

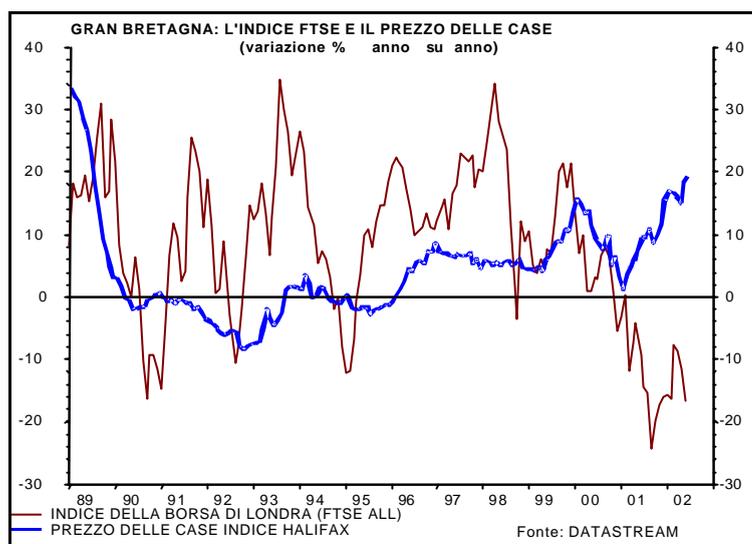
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

17 luglio 2002
n. 7 - 2002

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

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187Roma
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



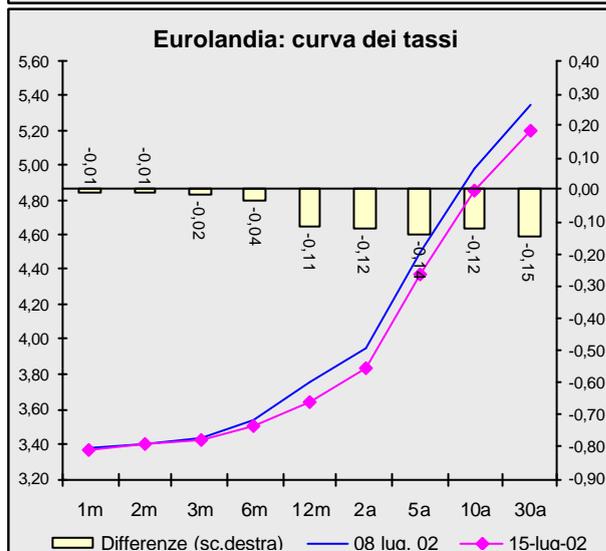
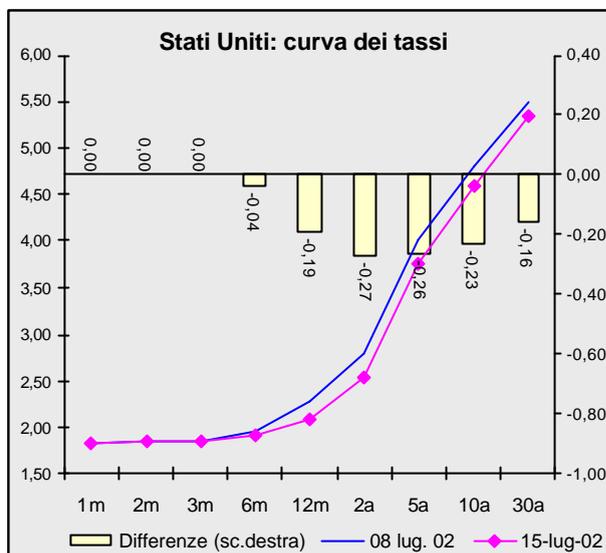
- ✓ Il deficit di credibilità accusato dalla *governance* delle grandi imprese americane continua ad alimentare un surplus di incertezze sui mercati. Come reazione, nello scenario si consolida la prospettiva di tassi stabili da parte di Fed e BCE e di un cambio dell'euro intorno alla parità contro dollaro.
- ✓ Diversamente da USA e UEM, il Regno Unito rischia ancora un aumento dei tassi a breve da parte della *Bank of England*. Lo potrebbero richiedere il frenetico aumento dei prezzi dell'immobiliare e l'indebitamento delle famiglie.
- ✓ Cambiano le abitudini alimentari degli italiani. Cresce (tranne che al Sud) la prassi di consumare un pasto fuori casa. Si ridimensionano le quantità di beni alimentari consumate, specie dai *singles*. I nostri vicini europei si confermano come i maggiori acquirenti di cibi e bevande *made in Italy*.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- A fronte del persistente malessere del *corporate* americano, messo a dura a prova da una serie di irregolarità contabili, si complica la posizione dei consumatori. Il crollo dell'indice preliminare dell'Università di Michigan a 86,5 di luglio dal precedente 92,4 segna il secondo calo consecutivo e lo riporta sui poco rassicuranti livelli di fine 2001. Il diffuso deterioramento del clima di fiducia dei consumatori nasce dalla mancanza di segnali di un trasferimento della ripresa sul mondo del lavoro e dal deciso calo dei corsi azionari che amplificano la sensazione di aver perso ricchezza. Il tasso di disoccupazione salito al 5,9% in giugno sembra proiettato oltre il 6% dagli annunci di licenziamenti che emergono soprattutto dal settore delle telecomunicazioni. Il consumatore americano ha comunque importanti alleati: gli alleggerimenti fiscali, il rallentamento dell'inflazione, i tassi a breve posizionati sui livelli minimi degli ultimi quaranta anni, i bassi tassi sui mutui ipotecari che risentono del calo dei rendimenti sui titoli del Tesoro a lungo termine. Nonostante le crescenti incertezze, continueremo a ritenere che i consumatori americani non sottrarranno completamente il loro sostegno al ciclo. Il ritmo dei loro acquisti è destinato però a rallentare rispetto all'incremento segnalato dai trimestri precedenti e dalle vendite al dettaglio di giugno. La Fed probabilmente lascerà i saggi guida invariati nel resto del 2002, complice l'assenza d'inflazione, in attesa di un recupero convincente degli investimenti che potrebbe materializzarsi verso fine anno.
- Sempre più improbabile sembra anche una manovra restrittiva della Bce nel 2002 a fronte di una congiuntura persistentemente fiacca, di un'inflazione che in giugno dovrebbe confermarsi sotto il 2% e di un euro che ha riguadagnato la parità con il dollaro.



Previsioni	dato storico 15/07/02	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	116	118	120	121	125
dollaro-euro	1,005	1,000	1,020	1,030	1,000
yen-euro	117	118	122	125	125
sterlina-euro	0,642	0,641	0,654	0,662	0,651
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,85	1,90	2,00	2,20	3,00
euro	3,43	3,45	3,50	3,75	4,25
yen	0,06	0,07	0,07	0,09	0,12
sterlina	4,09	4,10	4,30	4,55	5,05
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,58	4,80	5,10	5,40	5,70
Germania	4,84	4,95	5,05	5,30	5,60
Giappone	1,27	1,28	1,30	1,40	1,45
Italia	5,08	5,18	5,28	5,52	5,82
Gran Bretagna	4,91	5,00	5,20	5,50	5,75

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	111,4	111,3	111,3	111,6	111,8	111,9	112,0	111,3
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	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,1	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	1,7	1,9	2,0	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2
2003	2,1	2,1	1,8	1,7	1,9	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	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	118,7	118,7	118,6	118,7	118,9	119,1	119,2	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	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
2003	0,4	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	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
2003	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

(per Usa)

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

(per Euro-12)

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

(per Italia)

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

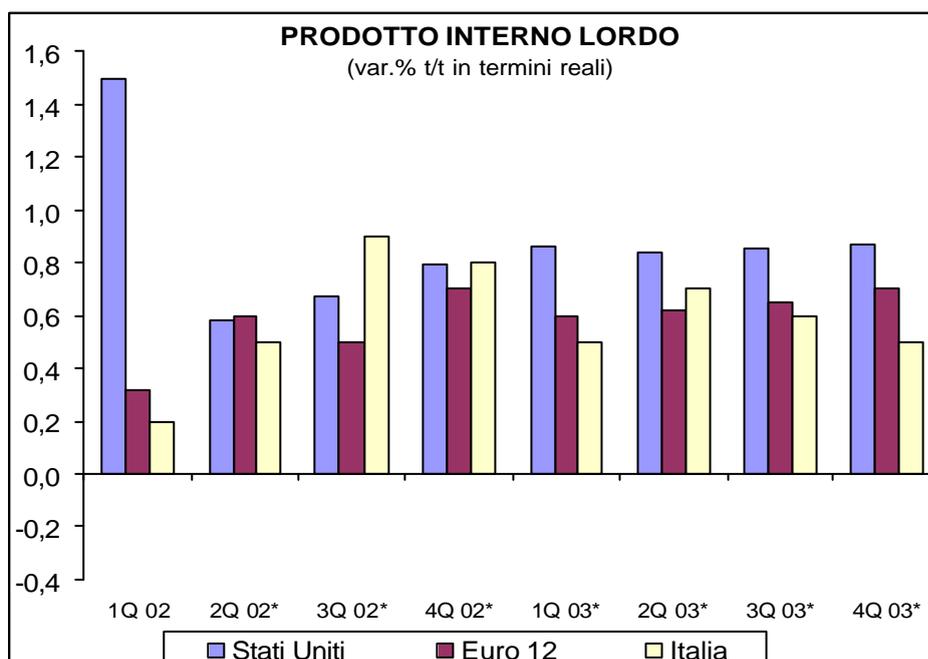
AREA EURO

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

ITALIA

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

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



LA BOE SI APPRESTA A SGONFIARE IL "BOOM" DELL'IMMOBILIARE

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

- La Bank of England è nella difficile situazione di dover alzare i tassi di interesse prima della Fed e della Bce a causa del suo obiettivo di lungo termine per l'inflazione e del rischio di una "bolla" sul mercato immobiliare.
- Il rialzo potrebbe tuttavia non essere immediato perché nel breve l'inflazione è ancora in discesa e sussistono incertezze circa lo scenario economico e finanziario internazionale.
- Il deprezzamento della sterlina sull'euro non ha risolto l'intreccio tra una debole domanda estera e una forte domanda interna. La crescita dei consumi resta devata anche a causa del frenetico rialzo del valore delle abitazioni e dell'aumento dell'indebitamento delle famiglie, salito in modo preoccupante negli ultimi anni.

La Banca d'Inghilterra rischia lo strabismo nel seguire i fattori che influenzeranno le scelte di politica monetaria. Puntano tutti in direzioni diverse.

Tuttavia è probabile che il rispetto dell'obiettivo di lungo termine per l'inflazione e la necessità di evitare il formarsi di una "bolla" sul mercato immobiliare, analoga a quella della seconda metà degli '80, la portino ad alzare entro l'autunno il tasso guida di 25 punti base, al 4,25%, con largo anticipo rispetto ad analoghe mosse da parte della Fed e della Bce.

Il deprezzamento della sterlina nei confronti dell'euro (-4% da fine febbraio) che restituisce in parte competitività alle esportazioni inglesi, per il 50% destinate a Eurolandia, e l'effetto ricchezza negativo prodotto dal continuo calo delle quotazioni di Borsa avrebbero dovuto contribuire a ridurre quell'intreccio tra domanda estera e domanda interna che ha portato a un forte aumento del disavanzo delle partite correnti e dell'indebitamento delle famiglie. Di fatto, mentre il miglioramento della domanda estera potrebbe non essere duraturo a causa delle incertezze circa la ripresa economica mondiale, l'esuberanza dei consumi persiste.

I consumi privati hanno continuato a crescere ad un ritmo ampiamente superiore al 3% a seguito della discesa dell'inflazione, del buon andamento delle retribuzioni e dell'occupazione, e, soprattutto, dei bassi tassi di interesse e del forte aumento del valore delle case che favoriscono l'indebitamento delle famiglie. L'aumento frenetico del prezzo delle case evoca la "bolla" immobiliare della seconda metà degli anni ottanta che nel 1989 esplose causando la rovina di molte famiglie per le quali il mutuo era diventato superiore al valore della casa, mentre il servizio del debito raggiungeva livelli insostenibili. L'aumento del prezzo delle case è accelerato nell'ultimo anno e mezzo fino a toccare in giugno una crescita del 19,8% anno su anno. L'indebitamento delle famiglie ha toccato un massimo di circa il 120% del reddito disponibile, dal 105% nel 1997, ricreando quelle condizioni di rischio che avevano portato allo scoppio della "bolla" immobiliare della fine degli anni ottanta.

Per adesso il fenomeno può essere considerato un "boom" piuttosto che una "bolla". Il governatore della Banca d'Inghilterra ha, tuttavia, più volte richiamato l'attenzione sulla necessità di riportare sotto controllo la crescita dell'indebitamento e dei consumi delle famiglie, e quindi indirettamente anche la dinamica dei prezzi del settore immobiliare. A fronte del vivace aumento del prezzo delle case e del basso livello dei tassi sui mutui ipotecari (ai minimi degli ultimi 40 anni), le famiglie inglesi hanno fatto anche questa volta ampio ricorso a nuovi mutui e al rifinanziamento di quelli in essere, ampliandone l'importo e liberando così liquidità da destinare ai consumi. La quota di fondi addizionali, sia pure in rapida espansione, ha toccato il 4% del reddito disponibile, contro l'8% alla fine degli anni ottanta. Anche il servizio del debito è meno pesante rispetto ad allora grazie al basso livello dei tassi, essendo il pagamento per interessi in media pari all'8% del reddito disponibile, contro il 15% del 1990. Infine il rapporto medio tra prezzo delle case e reddito resta per adesso inferiore, a conferma che la crisi non è forse imminente. La domanda di case è tuttavia molto elevata e destinata a creare ulteriori spinte al rialzo sui prezzi. Risulta in parte alimentata dai capitali in uscita dalle Borse e dai *corporate bonds*. La disponibilità di mutui ipotecari a basso costo ha favorito anche il "buy to let", ossia l'acquisto di case con il solo scopo di affitarle. Queste operazioni sono cresciute di ben cinque volte dal 1998, pur restando nel complesso ancora relativamente contenute, visto che il loro ammontare rappresenta l'1,5% dei mutui ipotecari in essere.

Grazie all'aumento del valore delle case, il forte calo delle quotazioni di Borsa registrato dal marzo 2000 non sembra aver frenato i consumi privati, se si eccettua un modesto effetto negativo nel 2000. Secondo un recente studio della Fed, un calo delle quotazioni azionarie del 10% comporterebbe in Gran Bretagna un rallentamento della crescita della spesa delle famiglie dello 0,8%, inferiore quindi all'accelerazione prodotta da un aumento del 10% del prezzo delle case (+1,0%/1,2%). Nel corso dei primi sei mesi di quest'anno, quando la Borsa di Londra ha perso il 7,2% e il prezzo delle case è aumentato dell'11%, l'effetto netto sui consumi sarebbe stato positivo e pari a +0,6 punti percentuali.

Riguardo all'inflazione, la marcata discesa registrata in maggio (all'1,8% a/a dal 2,3% di aprile, per l'indice Rpix) non deve trarre in inganno. Potrebbe, infatti, risultare transitoria perché dovuta a un effetto base positivo riconducibile al ribasso dei prezzi degli alimentari e del petrolio rispetto ai forti aumenti di un anno prima. Nell'Inflation Report di agosto la Banca centrale potrebbe infatti riconfermare la prospettiva di un'inflazione superiore all'obiettivo del 2,5% nel corso dei prossimi due anni. Il rischio di un surriscaldamento dei prezzi sul mercato immobiliare e di un'ulteriore crescita dell'indebitamento delle famiglie contribuisce ad alimentare questo scenario, rendendo necessario un rialzo dei tassi nel breve termine. La Banca centrale potrebbe tuttavia non agire il 5 agosto prossimo in attesa di schiarite sullo scenario internazionale e nei mercati finanziari, ma anche perché i prezzi al dettaglio per il mese di giugno sono attesi in ulteriore, temporaneo rallentamento.



MERCATI SCETTICI SUL BRASILE

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

- Un tasso di crescita previsto intorno al 2%. Un'inflazione al 5,5% e un deficit delle partite correnti prossimo al 5%. Sono questi i numeri del Brasile per il 2002. Negli ultimi mesi, l'economia sembra essere entrata in crisi per l'incertezza seminata nei mercati finanziari dalle maggiori case di *rating* sulla base dei timori che il candidato Lula da Silva, qualora risultasse vincitore, possa avviare un indiscriminato programma di aumento della spesa pubblica.
- Lo *spread* EMBI + relativo ai *bonds* brasiliani, dopo aver superato a fine giugno i 1700 *basis points* si è assestato intorno ai 1500. Il Fondo Monetario Internazionale ha precisato che non esistono allo stato attuale necessità di varare pacchetti di misure di salvataggio nei confronti del Brasile essendo gli attuali problemi finanziari gestibili secondo strumenti ordinari.
- La vulnerabilità dal lato sia della bilancia dei pagamenti sia dei conti pubblici rappresenta una criticità per il Brasile. Sarà compito dei *policy makers* riuscire ad evitare un significativo rallentamento dell'economia nella seconda parte dell'anno attraverso una equilibrata quanto avveduta conduzione della politica fiscale e monetaria.

BRASILE				
	2000	2001	2002*	2003*
Popolazione (milioni)	166,7	169,0	171,4	173,8
Pil pro capite (in US\$)	3.571	3.000	3.120	3350
Pil (var. % annua)	4,4	1,6	1,8	3,2
Saldo delle partite correnti (in % Pil)	-4,8	-4,2	-4,8	-3,9
Prezzi al consumo (var. %)	7,0	6,7	5,5	5,0
Cambio contro US\$ (media annua)	1,83	2,38	2,60	2,70

(*) previsione

Fonte: IIF e ns. previsioni

L'avvicinarsi delle elezioni presidenziali in Brasile costituisce motivo di forti preoccupazioni per gli investitori. I mercati temono la vittoria del candidato di opposizione Lula da Silva, convinti del fatto che questi cercherà di accelerare la crescita del paese a spese del deficit di bilancio, che nel 2002 è previsto attestarsi intorno al 5% del Pil. Un livello assai elevato, se si considera che la sola spesa per interessi rappresenta il 9% del Pil e che per mantenere un avanzo primario del 4% è necessaria una politica fiscale fortemente restrittiva. La decisione di *Moody's* e di *Standard & Poor's* di declassare il *rating* a lungo termine ha scatenato non poca turbolenza sui *bonds* brasiliani, il cui *spread* nei confronti dei titoli di Stato Usa in tre mesi è più che raddoppiato e in giugno ha superato i 1700 *basis points*, avvicinandosi alla soglia dei 1800 punti base superata solo nel 1999 durante la drammatica svalutazione del *real*. A metà luglio lo *spread* si è riassetato poco oltre i 1500 *basis points*, dopo che il Fondo monetario internazionale ha precisato che non esistono allo stato attuale necessità di varare pacchetti di misure di salvataggio nei confronti del paese essendo gli attuali problemi finanziari del Brasile gestibili nella normalità.

Dal lato dell'economia reale, i fondamentali del paese restano abbastanza soddisfacenti. Il rallentamento sperimentato nel 2001 è stato una conseguenza di forti e improvvisi *shocks* sia interni che esterni al paese come la più grave crisi idrica degli ultimi tre quarti di secolo e i tragici eventi dell'11 settembre negli Stati Uniti. Nel 2002, la crescita del Pil è prevista attestarsi tra l'1,5 e il 2%, per portarsi intorno al 3% nel 2003. La crescita potrebbe essere sostenuta anche dall'eccezionale raccolto di caffè: si stima un volume record di 45 milioni di sacchi pari al 40% dell'intera produzione mondiale, ottenuto con l'introduzione di importanti innovazioni di processo e la messa a coltura di aree marginali verso la fine degli anni Novanta. Resta tuttavia critica la posizione finanziaria estera, con un *deficit* di parte corrente stimato per quest'anno intorno al 5% del Pil. Il consistente *deficit* esterno, unitamente alla caduta degli investimenti di portafoglio degli ultimi mesi, ha reso più difficile per il Brasile il reperimento di finanziamenti esteri. Questo, insieme alla grande incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali di ottobre, sta nuovamente indebolendo il *real*, creando qualche problema al contenimento dell'inflazione, prevista quest'anno collocarsi al di sopra del *target* programmato, intorno al 5,5%.

Il Brasile ha finora fatto fronte al drammatico evolversi della crisi argentina e alle forti pressioni sul *real* attraverso una severa politica monetaria attuata dalle Banca centrale, che nel corso del 2001 ha alzato ben cinque volte il tasso di riferimento, che attualmente è posizionato al 18,50%. Il cambio, dopo essere risalito a 2,20 nei confronti del dollaro nei primi mesi dell'anno, ha perso nuovamente terreno e attualmente è posizionato intorno a 2,80. La politica monetaria, soprattutto a causa di probabili nuove pressioni sul cambio, dovrebbe mantenersi piuttosto rigida.

Le elezioni presidenziali di ottobre stanno ritardando il processo di riforme strutturali in materia fiscale, *in primis* la riforma delle pensioni, necessaria anche per risanare un debito pubblico che a fine 2001 era pari a oltre 370 miliardi di dollari (56% del Pil), di cui oltre un quarto nei confronti di investitori esteri. In definitiva, la vulnerabilità dal lato sia della bilancia dei pagamenti sia dei conti pubblici rappresenta una criticità per il Brasile. Sarà compito delicato dei *policy makers* riuscire ad evitare un significativo rallentamento dell'economia nella seconda parte dell'anno in corso attraverso una equilibrata quanto avveduta conduzione della politica fiscale e monetaria.

IL PIATTO DEGLI ITALIANI

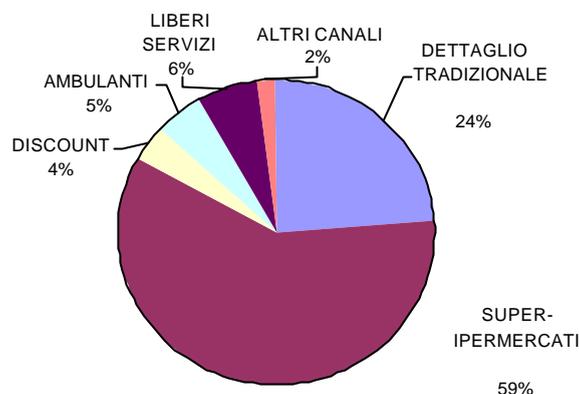
S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

- Dopo un 2001 stazionario nel primo trimestre 2002 il settore alimentare registra una flessione nei livelli produttivi. Il calo dei consumi di alcuni prodotti risulta comunque un fisiologico ritorno a un trend normale, dopo la crescita eccessiva della fine degli anni novanta.
- Il cambio di abitudini alimentari (dovuto in larga misura alla crescente prassi di consumare almeno un pasto fuori casa) ha determinato un notevole calo dei consumi alimentari domestici in termini di quantità e una ridefinizione dei “gusti” degli italiani.
- Nel prossimo futuro la domanda crescente di prodotti di qualità dovrebbe favorire le imprese alimentari italiane.

Il 2001 si è chiuso per il settore alimentare con una crescita nulla della produzione (-0,1%), dopo un biennio piuttosto favorevole. Il 2002 non sembra aver aperto sotto migliori auspici: nel corso del primo trimestre, infatti, la produzione di beni alimentari è scesa quasi dell'1% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il calo appare imputabile a una serie di fattori “fisiologici”, tra cui il ridimensionamento del consumo di alcuni prodotti (in particolare surgelati, gelati, bevande dissetanti e acqua minerale) che nel corso degli anni passati sono stati oggetto di una intensa campagna di marketing che ne ha rinnovato non solo il gusto ma anche l'immagine (nuovi format, packaging, ecc).

Nel corso degli ultimi anni le abitudini alimentari degli italiani sono andate gradualmente modificandosi. In particolare, la crescente tendenza a consumare i pasti principali fuori casa ha portato a una riduzione degli acquisti domestici di prodotti alimentari e a una ricomposizione delle principali voci di spesa del paniere alimentare delle famiglie. Da recenti indagini risulta che i beni ad essere principalmente penalizzati nei volumi di acquisto sono stati: vini - 8,6% a/a nel 2001, zucchero, sale, caffè e the (-5,9%) pane, cereali e derivati (-4,7%) e ortofrutta (-4,4%). A seguito di tale fenomeno, il bilancio domestico alimentare nazionale viene diretto per due terzi all'acquisto di carne e derivati e uova (che pesano per il 24,4% della spesa), ortofrutta (17,8%, a causa dell'aumento dei prezzi di questi prodotti che ha compensato la riduzione dei volumi acquistati) e latte e derivati (17%), seguono pesce, bevande e alcolici, pane e cereali e derivati. Il calo dei consumi domestici si distribuisce in modo uniforme su tutto il territorio nazionale, con l'eccezione del Sud, dove la contrazione è molto contenuta (-0,5%). I *singles* sono la categoria che ha maggiormente ridotto le quantità di beni alimentari acquistate (-7,7% a/a nel 2001), seguiti dalle famiglie numerose (5 o più componenti) (-3,8%). Con riferimento all'età del responsabile degli acquisti, riduzioni più consistenti delle quantità consumate riguardano le fasce di età medie (meno di 34 anni e tra 35 e 44); praticamente nulla è invece la contrazione nella domanda degli anziani. Relativamente al canale distributivo, le famiglie italiane nel 2001 hanno mostrato una crescente disaffezione per il dettaglio tradizionale e per i Discount (per i quali si è registrato un calo del fatturato), mentre sembra in crescita l'apprezzamento per canali come i superipermercati, i liberi servizi e gli ambulanti. La domanda estera di prodotti alimentari italiani, nel primo trimestre 2002 è cresciuta ad un ritmo superiore a quella interna. Le esportazioni hanno infatti registrato un incremento pari al 5%; in forte crescita il valore delle esportazioni di bovini (+53% circa rispetto allo stesso periodo del 2001), uova (+114%), oli (quello di oliva, in particolare, viene particolarmente apprezzato in Giappone, che ne acquista dall'Italia oltre il 60% del totale importato) e ortaggi freschi e vini (cresciuti del 6,6% nonostante un calo delle quantità dello 0,5%). In calo le esportazioni di suini e latte e derivati. I paesi dell'area dell'euro si confermano principali destinatari dei prodotti alimentari italiani (65% circa delle vendite complessive nel 2001), anche se nel primo trimestre 2002 i flussi diretti all'interno della Ue hanno complessivamente registrato un aumento inferiore a quello complessivo (+3,3%), e accumulato un deficit di 1145 milioni di euro. Le importazioni, nello stesso periodo risultano aumentate dell'1,8%, in forte aumento il valore di quelle di bovini (+67%), oli (in particolare di semi) e ortaggi freschi. Nella media 2002 il settore dovrebbe registrare una crescita media annua non superiore all'1%. Nel prossimo biennio, tuttavia, la crescita dovrebbe risultare più consistente. Pur trattandosi infatti di un settore maturo (non suscettibile quindi di elevati tassi di sviluppo), la maggiore attenzione posta dai consumatori (italiani ed esteri) alla qualità dei prodotti (anche come riflesso dei recenti problemi attraversati dal settore) dovrebbe favorire i produttori italiani. L'aumento della domanda, in particolare di quella estera, potrebbe tuttavia trovare una strozzatura nella mancanza di una adeguata rete distributiva dei prodotti italiani e dalla piccola dimensione della maggior parte delle imprese del nostro paese.

LA SPESA DOMESTICA PER CANALE DISTRIBUTIVO (in %)



DINAMICA DEGLI ACQUISTI DOMESTICI (DICEMBRE 2001/DICEMBRE 2000)

	quantità	valore
Totale spesa alimentare	-3,3	1,3
pasta e riso	-3,0	0,6
carne e derivati	-2,4	-1,2
latte e derivati	-2,8	3,4
pesce	-1,2	3,5
ortofrutta	-4,4	2,9
pane, cereali e derivati	-4,7	-2,2
oli e grassi	-3,2	1,8
biscotti e dolci	-1,6	1,7
zucchero, sale, caffè the	-5,9	-0,5
bevande e alcolici	-2,4	4,3
vini	-8,6	2,7

Fonte: ISMEA. AC Nielsen

TLC: LARGO ALLA BANDA

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

- Lo scenario di "corsa all'oro" che ha caratterizzato il mercato delle telecomunicazioni - con forte richiesta di servizi e opportunità di business per tutti - sta cedendo il passo a una nuova era in cui la protagonista sarà la banda larga. Elemento questo indispensabile per consentire all'Italia di recuperare il gap nell'Ict con gli altri paesi industrializzati e risollevarla dal fondo della classifica dell'Information Society Index (il nostro paese è al 23° posto su 25).
- Il sostegno dei margini e della profittabilità delle aziende dipenderà dal successo dei servizi a banda larga a maggiore valore aggiunto. I "servizi vincenti" potranno essere più d'uno: nel segmento della clientela aziendale, quelli a maggiore potenziale appaiono il telelavoro e il lavoro collaborativo, l'e-learning, la videoconferenza, mentre nella clientela residenziale sarà trainante l'entertainment (giochi, scommesse interattive) e il video on demand.

TELECOMUNICAZIONI: SERVIZI			
	2001	2002*	2003**
Dinamica del mercato (var. % annue)			
Produzione (a prezzi costanti)	11,2	9,3	12,1
Fatturato	10,1	8,8	11,9
Costi e prezzi (var % annue)			
Costo del lavoro	-1,0	0,6	0,5
Costi operativi totali	0,5	1,0	1,5
Prezzi alla produzione	1,8	1,8	2,0
Indicatori economici e di redditività			
Mol (in % della produzione)	36,3	36,2	37,2
Utile netto rettificato	14,0	14,2	15,8
ROI	16,4	16,3	17,3
ROE	16,4	16,4	18,6
I flussi finanziari (in % della produzione)			
Fabbisogni			
Investimenti fissi	25,7	28,4	30,2
Var. Circolante commerciale	-1,3	-0,9	-0,6
Fonti			
Cash flow in % della produzione	32,6	33,0	34,8
Variaz. debiti finanziari netti	-7,6	-5,3	-2,4
Altre fonti nette	-0,5	-0,2	-2,7
(*) stima (**) previsione			

Fonte: ISTAT, Centrale dei bilanci, Prometeia

La positiva dinamica delle telecomunicazioni nel 2001 (40,025 milioni di euro con un aumento su base annua dell'8,5%) ha tuttavia mostrato un rallentamento dopo anni di crescita sostenuta. Il primo trimestre 2002 si è aperto all'insegna di questo nuovo ritmo di sviluppo. L'aumento registrato su base annua è stato dell'1,1%, (nello stesso periodo del 2000 era stato dell'8,5%). I servizi hanno offerto il maggior contributo alla relativa tenuta delle telecomunicazioni nel 2001; questi, pur perdendo 2 punti percentuali di crescita rispetto all'anno precedente, hanno espresso un aumento del 9,3%. Appare sempre più rilevante il peso della telefonia mobile che ormai esprime il 46,5% del mercato complessivo delle telecomunicazioni (apparati e servizi) contro il 43,5% nel 2000 e il 39,8 nel 1999. Continua ad aumentare il numero di linee attive giunte ad oltre 51 milioni, con una crescita su base annua del 21% (83,8% delle quali a scheda prepagata), contro un incremento della telefonia fissa di solo il 2,6%. A livello mondiale, i tre quarti degli utenti di telefonia mobile si concentrano tra Germania (19,4% di quota di mercato), Italia (17,6), Gran Bretagna (15,7), Francia (12,9) e Spagna (10,3). L'Italia, con l'89,7% di penetrazione del mercato, è, tra i principali paesi, il più maturo. La telefonia mobile, dopo i sostenuti tassi di crescita (25-30%) sperimentati negli ultimi anni, è entrata in una fase di rallentamento destinata a protrarsi in futuro per la diminuzione della spesa media per cliente derivante dalla riduzione dei prezzi, e per l'elevata penetrazione del mercato (85% nel 2001). Questo scenario è comune a tutti i paesi avanzati e gli operatori si trovano ad affrontare la contrazione del settore con riduzioni di costi e cessioni di "asset" non strategici. La profittabilità è in calo anche a causa degli ammortamenti degli importanti investimenti in infrastrutture di rete, dell'acquisizione delle licenze Umts e degli oneri d'integrazione delle aziende acquisite, investimenti che hanno anche contribuito a innalzare il livello d'indebitamento delle società. In questo scenario, lo sviluppo e la profittabilità del settore delle Tlc dipendono sempre più dal successo dei "servizi dati" e in particolare dai servizi a banda larga.

I servizi mobili basati su tecnologie 2,5 G e 3G (vale a dire di terza generazione, dopo l'analogico e il digitale Gsm) sono quelli che potrebbero supportare l'aumento del fatturato, il consolidamento e la successiva crescita della spesa media per cliente. In particolare, il sostegno dei margini e della profittabilità delle aziende dipenderà dal successo dei servizi a banda larga a maggiore valore aggiunto e non da quelli di pura connettività. I "servizi vincenti" potranno essere più d'uno. Nel segmento della clientela aziendale, quelli a maggiore potenziale appaiono il telelavoro e il lavoro collaborativo, l'e-learning, la videoconferenza, mentre nella clientela residenziale sarà trainante l'entertainment (giochi, scommesse interattive) e il video on demand. Sarà comunque fondamentale la capacità delle aziende di fare *bundling* (legare insieme più servizi) e *cross-selling* (alleanze per le vendite) per i servizi voce, di connettività e in generale a minore valore aggiunto.

Lo scenario di "corsa all'oro" caratterizzato dalla forte richiesta di servizi e opportunità di business per tutti sta dunque cedendo il passo a una nuova era in cui la protagonista sarà la banda larga, elemento indispensabile per consentire all'Italia di recuperare il gap nell'Ict con gli altri paesi industrializzati e risollevarla dal fondo della classifica dell'Information Society Index (il nostro paese è al 23° posto su 25). Posto "meritato" visto che su 3,5 milioni di piccole e medie aziende solo 200 mila hanno un collegamento in banda larga. Per ora sono più gli ostacoli che i successi alla sua applicazione che resta comunque limitata, in tecnologia Adsl, al mercato aziendale. Il segmento *consumer* costituisce ancora un mercato di nicchia anche per mancanza di una cultura informatica nelle famiglie. Secondo un recente sondaggio, la metà degli italiani non è pronta a utilizzare i nuovi servizi che gli operatori di telecomunicazioni si apprestano a lanciare sul mercato. Per la restante metà, il servizio più attraente sembra essere quello della gestione a distanza del conto corrente.

L'affermazione della banda larga potrebbe determinare in futuro due diversi scenari di mercato: uno dominato da un numero ristretto di aziende attivo in un settore ricco di servizi utili alla collettività e con buoni margini di redditività; l'altro, meno auspicabile, costituito da pochi operatori che si contenderanno un mercato di servizi tradizionali e a basso margine in uno scenario da guerra di trincea.

L'INGENUITÀ DEL TORO E LE VERTIGINI DA P/E

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

Nonostante il caldo l'Orso non abbandona la presa. Oltre 1.000 punti di caduta libera in una sola settimana e, malgrado gli evidenti tentativi esterni di sostegno, il Dow Jones rompe la diga degli 8.600 punti che finora lo aveva protetto da target ribassisti importanti, in sequenza 8.000 (minimi di settembre 2001 a 8.062), 7.500 e, più giù, 7.200 punti.

Nonostante l'analisi tecnica tenti di attivare leve di stimolo e seminare mine di reazione lungo il percorso discendente, i listini non riescono tuttavia a sostenere la pressione ribassista più molesta, quella di natura fondamentale.

E' inutile aggrapparsi a rigurgiti rialzisti di un Orso ingordo. Il monitoraggio dei livelli di Price earning testimonia l'incapacità del mercato di liberarsi degli eccessi valutativi ed alleggerire le prospettive di ripresa dall'ombra di bolle speculative.

Ai fini della corretta valutazione del mercato azionario l'impatto dei continui crolli di Borsa si rivela sostanzialmente nullo. Il P/e ne esce infatti integro e pienamente illeso, aggrappato a livelli vertiginosi, dove la media delle azioni dello Standard & Poor's continua a quotare 38 volte gli utili, quasi il doppio della media storica.

Una sopravvalutazione al riparo da facili giustificazioni di carattere macroeconomico, quali il livello crescente dei tassi d'interesse nel lungo periodo o la minor pressione inflazionistica.

Comunque, a spazzare qualsiasi dibattito (teorico) sulla sostenibilità o meno di alti valori di P/e basterebbe ricordare la dinamica stessa del parametro negli ultimi vent'anni (cfr. primo grafico) e riuscire quindi anche a considerare la possibilità per il multiplo non solo di scendere e riallinearsi ai valori mediani (20-25), ma anche e soprattutto di sperimentare finalmente la fascia inferiore del canale, vera garanzia di *bull market* e di inversione di tendenza.

Fino ad allora l'immagine del panorama borsistico non sarà mai perfettamente nitida, ma quanto mai tremolante.

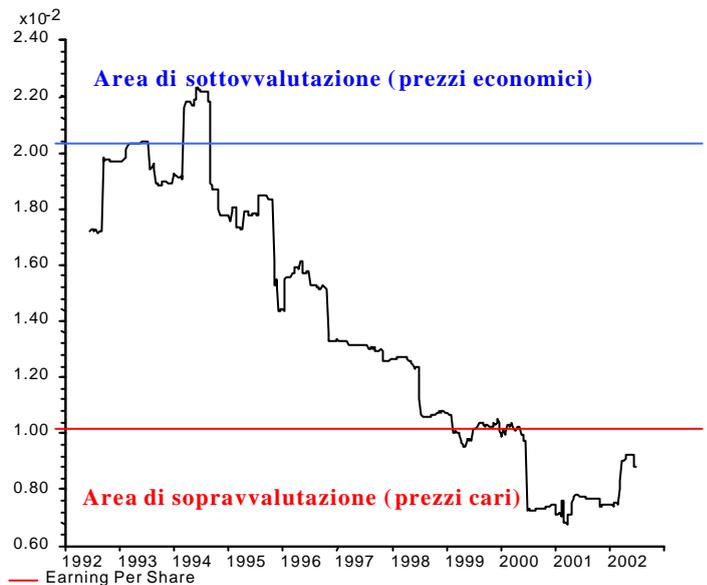
Perché per un mercato in cui il *driver* dei volumi continua ad essere affidato a mani speculative è più facile abbandonarsi all'incoerenza. Persistono infatti manciate ingenui e temerarie di "*speculative buy*" che tentano di disorientare temporaneamente il *trend* giornaliero restando comunque troppo isolate e poco convinte per poter intaccare l'orientamento ribassista di fondo.

Per fotografare nitidamente le forze in gioco è sempre sufficiente zoomare sui titoli a maggior capitalizzazione e aprirne la scatola nera tramite l'analisi dei cosiddetti *book*, cioè la "lista d'attesa" degli aspiranti compratori e venditori - una sorta di griglia di partenza dei pretendenti - il cui disarmante sbilanciamento a favore dell'offerta ("*ask size*") svela tutto il disinganno e il reale disinteresse degli investitori per l'attuale mercato azionario.

1. Price earning indifferente ai crolli



2. Italia: utile per azione ancora da bolla



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

	12/7/02	- 1 sett.	- 1 mese	Dati storici - 1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	Variazioni percentuali - 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	19.292	20.428	21.118	25.549	29.834	28.094	-5,6	-8,6	-24,5	-35,3	-31,3
MIB 30	26.246	28.078	28.738	36.234	42.906	41.477	-6,5	-8,7	-27,6	-38,8	-36,7
DOW JONES IND.	8.685	9.380	9.618	10.479	10.646	11.358	-7,4	-9,7	-17,1	-18,4	-23,5
NASDAQ	1.374	1.448	1.519	2.076	2.292	4.131	-5,2	-9,6	-33,8	-40,1	-66,8
STANDARD & POOR'S	921	989	1.020	1.208	1.283	1.455	-6,8	-9,7	-23,7	-28,2	-36,7
NIKKEI 225	10.601	10.826	11.327	12.408	13.786	18.934	-2,1	-6,4	-14,6	-23,1	-44,0
FTSE100	4.224	4.616	4.852	5.482	6.175	6.930	-8,5	-12,9	-22,9	-31,6	-39,0
CAC40	3.513	3.863	4.005	4.961	5.799	5.917	-9,1	-12,3	-29,2	-39,4	-40,6
DAX30	4.131	4.483	4.510	5.890	6.290	6.751	-7,9	-8,4	-29,9	-34,3	-38,8
MADRID	703	739	768	799	879	1.012	-4,9	-8,5	-11,9	-20,0	-30,5
SINGAPORE	1.614	1.642	1.646	1.673	1.896	2.583	-1,7	-1,9	-3,5	-14,9	-37,5
HONG KONG	10.648	10.806	11.148	12.660	14.870	17.370	-1,5	-4,5	-15,9	-28,4	-38,7
DJ EURO STOXX50	2.886	3.165	3.177	4.011	4.702	4.849	-8,8	-9,1	-28,0	-38,6	-40,5
MSCI WORLD	853	905	925	1.063	1.202	1.422	-5,7	-7,7	-19,7	-29,0	-40,0
MSCI EMU	148	161	164	201	233	243	-8,1	-9,9	-26,5	-36,7	-39,2
MSCI FAR EAST	1.983	1.974	1.986	2.269	2.572	3.605	0,4	-0,2	-12,6	-22,9	-45,0
MSCI NORTH AMERICA	924	990	1.024	1.225	1.302	1.525	-6,6	-9,7	-24,5	-29,0	-39,4

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 16 AL 22 LUGLIO)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 16	Giappone: incontro di politica monetaria della Banca del Giappone Stati Uniti: audizione sull'economia di Greenspan al Senate Banking Committee 📞 Canada: incontro di politica monetaria della Banca del Canada
Mercoledì 17	Regno Unito: verbali dell'incontro di politica monetaria del 3-4 luglio Giappone: rapporto economico mensile della Banca del Giappone Stati Uniti: audizione sull'economia di Greenspan alla commissione della House Financial Services

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 16	Italia	Prezzi al consumo (def.)	giugno	0,2% m/m; 2,3% a/a	0,1% m/m; 2,2% a/a
	Regno Unito	RPI-X	giugno	0,3% m/m; 1,8% a/a	0,1% m/m; 1,6% a/a
Mercoledì 17	Regno Unito	Tasso di disoccupazione	giugno	3,1%	3,1%
		Retribuzioni medie	maggio	3,3%	3,8%
	Area Euro	Prezzi al consumo armonizzati	giugno	0,1% m/m; 2,0% a/a	-0,1% m/m; 1,7% a/a
Giovedì 18	Francia	Bilancia delle partite correnti	maggio	1.226 mld di euro	2.000 mld di euro
	Area Euro	Produzione industriale	maggio	-0,5% m/m	-0,1% m/m
Venerdì 19	Italia	Nuovi ordini	maggio	8,3% a/a	3,5% a/a
		Fatturato nell'industria	maggio	-0,8% a/a	-1,6% a/a
		ISAE – Indice fiducia dei consumatori	luglio	117	117
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 16	Stati Uniti	Produzione industriale 📞	giugno	0,2% m/m	0,6% m/m
		Utilizzo capacità produttiva	giugno	75,5	76,0
Mercoledì 17	Stati Uniti	Nuovi cantieri (abitazioni)	giugno	1.733 mln	1.710 mln
Giovedì 18	Stati Uniti	Richieste di sussidio di disoccupazione	13 luglio	403.000	395.000
		Indicatore anticipatore	giugno	0,4% m/m	0,1% m/m
		Indice Fed di Philadelphia 📞	luglio	22,2	16,5
Venerdì 19	Stati Uniti	Prezzi al consumo	giugno	0,0% m/m	0,1% m/m
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.)	giugno	0,2% m/m	0,2% m/m
		Bilancia commerciale	maggio	-\$ 35,4 mld	-\$ 36,0 mld