,683	1,672	1,659	1,910	0,66	1,45	-11,88
Dollaro Nuova Zelanda-euro	1,949	1,944	1,973	2,223	0,22	-1,24	-12,34
Yen-euro	117,920	117,750	115,020	133,730	0,14	2,52	-11,82
Yen-dollaro USA	121,175	124,170	124,190	111,650	-2,41	-2,43	8,53
Franco svizzero-euro	1,469	1,475	1,453	1,617	-0,40	1,16	-9,12
Sterlina britannica-euro	0,644	0,642	0,632	0,711	0,37	1,95	-9,38
Corona svedese-euro	9,045	9,166	9,173	9,470	-1,33	-1,40	-4,49
Corona danese-euro	7,433	7,437	7,438	7,450	-0,06	-0,07	-0,24
Corona norvegese-euro	7,376	7,416	7,536	8,855	-0,53	-2,12	-16,70
Tallero sloveno-euro	226,274	226,030	225,311	189,045	0,11	0,43	19,69
Zloty polacco-euro	3,876	3,822	3,775	4,071	1,43	2,69	-4,79
Corona ungherese euro	244,280	241,960	245,860	251,480	0,96	-0,64	-2,86

Fonte: Datastream

LE FAMIGLIE ANCORA AGO DELLA BILANCIA PER LA CRESCITA USA

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

- La tenuta dei consumi delle famiglie è fondamentale nell'assicurare la sostenibilità della ripresa economica in un momento in cui la sfiducia pervade i mercati finanziari e rischia di contagiare l'economia reale.
- Nonostante alcuni innegabili fattori di rischio, è possibile che le famiglie continuino a rispondere positivamente ai bassi tassi di interesse e a una politica fiscale decisamente espansiva.
- A contrastare i rischi di un "effetto ricchezza" negativo dovuto al continuo calo delle quotazioni di Borsa c'è il buon andamento del mercato immobiliare, che non mostra segni di cedimento.
- In attesa di miglioramenti dal lato dell'occupazione e delle retribuzioni, il basso livello dei tassi di interesse dovrebbe continuare a costituire un valido supporto per la crescita dei consumi.

L'eccezionale tenuta dei consumi delle famiglie nel corso del 2001 è stata probabilmente il fattore determinante nel calmierare la recessione economica e nel favorire la ripresa negli Stati Uniti. Ora la buona tenuta della spesa per consumo diventa nuovamente fondamentale nell'assicurare la sostenibilità della crescita in una fase in cui la sfiducia pervade i mercati finanziari e rischia di contagiare l'economia reale.

Negli ultimi tempi segnali preoccupanti sono giunti da alcuni indicatori sui consumi. Tuttavia, più volte nell'ultimo anno i consumi hanno sorpreso positivamente i mercati. Nonostante alcuni innegabili fattori di rischio, è quindi possibile che le famiglie continuino a rispondere positivamente ai bassi tassi di interesse e a una politica fiscale decisamente espansiva.

Nelle ultime settimane i consumi privati hanno mostrato alcuni segni di stanchezza e rischiano di risentire del recente peggioramento registrato dal clima di fiducia delle famiglie. In maggio le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,9% m/m (-0,4% escluse quelle di auto) e in giugno l'indice di fiducia dell'Università del Michigan ha accusato il più forte calo dall'11 settembre (da 96,9 a 90,8), sull'onda delle incertezze sui mercati finanziari e del ritorno di timori di nuovi attentati terroristici sul suolo americano. Si tratta tuttavia di indicatori volatili che necessitano di conferme, visto che fattori climatici sembrano aver inciso sul calo delle vendite al dettaglio di maggio. Inoltre si deve notare che la correlazione tra gli indici di fiducia e i consumi privati non è mai stata molto elevata. I punti di criticità per lo scenario economico sono ora soprattutto il rischio dell'insorgere di un "effetto ricchezza" negativo, conseguenza del continuo calo delle quotazioni di Borsa, e l'andamento dell'occupazione che insieme alle retribuzioni è in ultima analisi il principale fattore di sostegno per la spesa degli americani.

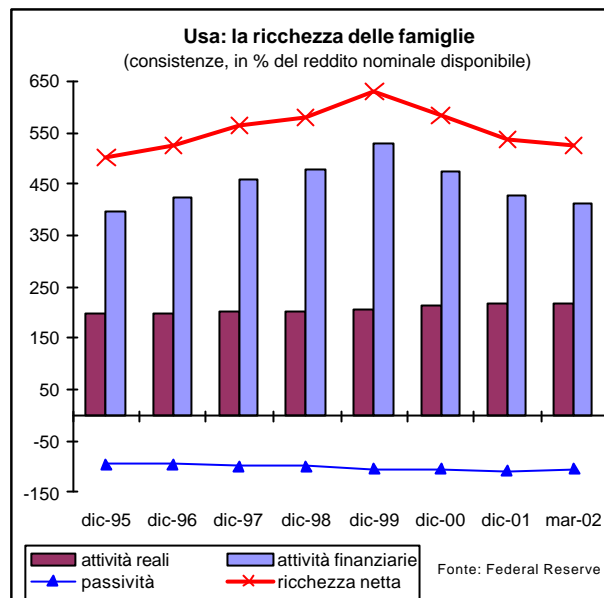
Dal lato del reddito, si registra un aumento della capacità di spesa delle famiglie che deriva dai sostanziosi alleggerimenti fiscali attuati dall'Amministrazione Bush, dal rallentamento dell'inflazione e dai forti guadagni di produttività che hanno permesso alle imprese di continuare ad aumentare le retribuzioni (+3,2% a/a in maggio) anche nella fase bassa del ciclo. I dati del mercato del lavoro invece non sono univoci. In maggio, il tasso di disoccupazione è sceso marcatamente (dal 6 al 5,8%), ma l'occupazione ha segnato un aumento solo moderato (+41.000 unità), una correzione marginale se confrontata con la perdita di 1,8 milioni di posti di lavoro registrata dal marzo 2001. Tuttavia, vi sono segnali che precludono a una risalita dell'occupazione nei prossimi mesi, tra cui in particolare la ripresa dal gennaio scorso degli annunci di offerte di lavoro, l'aumento dell'occupazione *part-time* e a tempo determinato, specie nel settore dei servizi, e quello delle ore di straordinario nell'industria manifatturiera.

A contrastare i rischi di un "effetto ricchezza" negativo dovuto al mercato azionario resta inoltre il buon andamento del mercato immobiliare, che non mostra segni di cedimento. I prezzi delle case sono ancora in significativo aumento (+6% a/a nel 1° trimestre 2002), elevate sono le richieste di mutui e si è avuto un significativo rimbalzo nell'avvio di nuovi cantieri (+11,6% m/m) dopo il calo di aprile.

Il favorevole andamento del settore dell'edilizia residenziale è sicuramente un buon indicatore dell'efficacia della manovra dei tassi di interesse. I mutui ipotecari coprono il 67% dell'indebitamento delle famiglie e l'onere del servizio del debito per questo comparto ammonta al 6,2% del reddito disponibile. Grazie al basso livello dei tassi sui mutui (6,7% in giugno) e al continuo aumento del valore delle case, le famiglie americane hanno contratto nuovi mutui e hanno proceduto a rinegoziare a tassi più bassi quelli in essere, spesso aumentando l'importo del prestito. Questo ha permesso di liberare liquidità da destinare ai consumi, un fenomeno che non sembra doversi esaurire nel corso del 2002 anche a fronte di prospettive di moderato aumento per i tassi di interesse a lungo termine.

Inoltre, la ricchezza costituita dalle case di proprietà, in costante aumento negli ultimi anni, è tornata ad uguagliare a fine 2001 il valore del portafoglio azionario che, secondo le statistiche della Fed, avrebbe perso dal 1999 oltre il 25%. In presenza del continuo aumento del valore delle case, le famiglie non hanno fino ad ora risentito del crollo delle quotazioni di Borsa anche perché l'impatto sui consumi del calo di un dollaro di ricchezza finanziaria è notevolmente inferiore a quello prodotto dall'aumento di un dollaro di ricchezza reale (secondo il Fmi, 3-5 cent e 4-6 cent rispettivamente).

La previsione di un continuo buon andamento per il mercato immobiliare è quindi un'importante premessa per una tenuta dei consumi delle famiglie, a condizione che i tassi di interesse continuino a rimanere bassi ancora a lungo in attesa di maggiori progressi dal lato dell'occupazione e delle retribuzioni.



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	111,6	111,5	111,4	111,7	111,9	111,9	112,0	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
variazioni congiunturali													
	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	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2
2003	0,4	0,1	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	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	1,9	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
2003	2,1	2,1	1,8	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1

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
variazioni congiunturali													
	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
variazioni tendenziali													
	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	118,6	118,6	118,5	118,7	119,1	119,3	119,4	118,5
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
variazioni congiunturali													
	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	0,0	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
variazioni tendenziali													
	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	2,1	2,0	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
2003	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

FILIPPINE: VERSO UNA STABILITÀ NON SOLO ECONOMICA

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

- Nonostante il rallentamento dell'economia mondiale e le tensioni politiche interne, il pil nel 2001 è cresciuto del 3,4%. Il presidente Gloria Macapagal Arroyo sta cercando di ricreare un clima politico più stabile.
- L'economia filippina ha risentito della crisi del mercato tecnologico (56% dell'export totale) e del rallentamento dell'economia statunitense verso cui si indirizzava circa il 29% dei prodotti esportati dal paese.
- Un processo di riconversione dell'economia e una politica di contenimento delle importazioni hanno consentito di mantenere in surplus le partite correnti anche se in misura assai inferiore rispetto al 2000.
- Le prospettive per il paese sono di una crescita del Pil per il 2002 pari al 4%, sostenuto dalla crescita dei consumi privati e da un miglioramento nelle esportazioni

Nonostante il rallentamento dell'economia mondiale e le tensioni nella parte a sud del paese, le Filippine hanno evidenziato nel 2001 un tasso di crescita del pil del 3,4%, sostenuto da un accentuato sviluppo nel settore dei servizi.

Il presidente Gloria Macapagal Arroyo sta cercando di ricreare un clima politico più stabile. Sul fronte interno ha adottato un atteggiamento più costruttivo verso i ribelli di Mindanao rispetto a quello assunto dal suo predecessore Estrada, contenendo i possibili danni politici derivanti dalla nuova ondata di violenza.

Sul fronte delle relazioni internazionali, la campagna contro il terrorismo da parte degli Stati Uniti ha portato i due paesi ad avvicinarsi come mai era successo da quando gli Usa hanno abbandonato le loro basi militari nelle Filippine dieci anni fa. Resta tuttavia molto attento l'atteggiamento della Arroyo a non lasciar trasparire alcun elemento di sudditanza nei confronti degli Usa, cosa che minerebbe in modo irreversibile il consenso di cui gode nel suo paese.

Le prospettive per il paese sono di una crescita del Pil per il 2002 pari al 4%, sostenuto dalla crescita dei consumi privati e da un miglioramento nelle esportazioni. Per arrivare a questa crescita sono state messe in atto politiche volte a sostenere l'agricoltura che contribuisce allo sviluppo del paese sia direttamente in termini di produzione e crescita dell'occupazione, sia indirettamente dal momento che i prodotti agricoli costituiscono il principale input per il settore manifatturiero e dei servizi.

Ancora non appaiono superate le difficoltà legate alle esportazioni. Il commercio dell'economia filippina ha risentito pesantemente sia della crisi del mercato tecnologico, che era arrivato a costituire il 56% dell'export totale, sia del rallentamento dell'economia statunitense verso cui si indirizzava circa il 29% dei prodotti del paese. Un processo di riconversione dell'economia e una politica di contenimento delle importazioni hanno consentito di mantenere in surplus le partite correnti anche se in misura assai inferiore rispetto al 2000. Per il 2002 si prevede una moderata ripresa che potrebbe accentuarsi nell'ultima parte dell'anno qualora si verificasse una ripresa della domanda internazionale, specie da parte degli Stati Uniti.

L'inflazione nel 2001 ha registrato una significativa crescita assestandosi al 6,1% dal 4,4 registrato nel 2000, mentre per il 2002 si attende un valore medio dei prezzi al consumo nell'ordine del 5%. La banca centrale in considerazione anche del basso livello di crescita ha adottato nel corso del 2001 una politica monetaria espansiva, abbassando i tassi dal 15,25% al 9,75%. Le difficoltà registrate dall'economia e la debolezza della domanda di finanziamenti da parte delle imprese hanno portato a una contrazione del credito da parte di banche nazionali al settore privato e un aumento del 16% di credito al settore pubblico.

La valuta appare sostanzialmente stabile dopo due anni di debolezza, tuttavia il persistere di incertezze politiche e i possibili riflessi nelle relazioni internazionali costituiscono elementi di possibile instabilità.



PRINCIPALI VARIABILI ECONOMICHE
(VAL. PERCENTUALI)

	1999	2000	2001	2002
Crescita del Pil	3.4	4.0	3.4	4.0
Tasso di inflazione	6.7	4.4	6.1	5.0
M3 - tasso di crescita	19.3	4.6	6.8	10.0
Crescita dell'export	19.1	9.0	-16.2	3.0
Crescita dell'import	4.2	3.8	-6.2	2.5
Servizio del debito	13.4	12.7	16.4	15.0

Fonte: Asian Development Bank

LA FREDDA ESTATE DELLA MODA

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

- L'industria della moda stenta a trovare la strada della ripresa. Il primo trimestre del 2002 si è chiuso con fatturato e produzione in flessione del 7%. I consumi restano deboli anche sul mercato domestico dove al deterioramento del clima di fiducia delle famiglie si aggiunge l'atteggiamento di cautela dei distributori che hanno fortemente ridotto l'assortimento nei punti vendita. La ripresa per il tessile-abbigliamento è rimandata al 2003, quando il rafforzamento della congiuntura internazionale permetterà alle aziende della moda di beneficiare delle favorevoli condizioni di domanda sui mercati internazionali.
- Negli ultimi dieci anni, a fronte di un raddoppio degli scambi di abbigliamento a livello mondiale, la quota italiana si è quasi dimezzata, passando dall'11 al 5,3%, a tutto vantaggio di economie emergenti come la Cina la cui quota sulle esportazioni mondiali di abbigliamento ha raggiunto il 26%. L'arretramento delle quote italiane sui mercati internazionali appare comunque meno pronunciato rispetto a quello di altri *competitors* e il peso resta superiore a quello di Francia e Germania, oltre a essere il doppio di quello americano.

Classifica dei principali paesi esportatori di abbigliamento

Paesi	tasso medio annuo di crescita 1997-2001	Quota 2001 %
Cina	4,7	26,7
Italia	-3,5	5,3
Hong Kong	-2,0	4,9
Messico	12,6	4,6
Germania	-3,1	3,4
India	2,1	3,1
Turchia	6,9	2,8
Bangladesh	9,3	2,8
Indonesia	6,1	2,8
Romania	13,2	2,1
Francia	-2,6	2
Corea del Sud	4,2	1,9
Tunisia	1,9	1,8
Stati Uniti	-11,2	1,8
Marocco	2,6	1,6

Fonte: Confindustria

Il rallentamento della congiuntura internazionale ha giocato un ruolo rilevante nel limitare lo sviluppo produttivo del sistema moda, data l'importanza che mercati esteri rivestono per il settore (oltre il 50% del fatturato è destinato all'export). Il primo trimestre del 2002 ha mostrato una accentuazione del *trend* riflessivo intrapreso dal l'industria del tessile-abbigliamento nello scorso anno. Fatturato e produzione hanno registrato entrambi flessioni superiori al 7%. Anche il mercato domestico ha evidenziato una sensibile diminuzione dei consumi di moda, determinata dal deterioramento del clima di fiducia delle famiglie e dall'atteggiamento di cautela adottato dai distributori che hanno fortemente ridotto l'assortimento nei punti vendita. Un ulteriore freno alla già debole dinamica dei consumi è provenuta dalla riaffermazione da parte delle case di moda di uno stile più orientato al "lusso" dopo le tendenze minimaliste degli anni '90. Quanto al tessile, in difficoltà dai primi mesi dello scorso anno, l'industria cotoniera, laniera e della nobilitazione ha delineato una tendenza ancora negativa. L'andamento produttivo ha segnato una flessione tendenziale del 27% (-28% nel precedente trimestre) e anche per i prossimi tre mesi è previsto un calo in tutti i comparti stimato in un -16%.

Le esportazioni continuano a incontrare difficoltà sui mercati esteri, risentendo dei deboli consumi europei e statunitensi. Nei primi tre mesi di quest'anno hanno evidenziato un calo tendenziale del 7,7% su cui ha influito maggiormente la contrazione della domanda proveniente dai paesi UE (-8%), mentre è apparsa più contenuta quella mostrata dai mercati extracomunitari (-5,2%). Tra questi, sono stati registrati aumenti significativi delle vendite in Russia (+48%) e Hong Kong (+37%). Particolarmente ricettivi alla moda italiana si sono mostrate anche la Corea del Sud (+16,5%) e Giappone (+10,5%). Il mercato emergente in forte espansione resta comunque quello Europa centro-orientale. Sulla crescita dell'export che ha interessato in modo rilevante quest'area incide anche il traffico di perfezionamento passivo (prodotti semilavorati spediti dalle aziende italiane in stabilimenti situati in paesi a basso costo di lavoro per eseguire fasi di lavorazione in genere *labour intensive*). Questa forma di "esportazioni temporanee" che incide per l'1,57% su quelle definitive, è una strategia di contenimento dei costi che ha permesso all'Italia un relativo mantenimento delle quote di mercato.

Queste ultime hanno tuttavia registrato, nell'ultimo decennio, un progressivo deterioramento: a fronte di un raddoppiamento degli scambi di abbigliamento a livello mondiale, la quota italiana si è quasi dimezzata, passando dall'11 al 5,3%, a tutto vantaggio di economie emergenti come la Cina la cui quota sulle esportazioni mondiali di abbigliamento ha raggiunto il 26%. L'arretramento delle quote italiane sui mercati internazionali appare comunque meno pronunciato rispetto a quello registrato da altri *competitors* nel corso degli anni '90 e il peso resta superiore a quello di Francia e Germania, oltre a essere il doppio di quello americano.

Le previsioni per i prossimi mesi si inseriscono in un quadro di incertezza, dominato da una crisi internazionale ancora in evoluzione. La ripresa per il tessile-abbigliamento è rimandata al 2003, quando il rafforzamento della congiuntura internazionale permetterà alle aziende della moda di beneficiare delle favorevoli condizioni di domanda sui mercati internazionali. Un contributo positivo alla crescita del settore verrà offerto anche dai consumi interni sostenuti dalle maggiori disponibilità di spesa delle famiglie. L'emergere di nuovi concorrenti (la produzione di moda spagnola sta mostrando tassi di crescita notevoli) e il progressivo smantellamento di accordi di protezione (Accordo Multifibre) porterà a un'ulteriore restrizione delle quote di mercato che le imprese italiane potranno fronteggiare soltanto con il decentramento produttivo e il miglioramento della qualità di prodotto. Quest'ultimo aspetto che ha da sempre costituito il punto di forza del *made in Italy* è ora seriamente minacciato da concorrenti esteri che dopo aver vinto la sfida della quantità (il 60% dei consumi europei di abbigliamento è soddisfatto da paesi extra comunitari, Cina in testa) hanno rapidamente fatto tesoro del *know-how* esportato dalle nostre aziende delocalizzate migliorando le loro produzioni. Per ora il primato italiano è ancora saldo: con circa 27.924 milioni di euro vale il 35% dell'intero fatturato europeo, contro il 13% della Francia, il 14,7% della Germania e del Regno Unito e il 9,1% della Spagna. L'aumento dimensionale delle aziende resta tuttavia un punto cruciale per il mantenimento della *leadership* della moda italiana nel mondo. Nelle 36.000 imprese del tessile-abbigliamento italiane lavorano in media 8 addetti, contro una media europea di 14. Piccolo è bello, ma grande è competitivo.

ATTENTI A QUEI DUE

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

Il richiamo dei minimi di settembre è più forte di qualsiasi motivazione rialzista. Una maledizione stile guardalinee. La chiusura della quinta settimana negativa consecutiva lascia pochi dubbi sulla natura del *trend* in atto e sulle reali intenzioni dell'arbitro. Il risultato è che Wall Street continua a perdere *appeal* e credibilità (proprio come il Mondiale) scoraggiando ulteriormente l'afflusso di capitali verso il Nord America.

Questa lenta e prolungata emorragia di fondi danneggia il già traballante equilibrio del dollaro, minacciato dai rischi di un avvitamento del circolo vizioso. Magra consolazione il presunto recupero di competitività dell'export statunitense, perché intanto la speculazione – che adora colpire quando la preda (dollaro) è ferita e disarmata – ha già sentito odore di saccheggio.

Si riaffacciano addirittura nuovi scenari di riduzione del costo del denaro, alimentati proprio dall'incessante fragilità del mercato azionario, ancora in piena apnea per le ondate di *panic-selling*.

In tale ottica, più che un'improvvisa e violenta capitolazione dei listini, è piuttosto auspicabile un declino graduale in grado di riportare lentamente i prezzi nell'ambito dei rispettivi *fair value* senza creare eccessivi sbalzi di reazione che possano destabilizzare i fondamentali e disorientare gli investitori. La fiducia richiede infatti per definizione tempi lunghi di "incassamento" e volatilità impercettibile. Il tempo è galantuomo. Bisognerebbe quindi avere il coraggio di lasciare andare quest'indici mammoni per la loro strada alla ricerca di se stessi e della propria identità (bottom). A dover "rientrare" in valori più sostenibili nel tempo non è soltanto il *Price Earning* ma anche l'*Earning Per Share*, che esprime il rapporto tra la media dell'utile per azione di tutte le società quotate in un paniere ed il valore del rispettivo indice di borsa.

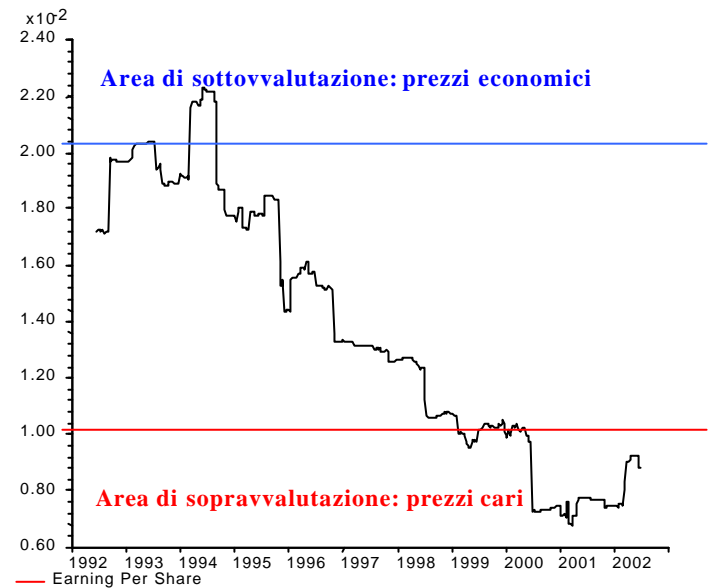
Più il multiplo è basso (attuale congiuntura) e più è alto il rischio di utili gonfiati e Borsa sopravvaluta, perché il numeratore (utili) è inconsistente oppure il denominatore (prezzo delle azioni) è eccessivamente alto (ipotesi peggiore).

Per il mercato italiano, ad esempio, valori inferiori all'unità (cfr. secondo grafico) denotano una marcata sopravvalutazione rispetto a multipli superiori, maggiormente rappresentativi di una crescita azionaria duratura ma soprattutto stabile.

1. Price earning indifferente ai crolli



2. Mibtel: un'Utile per azione da bolla








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

	Dati storici				Variazioni percentuali						
	21/6/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	20.275	20.349	22.646	25.641	29.834	28.094	-0,4	-10,5	-20,9	-32,0	-27,8
MIB 30	27.594	27.600	31.045	36.247	42.906	41.477	-0,0	-11,1	-23,9	-35,7	-33,5
DOW JONES IND.	9.254	9.474	10.106	10.715	10.646	11.358	-2,3	-8,4	-13,6	-13,1	-18,5
NASDAQ	1.441	1.505	1.664	2.059	2.292	4.131	-4,2	-13,4	-30,0	-37,1	-65,1
STANDARD & POOR'S	989	1.007	1.080	1.237	1.283	1.455	-1,8	-8,4	-20,0	-22,9	-32,0
NIKKEI 225	10.354	10.921	11.801	12.962	13.786	18.934	-5,2	-12,3	-20,1	-24,9	-45,3
FTSE 100	4.605	4.631	5.197	5.641	6.175	6.930	-0,5	-11,4	-18,4	-25,4	-33,5
CAC40	3.800	3.843	4.399	5.135	5.799	5.917	-1,1	-13,6	-26,0	-34,5	-35,8
DAX30	4.232	4.304	4.985	5.926	6.290	6.751	-1,7	-15,1	-28,6	-32,7	-37,3
MADRID	724	744	812	861	879	1.012	-2,7	-10,8	-15,9	-17,5	-28,4
SINGAPORE	1.546	1.608	1.730	1.686	1.896	2.583	-3,8	-10,6	-8,3	-18,4	-40,1
HONG KONG	10.592	10.956	11.753	13.187	14.870	17.370	-3,3	-9,9	-19,7	-28,8	-39,0
DJ EURO STOXX50	3.036	3.055	3.513	4.174	4.702	4.849	-0,6	-13,6	-27,3	-35,4	-37,4
MSCI WORLD	895	906	979	1.090	1.202	1.422	-1,2	-8,6	-17,9	-25,5	-37,1
MSCI EMU	156	158	180	207	233	243	-1,0	-13,2	-24,6	-33,0	-35,7
MSCI FAR EAST	1.880	1.935	2.075	2.333	2.572	3.605	-2,9	-9,4	-19,4	-26,9	-47,9
MSCI NORTH AMERICA	992	1.011	1.087	1.253	1.302	1.525	-2,0	-8,8	-20,9	-23,8	-35,0

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 25/6 AL 1/7)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 25	Stati Uniti: FOMC  Area Euro: intervento di Otmar Issing Vienna: conferenza straordinaria OPEC
Mercoledì 26	Banca del Giappone: incontro di politica monetaria Incontro G8 in Canada (3 gg.)
Giovedì 27	Stati Uniti: minute dell'incontro del FOMC del 7-5 Area Euro: intervento di Welteke (membro BCE)

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 25	Francia	Prezzi al consumo	maggio	0,4% m/m; 2,0% a/a	0,1% m/m; 1,4% a/a
	Germania	Indice IFO 	giugno	91,5	92,2
Mercoledì 26	Italia	Tasso di disoccupazione	aprile	9,1%	9,1%
	Area Euro	Costo del lavoro (prel.)	I tr. 02	3,0%	3,1%
Giovedì 27	Italia	Vendite al dettaglio	aprile	3,0% a/a	2,3% a/a
	Area Euro	M3	maggio	7,5% a/a	7,3% a/a
		Bilancia partite correnti	aprile	3,7 mln di euro	3,7 mln di euro
28/6-1/7	Germania	IFO	giugno	-3,4	-2,9
Venerdì 28	Francia	Tasso di disoccupazione	maggio	9,1%	9,2%
		Prezzi alla produzione	maggio	0,4% m/m; -0,7% a/a	0,0% m/m; -1,2% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo flash 	giugno	2,0% a/a	1,9% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 25	Stati Uniti	Vendita unità abitative esistenti	maggio	5,79 mln	5,90 mln
		Indice fiducia dei consumatori	giugno	109,8	101,0
Mercoledì 26	Stati Uniti	Ordini di beni durevoli	maggio	0,8% m/m	1,1% m/m
		Ordini di beni durevoli (escl. trasp.)	maggio	3,5% m/m	1,0% m/m
		Vendita nuove unità abitative	maggio	915.000	920.000
	Giappone	Vendite al dettaglio	maggio	-2,0% a/a	-2,0% a/a
Giovedì 27	Stati Uniti	Pil (def.)	I tr. 02	5,6%	5,6%
		Deflatore del Pil	I tr. 02	1,0%	1,0%
		Richieste sussidio di disoccupazione	22 giugno	393.000	390.000
Venerdì 28	Stati Uniti	Indice dei direttori d'acquisto (Chicago)	giugno	60,8	60
		Indice di fiducia Università Michigan	giugno	90,8	91
		Spese delle famiglie 	maggio	0,5% m/m	-0,2% m/m
	Giappone	Prezzi al consumo	maggio	-1,1% a/a	-1,0% a/a
		Tasso di disoccupazione 	maggio	5,2%	5,2%
		Produzione industriale	maggio	0,2%	2,5%