

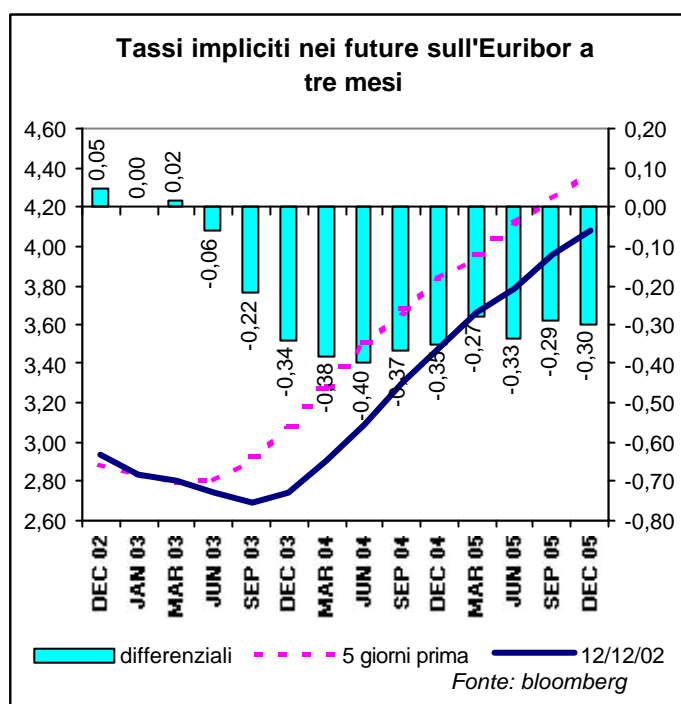
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**13 dicembre 2002**  
n. 23 - 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



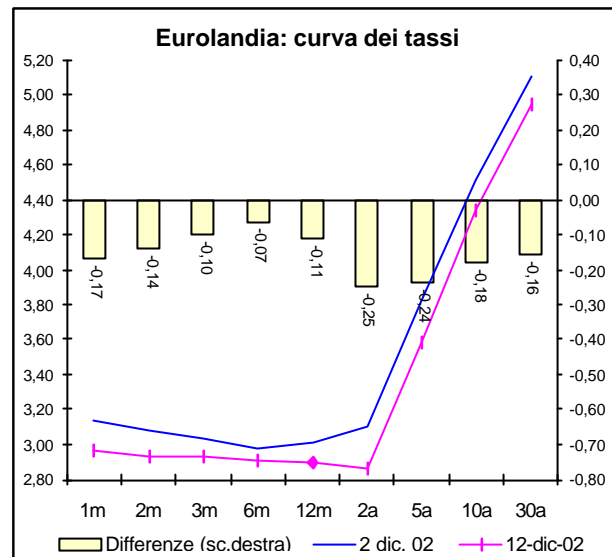
- ✓ Anche a Francoforte le preoccupazioni per la crescita dell'economia europea sembrano farsi più intense. Lo indica il taglio di 50 centesimi del saggio guida della BCE. Lo conferma il numero elevato di citazioni (ne abbiamo contate 12) inerenti il rallentamento economico contenute nell'editoriale del bollettino diffuso ieri dalla Banca centrale europea.
- ✓ Quali previsioni per il futuro andamento dei tassi europei? In uno scenario ottimista assumiamo che i tassi rimangano sostanzialmente stabili nell'ipotesi che la crescita 2003 del PIL europeo non scivoli al di sotto della forcella compresa tra l'1,1 e il 2,1%. La nuova forcella indicata dalla BCE è stata, però, già corretta di 1 punto percentuale al ribasso e ulteriori cedimenti non possono essere esclusi come insegna l'esperienza delle previsioni compiute sulla crescita 2002.

## 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 marcato rialzo del tasso di disoccupazione di novembre (dal 5,7 al 6%) e il calo del numero di nuovi occupati (-40.000) hanno riacceso le preoccupazioni sulla tenuta dei consumi, il vero pilastro della ripresa. Le incertezze sulle prospettive economiche hanno aumentato le aspettative per un nuovo pacchetto di stimoli fiscali previsto a inizio 2002. Le misure allo studio sembrano orientate a favorire prevalentemente gli investimenti, ma anche i consumi, attraverso alleggerimenti fiscali che dovrebbero includere le famiglie a reddito medio basso. Al Fomc del 10 dicembre, la Fed ha lasciato la politica monetaria invariata, assumendo un atteggiamento di attesa, dopo l'aggressiva manovra e l'orientamento neutrale adottati il 6 novembre.
- La Banca centrale europea (Bce) ha tagliato i saggi guida di 50 punti base il 5 dicembre. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale è sceso al 2,75%, dopo oltre un anno dall'ultima riduzione di analoga entità. Nell'incertezza della vigilia, i mercati attribuivano maggiore probabilità di realizzazione a una manovra più modesta. Come emerso dalle dichiarazioni del Presidente della Bce nel corso della conferenza stampa a margine del Consiglio direttivo, hanno giocato a favore di un taglio più deciso sia il progressivo deterioramento del quadro congiunturale, sia le attese di un allentamento delle tensioni inflazionistiche nel corso del 2003 sulla scia delle fiacche prospettive di sviluppo. Oltre a una crescita del Pil europeo (0,3 t/t; 0,8% a/a) del III trimestre 2002 modesta e inferiore alle aspettative, hanno preoccupato le proiezioni della Commissione europea (Ce) sul I trimestre del 2003 che ipotizzano un ulteriore rallentamento con una variazione congiunturale del Pil compresa tra -0,2% e +0,2%. Secondo quanto dichiarato da Duisenberg nel corso della conferenza stampa, la Bce non incorpora l'ipotesi di una contrazione congiunturale del Pil nei prossimi mesi. Le stime trimestrali della Commissione hanno però sottolineato come i rischi di una ricaduta in recessione siano aumentati, contribuendo a spingere i banchieri centrali verso una manovra più decisa. Le previsioni della Bce, pubblicate nel Bollettino di dicembre, evidenziano una decisa revisione al ribasso della crescita del Pil rispetto alle proiezioni di giugno 2002 con un incremento tra l'1,1%-2,1% nella media del 2003, invece del precedente 2,1%-3,1%. I mercati hanno reagito al taglio in modo composto. Giovedì 5 dicembre l'euro ha chiuso sotto la parità col dollaro; la curva dei rendimenti dei titoli di Stato si è abbassata di soli 2 centesimi rispetto al giorno prima perché la Bce ha segnalato che i tassi potrebbero rimanere stabili nel prevedibile futuro, sedando aspettative di riduzione almeno nel breve periodo. In seguito, invece, la curva dei rendimenti europea è diminuita sensibilmente e l'euro si è risollevato oltre la parità contro dollaro sulla scia di dati peggiori delle attese sul mercato del lavoro Usa e delle dimissioni del Ministro del Tesoro.
- Il proseguimento della fiacca ripresa europea sembra al momento ancora possibile e coerente con la stabilità dei saggi guida. Tuttavia, nella prima metà del 2003 un eventuale aggravamento della situazione economica tedesca e ulteriori *shock* di provenienza esterna all'area, come un conflitto armato in Iraq, rischiano di influenzare negativamente questo fragile processo di recupero. In tal caso, si può ipotizzare un nuovo allentamento della politica monetaria.
- L'euro ha beneficiato dell'insorgere di incertezze sul mantenimento negli Stati Uniti della politica del dollaro forte, dopo le dimissioni negli Usa del Ministro del Tesoro O'Neill e del Consigliere economico Lindsey e delle ripetute dichiarazioni di esponenti del governo giapponese a favore di uno yen debole. La valuta europea si è così riportata verso quota 1,01 con il dollaro e 124,8 rispetto allo yen. Mentre, da una parte, sembra poco probabile un deprezzamento pilotato del dollaro per favorire la ripresa statunitense, dall'altra, un indebolimento dello yen potrebbe essere più realizzabile, specie se in marzo verrà nominato un nuovo governatore della Banca centrale incline ad adottare misure non ortodosse di allentamento della politica monetaria, tra cui l'acquisto di titoli pubblici esteri.



Previsioni	dato storico 12/12/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	123	125	124	128	132
dollaro-euro	1,012	1,000	0,999	0,995	0,993
yen-euro	125	125	124	127	131
sterlina-euro	0,642	0,640	0,641	0,644	0,646
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,41	1,44	1,46	1,50	1,95
euro	2,92	2,90	2,85	2,85	3,00
yen	0,06	0,05	0,05	0,07	0,09
sterlina	3,98	4,08	4,10	4,30	4,75
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,01	4,10	4,20	4,50	5,15
Germania	4,34	4,35	4,45	4,60	5,00
Giappone	1,01	1,05	1,15	1,25	1,35
Italia	4,55	4,57	4,67	4,82	5,20
Gran Bretagna	4,55	4,54	4,64	4,79	5,20

## 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	112,3	112,4	112,9	113,3	113,5	113,6	113,5	113,6	114	114,2	114,1	114,2	113,5
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,0	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	103,8	103,9	102,6
2003	104,0	103,5	103,7	104,3	104,8	104,9	104,7	104,5	104,8	105,4	105,6	105,7	104,7
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,2	0,1	0,2
2003	0,1	-0,5	0,2	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,8	2,8	2,6
2003	2,9	2,7	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,6	1,7	1,7	1,7	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	120,0	120,1	118,8
2003	120,3	120,5	120,6	120,8	121,0	121,1	121,2	121,3	121,4	121,8	122,0	122,1	121,2
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,3	0,1	0,2
2003	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,8	2,8	2,5
2003	2,5	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## FRANCO SVIZZERO: SICUREZZA SOPRATTUTTO

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

- L'apprezzamento della valuta elvetica nell'ultimo anno dimostra che non sempre un cambio forte si associa ad una economia più dinamica o a tassi di interesse relativamente più elevati.
- Nell'ultimo anno il franco svizzero si è apprezzato perché ha ritrovato il suo ruolo di valuta rifugio.
- Nonostante la debolezza della crescita economica, alla riunione di politica monetaria del 13 dicembre 2002 la Banca Centrale ha lasciato il tasso guida invariato sul basso livello raggiunto in precedenza.
- A fronte di un eventuale, ulteriore apprezzamento del franco non si esclude che la Banca Centrale possa pilotare al ribasso i tassi di mercato.

L'apprezzamento del franco svizzero nell'ultimo anno dimostra che non sempre un cambio forte si associa ad una economia più dinamica o a tassi di interesse relativamente più elevati. La Svizzera si appresta a chiudere il 2002 con un Pil in calo dello 0,2%, contro una crescita dello 0,8% circa per l'area dell'euro e del 2,4% per gli Stati Uniti. I tassi di interesse sia a breve che a lungo termine sono i più bassi fra i paesi industrializzati, con l'eccezione del Giappone.

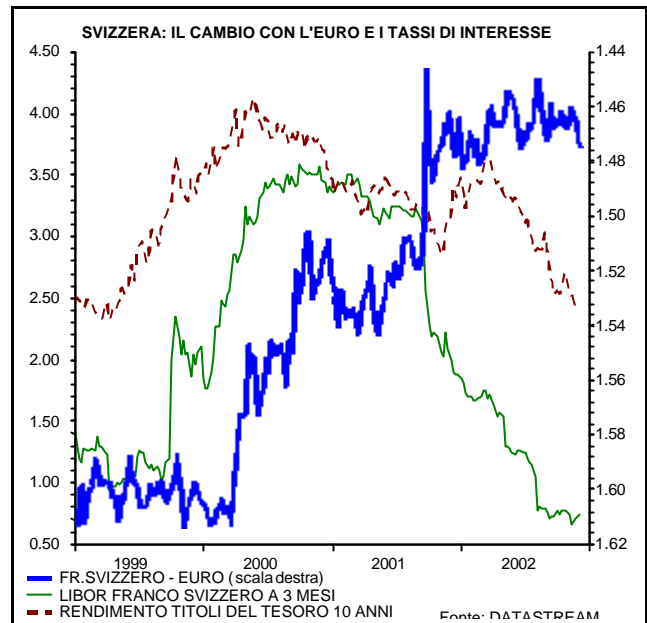
Ciononostante, da metà 2001 il franco si è apprezzato del 5% sull'euro e del 20% sul dollaro, con grande disappunto delle autorità di governo che non hanno molti strumenti per evitarlo.

L'elevata correlazione con il prezzo dell'oro, anche esso in forte rialzo (+20% nello stesso periodo), mette in risalto il ruolo di valuta rifugio ritrovato dal franco svizzero, specie dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre. La valuta elvetica trae beneficio dalla ricerca di un "porto sicuro" per i capitali a fronte delle tensioni geopolitiche internazionali, ma anche dallo scoppio della bolla speculativa sui mercati azionari, dagli scandali societari negli Usa e dalla crisi in alcuni paesi emergenti. A fronte di una crescente avversione al rischio, vengono premiate le valute dei paesi ad elevato surplus delle partite correnti come la Svizzera (nel 2002 un avanzo pari al 10% del Pil). In questo clima, infatti, i capitali tendono a rimanere in patria, penalizzando le valute di quei paesi che necessitano di risparmio estero per finanziare un ampio disavanzo delle partite correnti, come nel caso degli Stati Uniti.

Attualmente il franco non viene influenzato né dal differenziale sfavorevole dei tassi di interesse con i principali paesi, né dal rallentamento delle esportazioni elvetiche di beni e servizi, provocato dalla bassa domanda estera ma anche dalla forza stessa della valuta. Il surplus delle partite correnti, infatti, tende comunque a crescere, essendo in buona parte attribuibile ad un cospicuo afflusso netto di redditi da investimenti, effetto dell'ingente posizione patrimoniale netta attiva sull'estero del paese.

L'economia svizzera soffre tuttavia del rallentamento della domanda mondiale e di quella della Germania in particolare, suo principale partner commerciale. Le speranze di ripresa poggiano sulla domanda estera, visto che la domanda interna risulta penalizzata da un peggioramento del clima di fiducia delle famiglie, dall'aumento della disoccupazione (al 3,3% in novembre, un massimo degli ultimi 3 anni e mezzo) e dal permanere di un eccesso di investimenti in alcuni settori. Dopo quattro trimestri di crescita congiunturale negativa, nel secondo e nel terzo trimestre di quest'anno il Pil è aumentato dello 0,2% e dello 0,3% t/t rispettivamente, ma potrebbe tornare a ristagnare nel quarto. Per quel che riguarda il 2003, gli indici anticipatori danno alcuni segnali di miglioramento, anche se l'economia resta fragile perché in larga parte dipendente dal contesto internazionale. L'autorevole istituto svizzero degli studi sul ciclo rileva che l'indice Kof sulle attese delle imprese è risalito leggermente in ottobre, passando da -0,43 da -0,45 di settembre. Il Purchasing Managers Index di novembre è aumentato significativamente (+6,5 punti), portandosi sopra quota 50 (52,2), soglia che separa l'espansione dalla recessione economica. Gli aumenti maggiori sono stati registrati per le componenti della produzione e degli ordinativi.

La Banca centrale svizzera a più riprese si è trovata a dover contrastare gli effetti negativi sulla crescita dell'economia di un apprezzamento del franco. Dal settembre 2001, dopo gli attentati terroristici negli Usa, il tasso guida è stato ridotto ben cinque volte di mezzo punto percentuale ogni volta. L'ultimo ribasso, che ha avuto luogo il 26 luglio scorso, ha portato la fascia obiettivo della Banca centrale, riferita al Libor sul franco svizzero a tre mesi, a 0,25-1,25%. Lo scopo della Banca centrale non è tanto quello di spingere al ribasso il franco, che risulta spesso insensibile ad un taglio dei tassi di interesse, quanto quello di correggere l'inasprimento delle condizioni monetarie provocato dall'apprezzamento della valuta, soprattutto riguardo all'euro. Nell'allentare la politica monetaria, la Banca centrale svizzera ha in genere giocato di anticipo rispetto alla Bce, tagliando i tassi complessivamente di 2,5 punti percentuali dal settembre di un anno fa. Dopo il ribasso di mezzo punto della Bce (al 2,75%) il 5 dicembre scorso, alla riunione di politica monetaria del 13 dicembre 2002 la Banca Centrale svizzera ha deciso di lasciare i tassi guida invariati sui bassissimi livelli raggiunti nonostante il cambio con l'euro, dopo un periodo di stabilizzazione, abbia ripreso ad apprezzarsi, portandosi a quota 1,477. Tuttavia, a fronte di un ulteriore apprezzamento della valuta dovuto ad un eventuale aggravamento del quadro geopolitico internazionale, non si esclude che la Banca Centrale possa pilotare i tassi di mercato nella parte bassa della fascia obiettivo attualmente in vigore (sotto quota 0,75%).



## IL CILE ALLA PROVA DEL LIBERO SCAMBIO

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

- L'economia cilena dovrebbe segnare nel 2002 una crescita del Pil di circa il 2%, tra le più alte dell'area, per proiettarsi al 4% nel 2003. Lo sviluppo è legato alle buone *performance* di alcune economie asiatiche, verso cui le esportazioni del Cile sono per tradizione e per posizione geografica orientate, oltre che al recente graduale rialzo dei corsi del rame, che costituisce il 40% del totale dell'export.
- L'inflazione è sotto controllo, con una stima per l'anno in corso del 2,5%, entro il *target* programmato. Il deficit del settore statale dovrebbe attestarsi al 2% circa. Resta buona la posizione debitoria estera del Cile, con una quota di debito totale sul Pil pari a poco più del 50%. Il debito a breve rappresenta solo il 3% del totale.

La crescita del Cile prevista per il 2002 dovrebbe essere di circa il 2%. Potrebbe sembrare poco per un Paese che a metà degli anni Novanta vedeva la propria economia espandersi al ritmo del 7% l'anno; appare invece un risultato di tutto rispetto nell'attuale contesto del Sudamerica, dove l'Argentina sta subendo la più grave crisi finanziaria del dopoguerra; il Brasile vive le incertezze del dopo Lula; Venezuela, Ecuador e Paraguay sono colpiti da una profonda instabilità politica. Un contributo allo sviluppo dell'economia cilena è venuto, soprattutto nella parte finale dell'anno, dal buon recupero dei prezzi del rame sui mercati internazionali, dopo la consistente flessione del 2001 e un andamento incerto che ha caratterizzato la prima parte dell'anno in corso.

Il Cile ha altresì beneficiato delle buone *performance* di alcune economie asiatiche, verso cui l'export del paese è per tradizione e per posizione geografica orientato. Il deprezzamento della valuta argentina ha favorito la posizione estera del Cile, che importa da quel paese per circa un quinto del totale. L'inflazione appare sotto controllo: i prezzi al consumo dovrebbero crescere quest'anno mediamente del 2,5%, abbondantemente entro il *target* programmato. Soddisfacenti i conti del settore pubblico: la previsione per il 2002 è di un deficit poco superiore al 2% del Pil. La quota della spesa pubblica sul Pil dovrebbe incrementare e stimolare così la domanda interna, che nel 2001 aveva subito una sensibile contrazione, soprattutto nella componente dei consumi privati. Dal lato finanziario, occorre sottolineare la buona posizione debitoria del Paese, con una quota di debito estero totale sul Pil pari a poco più del 50%. Il debito a breve termine rappresenta solo il 3% del totale. I capitali esteri dovrebbero continuare ad affluire nel paese, favoriti anche dalle importanti riforme avvenute tra il 2001 e il 2002 riguardanti il mercato dei capitali. Tra queste: l'eliminazione dell'imposta del 15% sui *capital gains* derivanti da transazioni in *equity* e *bonds*; la riduzione dal 35 al 4% dell'imposta sui *capital gains* per gli investitori istituzionali esteri sugli strumenti finanziari a reddito fisso; l'eliminazione dell'imposta del 4% pagata dalle banche cilene sul reimpatrio degli interessi maturati su crediti esteri; la liberalizzazione degli investimenti effettuati da compagnie di assicurazione e fondi di investimento; alcune misure volte a sviluppare la finanza alternativa per le piccole e medie imprese.

Sullo sfondo delle politiche neo-liberiste, che in Sudamerica hanno alimentato tentazioni populiste, spicca dunque l'eccezione del Cile del presidente Ricardo Lagos. Il Cile compare al primo posto tra i paesi del sub-continente americano nella classifica mondiale sulla competitività elaborata dal World Economic Forum. Il secondo, l'Uruguay, segue a più di venti lunghezze di distanza. Sembra esserci una forza, nella piccola economia cilena, che manca ai giganti che la circondano. L'eccezione cilena, oltre ad essere costituita da un deficit sotto controllo e un buon sistema di vigilanza bancaria, è soprattutto un esempio di economia aperta e di accordi bilaterali di libero scambio, come quelli conclusi con Messico, Canada, Unione europea (siglato a metà novembre) e quelli in dirittura di arrivo con Stati Uniti e Corea del sud. La trattativa con gli Usa dovrebbe entrare nel vivo proprio nel mese di dicembre e concludersi nei primi mesi del 2003. Gli Stati Uniti hanno tutto l'interesse a stipulare con il Cile un accordo di libero scambio anche per lanciare un segnale forte di cooperazione con l'intera area. Il Cile ha realizzato una intensa politica di regionalismo aperto, attraverso accordi con paesi e blocchi di paesi, diversificando l'export. Cosa che gli ha fruttato un primato "eccezionale": oltre ad essere infatti primo produttore mondiale di rame, è divenuto anche leader nella produzione del salmone, oltre 500 mila tonnellate prodotte nel 2001, 25 mila in più della Norvegia. La sfida è oggi di tipo tecnologico: arrivare entro un quinquennio a esportare prodotti ad elevato valore aggiunto, con standard di qualità europei, che possano trovare mercato nei paesi con i quali è stato raggiunto un accordo commerciale.

	CILE		
	2001	2002*	2003*
Popolazione (milioni di abitanti)	15,41	15,65	15,9
Pil pro capite (in US\$)	4.100	4.280	4.600
Pil (var. % annua)	2,8	2,0	4,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	2,6	2,5	3,0
Cambio contro US\$ (media annua)	635	685	705
(*) previsione			

Fonte: IIF



## HOME VIDEO, TRA ANALOGICO E DIGITALE

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

- Nel 2001, il mercato italiano dell'home video ha generato un fatturato superiore ai 600 milioni di euro, trainato soprattutto dai Dvd le cui vendite hanno superato i cinque milioni di pezzi, con un incremento del 60,6% sul 2000 e del 380% sul 1999.
- Nonostante il boom del "Digital Versatile Disc", il Vhs continua a dominare segmenti di mercato a causa della scarsa penetrazione dei lettori di Dvd nelle famiglie italiane rispetto ai principali paesi europei. Per la fine dell'anno in corso, si attende il raggiungimento del 5% di tasso di penetrazione, mentre in Francia e Regno Unito la presenza nelle famiglie del Dvd Player oscilla tra l'11-12% ed in Spagna copre l'8%.
- In tutti i mercati in cui il Dvd si è affermato non esiste un differenziale di prezzo così elevato tra il supporto digitale e le videocassette quanto quello esistente nel nostro paese. In media un Dvd in Italia costa più del doppio di una VHS, contro il 79% della Germania e il 12% degli Stati Uniti.

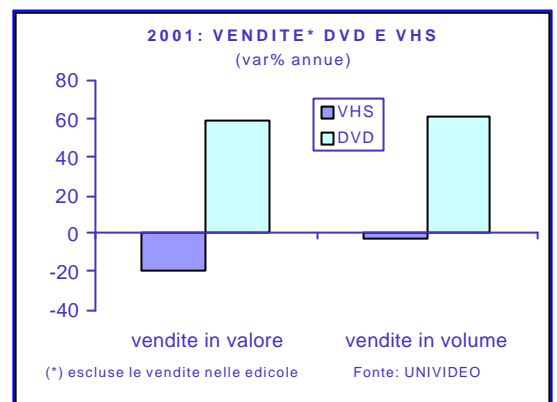
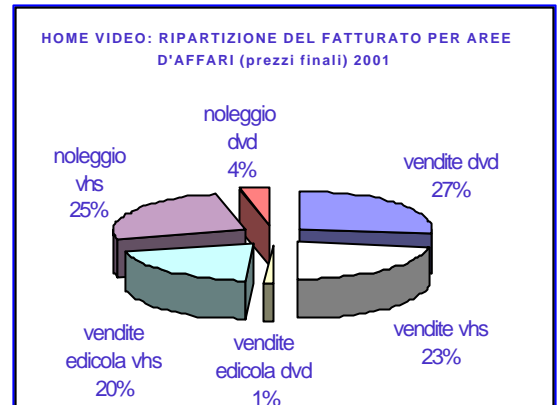
Anche quello di quest'anno promette di essere un Natale tutto high-tech. Dalla contrazione dei consumi delle famiglie registrata nei beni durevoli si salveranno gli articoli di lusso e quelli ad alto contenuto tecnologico. Le vendite di televisori a grande schermo o a cristalli liquidi, lettori di Dvd, videocamere digitali potrebbero essere i protagonisti delle vendite natalizie come nel 2001, quando neanche il clima di incertezza, creato dagli eventi dell'11 settembre, riuscì a frenare gli acquisti dei prodotti tecnologici di alta gamma. Nel 2001, il mercato italiano dell'home video ha generato un fatturato superiore ai 600 milioni di euro, trainato soprattutto dai Dvd che hanno raggiunto una quota sul fatturato complessivo pari al 27%. Le vendite dei "Digital Versatile Disc" hanno superato, lo scorso anno, i cinque milioni di pezzi con un incremento del 60,6% sul 2000 e del 380% sul 1999. In valore, l'aumento è stato del 59,1%, a fronte di un calo del Vhs superiore al 20%. Dal 1999 al 2001 il Dvd è cresciuto del 107% mentre il Vhs è sceso del 15%.

Dallo scorso anno, il mercato dei dischi digitali è pertanto passato da una fase pionieristica, riservata agli appassionati di tecnologia, a una di consolidamento presso un pubblico più vasto, dando il via al delicato processo di sostituzione con il Vhs. A differenza di quanto avvenne nel periodo di sostituzione tra vinile e CD musicali, la crescita della convergenza tra informazioni e telecomunicazioni ha tuttavia creato uno scenario più articolato che rende più critica la fase di transizione dal supporto tradizionale al disco digitale. La convergenza tecnologica permette infatti ai consumatori di scegliere prodotti uguali su differenti mezzi, in primo luogo la Pay TV, canali tematici e Pay Per View, e prodotti affini direttamente sostitutivi nell'area dell'intrattenimento, come i videogame e Internet.

Se il sorpasso del digitale non è ancora avvenuto, nel 2001 si è comunque assistito a un netto calo dei prodotti Vhs che hanno reagito alla diffusione del Dvd con un deciso abbassamento dei prezzi medi praticati pari al 18%. Per ora il Vhs continua a mantenere il predominio nel canale distributivo dell'edicola dove detiene una quota del fatturato del 20% contro l'1% del Dvd e nel canale del noleggio, dove i titoli rilasciati mensilmente sono in media 70 contro i 24 del Dvd. L'ulteriore sviluppo del mercato è collegato alla rapidità di penetrazione dei lettori Dvd nelle famiglie italiane, che non ha ancora raggiunto il potenziale espresso nei principali paesi europei. Per la fine dell'anno in corso, si attende uno sviluppo del 5% di tasso di penetrazione, mentre in Francia e Regno Unito la presenza nelle famiglie del Dvd Player oscilla tra l'11-12% e in Spagna copre l'8%. Il basso livello di penetrazione dei supporti ottici in Italia si spiega con l'esistenza della pirateria che colpisce quei canali che offrono in forme diverse lo stesso prodotto, la pay tv sopra tutti. I codici decriptati dai pirati vengono venduti sottocosto e con molta facilità per cui, una volta pagato il decoder, la spesa diventa minima. In Gran Bretagna esiste invece una tecnologia che ha praticamente annullato questo fenomeno.

Dal confronto internazionale emerge, inoltre, un altro fattore che ha determinato una crescita del Dvd più lenta del previsto in Italia: in tutti i mercati in cui il Dvd si è affermato non esiste un differenziale di prezzo così elevato tra il supporto digitale e le videocassette quanto quello esistente nel nostro paese. Nonostante una certa variabilità dei prezzi a livello internazionale, il nostro è il paese che fa registrare il divario di prezzo più alto: in media un Dvd in Italia costa più del doppio di una Vhs, contro il 79% della Germania e il 12% degli Stati Uniti.

Nel prossimo anno ci si attende un sorpasso del fatturato generato dal Dvd rispetto al Vhs nella vendita *sell thru* (vendita al dettaglio esclusa edicola), che dovrebbe consentire un riallineamento con gli altri paesi europei. Si stima che nel noleggio si registrerà, a chiusura d'anno, un raddoppio del fatturato Dvd e un calo del VHS del 5/6%, mentre nel *sell thru* a una crescita intorno al 40% del disco ottico corrisponderà un calo del 20% della videocassetta.



## LE IMPRESE EUROPEE NON CRESCONO

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

- Le imprese europee risultano caratterizzate in larga misura dalla ridotta dimensione. Le micro-imprese rappresentano circa l'89% del numero complessivo, e occupano oltre il 27% della manodopera.
- Al di là dei valori medi, la situazione tra i vari paesi è abbastanza differenziata. In Germania la grande industria produce ancora oltre il 50% del valore aggiunto complessivo del settore, contro una media europea del 40%.
- La ridotta dimensione delle imprese in Europa si associa spesso a scarsi livelli di produttività. In particolare, nelle micro-imprese il valore aggiunto per addetto è pari a meno della metà di quello medio del comparto manifatturiero.

In Italia il periodo di crisi che sta caratterizzando la grande industria ha riproposto il tema della ridotta dimensione media delle nostre imprese. In realtà, il "nanismo" industriale non è una caratteristica esclusiva del nostro paese.

In Europa la struttura delle imprese è fortemente sbilanciata verso le dimensioni micro (meno di 9 addetti): poco più dell'89% delle imprese occupa meno di 9 addetti, il 9,1% tra i 10 e i 49 addetti (imprese piccole), l'1,5% tra 50 e 249 (imprese medie) e solo lo 0,3% più di 250 addetti (imprese grandi). Le grandi imprese tuttavia impiegano una percentuale consistente della manodopera complessiva dei paesi della Ue (circa il 33%); seguono poi le imprese micro (27,8%), le piccole (21,9%) e infine le medie (17,1%).

Sono inoltre le grandi imprese a produrre la percentuale più ampia di fatturato complessivo (circa il 40%), mentre le altre si spartiscono in proporzioni analoghe il rimanente 60%.

All'interno dell'Unione europea, tuttavia, nonostante il peso delle imprese micro e piccole sia preponderante in termini numerici in tutti i paesi, l'importanza della grande industria è fortemente differenziata. In Germania, le imprese con oltre 250 addetti producono oltre la metà del valore aggiunto complessivo (54,5%) e anche in termini numerici registrano valori al di sopra della media europea (0,5% contro 0,3%). Anche il numero delle imprese medie 2,6% sul totale è superiore a quello degli altri partner europei.

Sul versante opposto, l'Italia è fra i paesi in cui il peso delle grandi imprese è minore: queste realizzano infatti appena il 27,4% del valore aggiunto complessivo e occupano il 17,8% appena della forza lavoro, mentre in termini numerici rappresentano lo 0,1% del totale delle imprese. Valori simili si osservano solo in Spagna e in parte in Portogallo. La Francia, sebbene lontana dalla Germania, presenta tuttavia un tessuto produttivo meno sbilanciato sulle micro-imprese rispetto alla media Ue.

La ridotta dimensione si riflette spesso in una scarsa produttività del lavoro impiegato, che nelle micro-imprese è piuttosto bassa in tutti i paesi. In particolare, in Germania, Spagna, Irlanda e Portogallo le imprese con meno di 9 addetti hanno una produttività pari a meno della metà di quella registrata nella media delle imprese. In Italia tale valore è leggermente più alto della metà.

L'industria europea, inoltre, continua a perdere occupati. Nel corso del primo trimestre del 2002, per il terzo trimestre consecutivo, l'occupazione nel settore industriale è scesa (-2,9% nell'intera Unione e -2,6% nella sola area dell'euro rispetto allo stesso periodo del 2001). I cali più consistenti si sono registrati nel settore energetico e nel comparto dei beni intermedi, soprattutto in Belgio (-9,5%), in Italia (-4,6%) e nel regno Unito (-4,3%). La Finlandia è l'unico paese in cui si è registrata una variazione positiva.

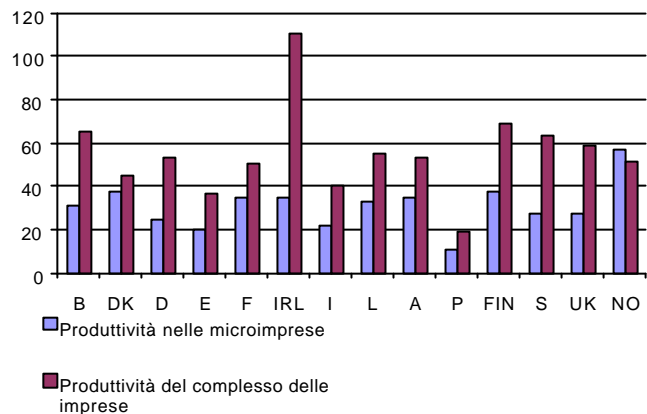
In generale, la ridotta dimensione non è un problema di per sé, soprattutto quando le imprese entrano in un mercato; il problema principale nel caso delle imprese europee, è legato alla scarsa capacità di crescita negli anni successivi. Le imprese statunitensi, ad esempio, in generale nascono più piccole e meno efficienti rispetto a quelle europee, ma nell'arco di circa due anni la loro dimensione in media è aumentata del 60%, contro appena il 20% di quelle del vecchio continente.

PESO DELLA GRANDE INDUSTRIA\* IN ALCUNI PAESI EUROPEI (in % sui valori totali)

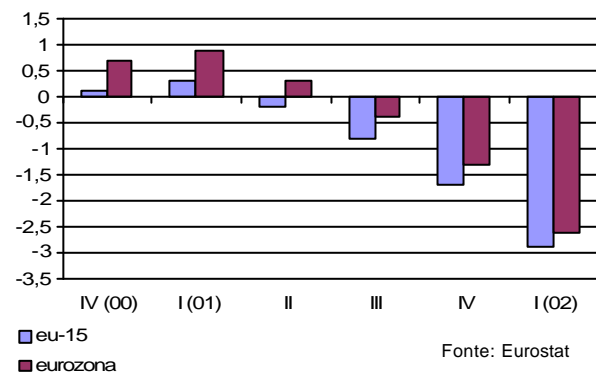
	numero	occupati	valore aggiunto
GERMANIA	0,5	39,0	54,5
ITALIA	0,1	17,8	27,4
SPAGNA	0,1	20,3	27,4
FRANCIA	0,2	37,7	44,5

\*Imprese con più di 250 addetti

ANDAMENTO DELLA PRODUTTIVITA' NELLE MICRO-IMPRESSE E NEL COMPLESSO DELLE IMPRESE MANIFATTURIERE (in migl. di euro per persona)



ANDAMENTO DELL'INDICE DI OCCUPAZIONE NELLE IMPRESE MANIFATTURIERE IN EUROPA (tassi di crescita a/a)



Fonte: Eurostat

## LE FAMIGLIE SOSTENGONO ANCORA LA CONGIUNTURA BANCARIA

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

- Rimane invariato, rispetto a settembre, il tasso di incremento degli impieghi vivi in Italia per il mese di ottobre: +5% a/a.
- La raccolta risulta in leggera decelerazione (+6,6% a/a) rispetto ai periodi precedenti in ragione del rallentamento della crescita dei depositi in conto corrente +8,4% a/a (+9% in settembre). Si conferma vivace il trend positivo delle obbligazioni bancarie (+11,1%).

Si confermano in ottobre gli andamenti delle principali variabili bancarie delineatisi nei mesi precedenti. Per quanto riguarda l'attivo, l'ultimo comunicato stampa della Banca d'Italia indica in ottobre una stabilità, rispetto al mese precedente, del tasso di crescita degli impieghi vivi (5%). All'interno dell'aggregato si rafforzano gli andamenti delle due componenti sempre più divergenti: rallenta ulteriormente il segmento a breve (-1,2% a/a) mentre si consolida il momento favorevole per i prestiti a medio lungo termine (11,3% a/a). Per quest'ultimo comparto la crescita congiunturale (variazione rispetto al mese precedente) è superiore al 20%. Dal punto di osservazione dei settori istituzionali i finanziamenti richiesti dalle famiglie consumatrici si confermano la componente più vivace (8,7% a/a), da tempo al di sopra della crescita media dell'aggregato totale.

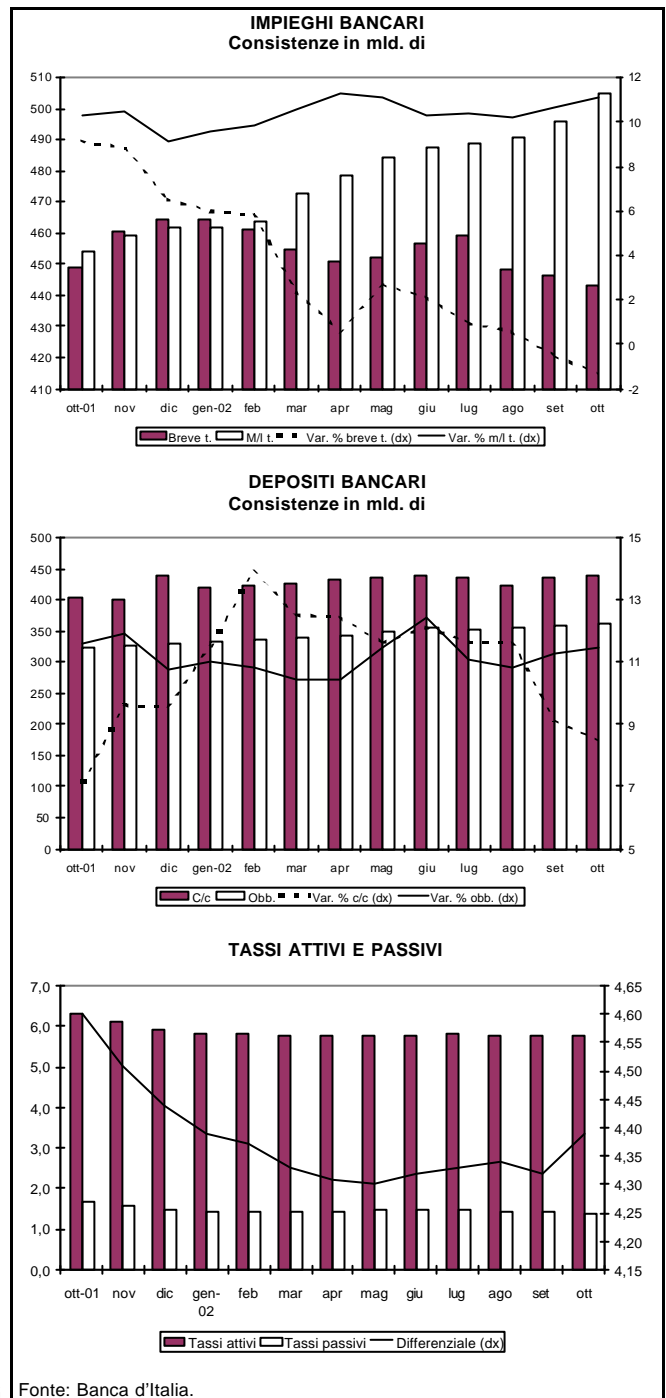
Risultano essere in linea con la media dell'aggregato i settori produttivi (società non finanziarie e imprese individuali: 5,3% a/a), mentre sono in flessione i crediti verso la Pubblica Amministrazione (-2,5% a/a) e le società finanziarie e assicurative (-0,5% a/a).

L'accrescimento delle somme erogate alle famiglie si è espresso soprattutto nel comparto dei mutui fondiari il cui flusso dall'inizio dell'anno è aumentato di oltre 16 mld., con l'aumento tendenziale più alto del 2002 proprio in ottobre (15,3% a/a). La rilevanza di questa forma tecnica è progredita in considerazione delle condizioni di offerta particolarmente distese (tasso sulle erogazioni al 5,7%, 30 punti base in meno rispetto a gennaio). Questo rinnovato interesse da parte delle famiglie per l'investimento immobiliare influenza anche l'andamento dei prestiti alle branche produttive nell'ambito delle quali si segnala il consistente aumento dei prestiti per l'edilizia (+7% a/a) e il settore dei servizi, mentre il comparto manifatturiero risente sensibilmente della debolezza della congiuntura. Anche per il credito al consumo il mese di ottobre ha presentato una crescita tendenziale molto elevata (quasi il 23% a/a). Questa modalità di finanziamento, pur rappresentando solo il 3% dei prestiti totali, ha riportato, rispetto allo scorso mese di gennaio, un accrescimento delle consistenze mensili di 4 mld.

Le dinamiche dei finanziamenti nell'area dell'euro risultano leggermente inferiori rispetto a quelle del mercato domestico: i prestiti a residenti si incrementano del 4,3% a/a. Come evidenziato in una approfondita analisi contenuta nell'ultimo bollettino mensile della Bce lo sviluppo del credito è correlato positivamente all'andamento del ciclo economico, tuttavia mentre tra il 1981 e il 1998 la crescita degli impieghi risultava poco meno che doppia rispetto a quella del Pil (in media 4% e 2,2% rispettivamente) negli anni più recenti tale rapporto si è ampliato notevolmente. Questo fenomeno è da attribuirsi all'aumento di finanziamenti per attività non contabilizzate nel Pil connesse all'andamento del mercato immobiliare e ad operazioni di finanza straordinaria collegate spesso al perfezionamento di iniziative di fusioni e acquisizioni. Nell'ultimo anno l'indebolimento dell'attività economica ha di nuovo ridotto il differenziale tra le due grandezze (Pil e impieghi). Oltre a queste due circostanze, importante per la crescita dei prestiti si è rivelato anche il livello dei tassi di interesse: la loro discesa pressoché costante a partire dalla metà degli anni novanta, ha infatti indubbiamente contribuito a determinare un accrescimento della domanda di finanziamenti.

L'attività di raccolta registra in ottobre un ridimensionamento della crescita (6,6% rispetto a 7,1% di settembre) da attribuire in particolare alla decelerazione dei conti correnti (8,4% a/a), mentre per le obbligazioni bancarie continua il trend positivo (11,1%).

Il livello dei tassi attivi rimane pressoché invariato: 3 centesimi in più rispetto al mese di settembre, mentre i tassi passivi hanno registrato il valore minimo del 2002: 1,40%.





## UN NATALE ANTICIPATO

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

L'anemica reazione dei mercati alla mossa di Duisenberg, non riuscendo a produrre gli effetti desiderati, se non altro dimostra quanto fosse ormai abbondantemente "prezzata".

Oltreoceano, il ricambio ai vertici dell'amministrazione americana (da lungo tempo atteso) ha ripagato il bisogno diffuso di maggior credibilità e competenza nella gestione della delicata fase congiunturale riuscendo persino a compensare la negatività degli ultimi dati sul mercato del lavoro. Il mercato ha ripiegato approfittando del pretesto Irak - scontato già nei pesanti minimi di luglio - per smaltire l'eccesso di tossine (ipercomprato) accumulato durante la straordinaria corsa avviata il 9 ottobre scorso.

Più che legami tecnici in realtà, dopo una tale accelerazione è normale che il Toro si trovi ora a disagio, troppo sbilanciato in avanti, verso una ripresa tuttora opaca e non ancora definita nel quadro macroeconomico.

Non sono soltanto variabili tecniche o fondamentali ad impedire la corretta messa a fuoco del reale stato di forma della congiuntura, e ritardare la staffetta "Borsa - Economia".

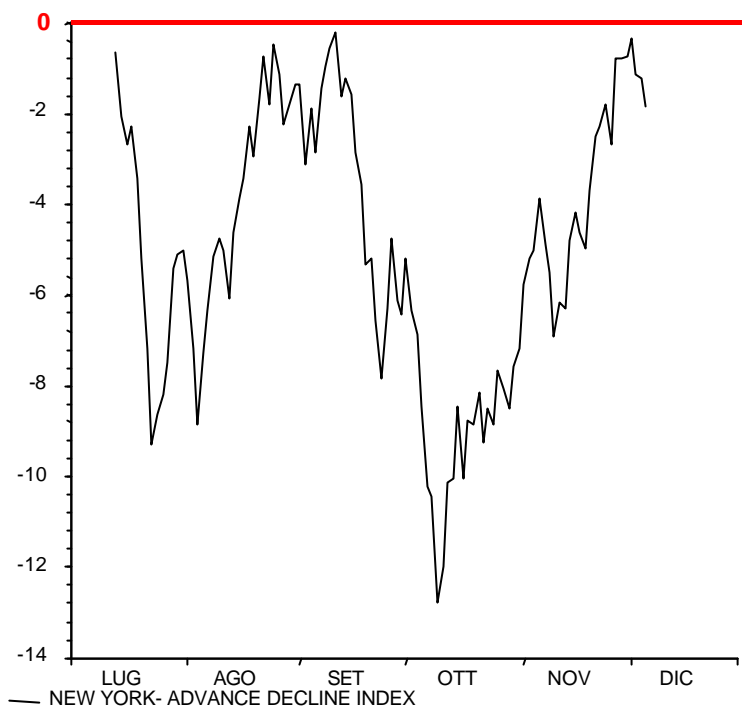
La *Corporate America* è sotto pressione per i profitti ma anche per il profondo rinnovamento nelle procedure di *governance* e *auditing*.

L'esigenza irrinunciabile di maggior trasparenza contabile non trova completo ascolto nelle nuove leggi anti-frodi (Sarbanes-Oxley).

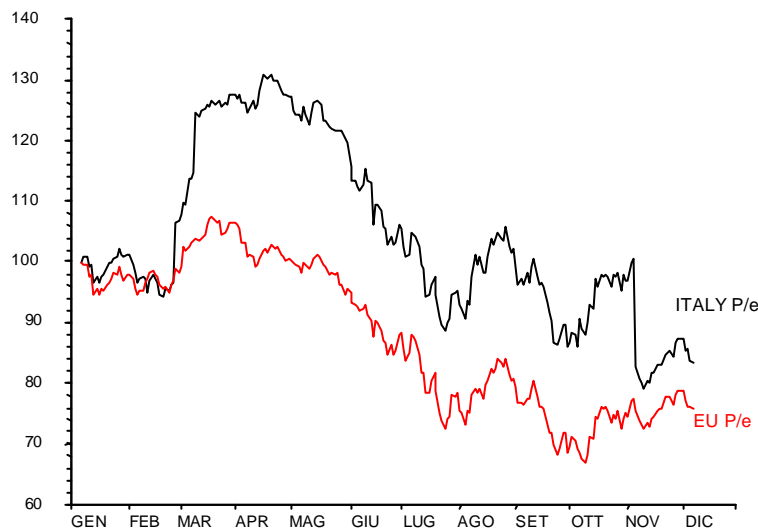
La stagione della manipolazione dei bilanci non è infatti ancora finita. Con il pretesto delle chiusure di fine anno, il *General Accounting Office* stima un notevole incremento della pratica di *restatement* dei bilanci aziendali (modifiche nella contabilizzazione degli utili) con oltre 260 imprese statunitensi coinvolte. L'A/D Index (*Advance/Decline*) è l'indice cumulativo di ampiezza del mercato, calcolato come somma algebrica dei titoli in rialzo e in ribasso. Fotografa quindi il reale coinvolgimento della maggioranza delle azioni ai movimenti di borsa.

Come si può notare dall'analisi nel primo grafico il *bull market* appare poco convinto e trova ancora molta resistenza in prossimità del livello neutrale (0), vero spartiacque tra mercato rialzista e ribassista.

A/D Index: bandiera bianca del Toro



Italia più cara della media europea



Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

	Dati storici				Variazioni percentuali						
	6/12/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.112	19.042	17.978	23.372	29.834	28.094	-4,9	0,7	-22,5	-39,3	-35,5
MIB 30	24.809	26.167	24.439	33.129	42.906	41.477	-5,2	1,5	-25,1	-42,2	-40,2
DOW JONES IND.	8.646	8.896	8.771	10.099	10.646	11.358	-2,8	-1,4	-14,4	-18,8	-23,9
NASDAQ	1.422	1.479	1.419	2.054	2.292	4.131	-3,8	0,2	-30,8	-37,9	-65,6
STANDARD & POOR'S	912	936	924	1.167	1.283	1.455	-2,6	-1,2	-21,8	-28,9	-37,3
NIKKEI 225	8.863	9.216	8.953	10.857	13.786	18.934	-3,8	-1,0	-18,4	-35,7	-53,2
FTSE100	4.013	4.169	4.104	5.370	6.175	6.930	-3,7	-2,2	-25,3	-35,0	-42,1
CAC40	3.186	3.327	3.213	4.679	5.799	5.917	-4,2	-0,8	-31,9	-45,1	-46,2
DAX30	3.208	3.320	3.299	5.271	6.290	6.751	-3,4	-2,8	-39,2	-49,0	-52,5
MADRID	672	694	660	865	879	1.012	-3,2	1,8	-22,3	-23,5	-33,6
SINGAPORE	1.366	1.392	1.448	1.618	1.896	2.583	-1,9	-5,7	-15,6	-28,0	-47,1
HONG KONG	9.974	10.070	9.774	11.746	14.870	17.370	-1,0	2,0	-15,1	-32,9	-42,6
DJ EURO STOXX50	2.532	2.657	2.578	3.829	4.702	4.849	-4,7	-1,8	-33,9	-46,2	-47,8
MSCI WORLD	810	833	820	1.023	1.202	1.422	-2,8	-1,2	-20,8	-32,6	-43,0
MSCI EMU	131	137	132	192	233	243	-4,6	-1,0	-31,9	-43,8	-46,1
MSCI FAR EAST	1.593	1.663	1.647	1.938	2.572	3.605	-4,2	-3,3	-17,8	-38,0	-55,8
MSCI NORTH AMERICA	915	939	927	1.177	1.302	1.525	-2,5	-1,2	-22,2	-29,7	-40,0