

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

17 settembre 2002
n. 11 - 2002

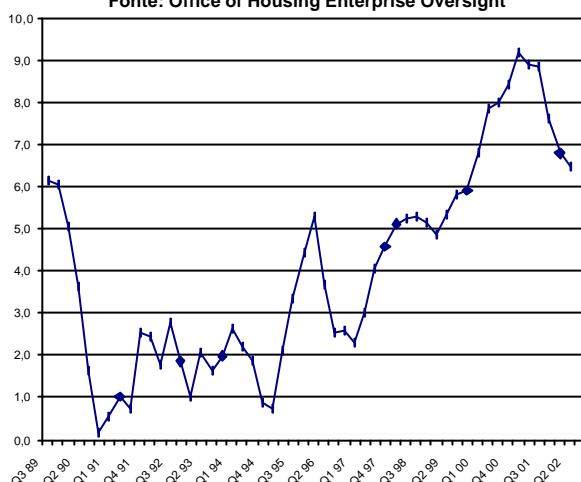
Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

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

USA: PREZZO DELLE CASE (var.% anno su anno)

Fonte: Office of Housing Enterprise Oversight



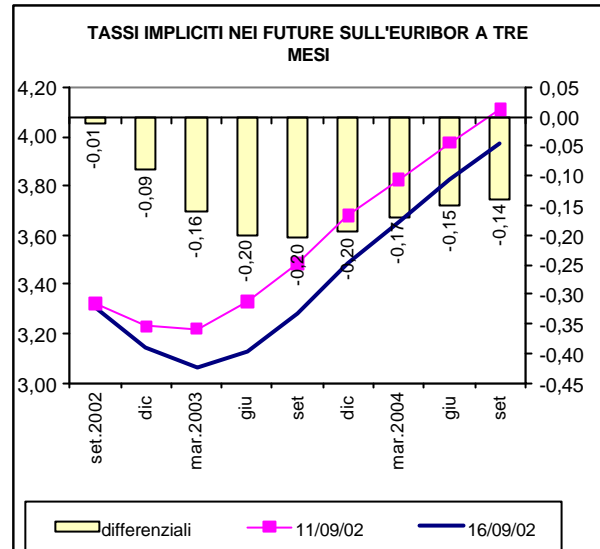
- ✓ **La crisi delle Borse mette sotto i riflettori i mercati immobiliari. Negli USA continua la fase di crescita dei prezzi delle case, ma non si avvertono concreti rischi di una "bolla" speculativa. Il valore degli immobili residenziali cresce al ritmo del 6-7% annuo, con una decelerazione rispetto alla punta del 9% sperimentata all'inizio del 2001. La felice congiuntura del mercato immobiliare si combina a un andamento dei mutui particolarmente conveniente per le famiglie americane. I tassi di interesse sono e, verosimilmente, rimarranno particolarmente bassi.**
- ✓ **Anche in Italia il mercato immobiliare continua in una fase di crescita sostenibile dei prezzi e delle compravendite. Non si avvertono pericoli di imminenti inversioni di tendenza. Il mercato si diversifica e si arricchisce di nuovi "segmenti": tra questi, le operazioni di compravendita della nuda proprietà di immobili potrebbero crescere di interesse anche in funzione dell'invecchiamento della popolazione e dell'aumento delle famiglie composte da un'unica generazione (persone sole o coppie senza figli).**

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- Negli Usa, il Beige Book dipinge un quadro meno roseo dell'economia. Gli indici di fiducia confermano che le famiglie sono sempre più preoccupate per il loro futuro a causa della disoccupazione, del calo della Borsa e delle crescenti tensioni internazionali. Ciononostante, i consumi privati e il settore dell'edilizia residenziale restano i maggiori fattori di stimolo della ripresa. Negli ultimi tre mesi le vendite al dettaglio hanno registrato un consistente incremento (+0,8% m/m in agosto) attribuibile a tutti i settori. I consumi traggono sostegno dal buon aumento del reddito disponibile, dagli incentivi per le auto e da una nuova ondata di rifinanziamenti sui mutui ipotecari, il cui effetto potrebbe farsi sentire anche nei prossimi mesi. In una situazione incerta, ma con una buona tenuta dei consumi, la Fed potrebbe scegliere di lasciare i saggi guida invariati al Fomc del 24 settembre.
- I tassi a lungo termine sui titoli del Tesoro Usa sono tornati sui minimi registrati nel 1963 (sotto il 4% per il T-note a 10 anni), non risentendo del peggioramento dei conti pubblici. La curva dei rendimenti si è così ulteriormente appiattita. Il calo dei tassi è imputabile ad una revisione al ribasso delle prospettive di crescita e di inflazione negli Stati Uniti ma anche e soprattutto a una crescente avversione al rischio a livello internazionale.
- I dati relativi a Eurolandia rilasciati la scorsa settimana hanno confermato la fiacca evoluzione della dinamica congiunturale. Tra le rilevazioni di maggior spicco figura l'andamento del Pil italiano e delle sue componenti nel secondo trimestre che ha evidenziato un incremento dello 0,2% sia congiunturale che tendenziale. La crescita congiunturale italiana è rimasta la più debole dei quattro paesi che maggiormente contribuiscono al Pil europeo (Germania, Francia, Italia e Spagna). I riflettori sono puntati sull'indice di fiducia dei consumatori (ISAE) di settembre che verrà comunicato giovedì 19.
- Come era nelle attese, la Banca centrale europea ha lasciato i saggi guida invariati alla riunione del 12 settembre, ma i toni usati durante la conferenza stampa sono sembrati più accomodanti di quanto emerso in passato. Infatti, i tassi impliciti nei future sull'Euribor a tre mesi hanno segnato un'immediata flessione. Il presidente della Bce Duisenberg ha confermato una posizione neutrale di politica monetaria, ma ha anche evidenziato una certa preoccupazione per la crescita economica che la Bce proietta su ritmi più fiacchi di quanto ipotizzava nei mesi scorsi. Duisenberg ha, infatti, precisato di non aspettarsi il ritorno della crescita del Pil verso il suo potenziale di lungo periodo prima del 2003. Dichiarandosi egualmente preoccupato per le prospettive inflazionistiche e di crescita, Duisenberg ha detto di essere soddisfatto perché i rischi sui prezzi sembrano essersi attenuati, ma di essere altresì insoddisfatto per la dinamica dello sviluppo rivelatasi inferiore alle attese. Prendendo atto del clima di conflittualità internazionale, il presidente della Bce si è spinto ad esplorare la possibilità di crescenti tensioni sui corsi petroliferi, precisando di non poter far nulla per contrastare un fenomeno di matrice esogena. Il tutto lascia trapelare un atteggiamento vigile in attesa di maggiori riscontri. In caso di una tenuta della dinamica della crescita sui fiacchi livelli della prima metà del 2002, come ipotizziamo nel nostro scenario di base in assenza di shock esogeni, riteniamo probabile un'invarianza dei saggi guida per il resto del 2002. Solo in presenza di un ulteriore deterioramento del quadro congiunturale crescerebbe la probabilità di un nuovo taglio da collocarsi nell'ultimo trimestre del 2002.
- Lo yen si è deprezzato nei confronti di tutte le principali valute (toccando quota 122 nei confronti del dollaro) sulla scia di dichiarazioni governative tese a deprimere il cambio per contrastare la deflazione.



Previsioni	dato storico 16/09/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	122	122	120	121	125
dollaro-euro	0,969	0,990	0,993	1,015	0,990
yen-euro	118	121	119	122	123
sterlina-euro	0,628	0,635	0,640	0,644	0,645
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,83	1,82	1,84	1,90	2,45
euro	3,32	3,35	3,45	3,55	3,78
yen	0,05	0,06	0,07	0,08	0,10
sterlina	3,99	4,05	4,15	4,35	4,85
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,93	4,10	4,50	4,75	5,20
Germania	4,38	4,50	4,70	4,95	5,12
Giappone	1,03	1,10	1,20	1,38	1,46
Italia	4,61	4,73	4,92	5,17	5,33
Gran Bretagna	4,46	4,60	4,80	5,10	5,33

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	111,5	111,3	111,4	111,6	111,8	111,9	112,0	111,3
2003	112,3	112,4	112,8	113,2	113,6	113,7	113,7	113,7	113,9	114	114,1	114,2	113,5
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	-0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2
2002	0,5	0,1	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,3	2,3	2,5	2,9	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,5
2002	2,7	2,4	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2
2003	2,0	2,0	1,7	1,6	1,8	2,0	2,2	2,1	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	102,0	102,3	102,9	103,4	103,5	102,4
2003	103,2	103,0	103,5	104,1	104,6	104,7	104,3	104,0	104,3	105,1	105,3	105,5	104,3
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,0	-0,5	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,7	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2
2003	-0,3	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,1	-0,4	-0,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,7
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,3
2003	2,1	2,2	1,8	1,7	1,9	1,8	1,6	2,0	2,0	2,1	1,8	1,9	1,9

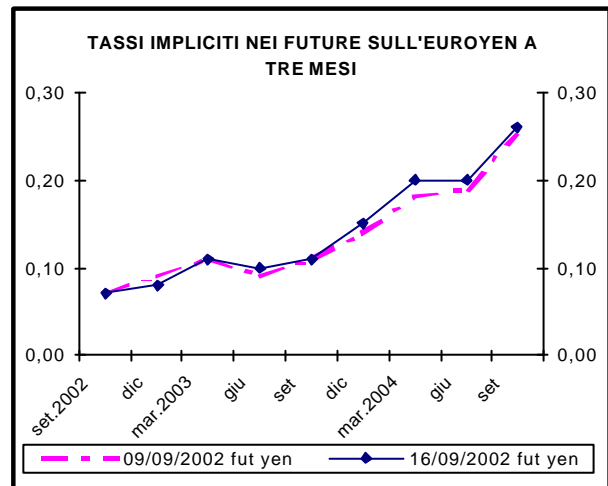
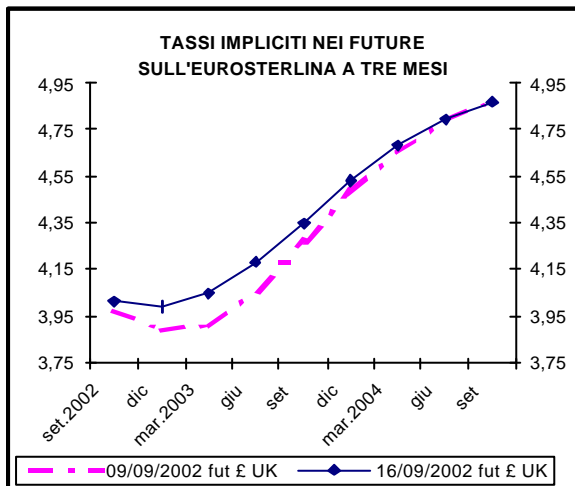
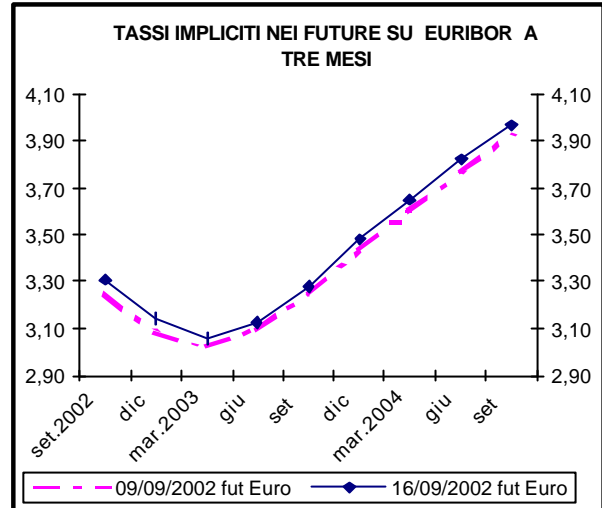
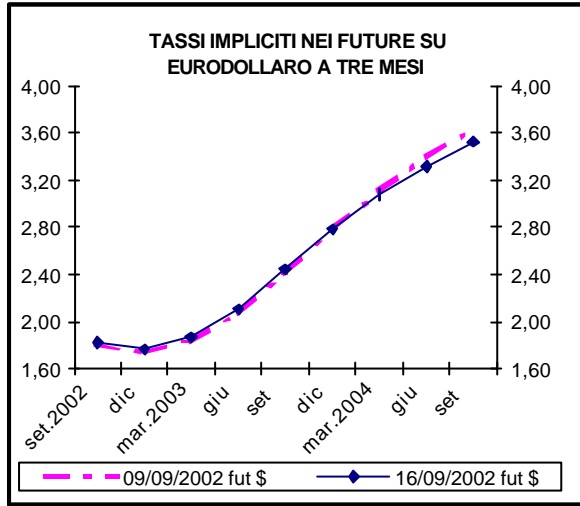
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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	119,1	119,2	119,3	119,4	118,7
2003	119,7	120,1	120,3	120,7	121,0	121,1	121,2	121,2	121,4	121,7	121,9	122,0	121,0
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,4	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	3,0	3,0	2,8	3,1	3,0	3,0	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,7
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3
2003	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,9	2,1	2,2	2,2	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. %			
	dell'euro contro le altre valute							
	13/9/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	
Dollaro USA-euro	0,981	0,992	0,980	1,179	-1,09	0,11	-16,79	
Dollaro canadese-euro	1,552	1,556	1,544	1,800	-0,24	0,56	-13,79	
Dollaro australiano-euro	1,779	1,822	1,822	1,910	-2,35	-2,33	-6,84	
Dollaro Nuova Zelanda-euro	2,064	2,117	2,124	2,223	-2,50	-2,86	-7,17	
Yen-euro	117,940	117,320	116,540	133,730	0,53	1,20	-11,81	
Yen-dollaro USA	121,660	118,510	118,250	111,650	2,66	2,88	8,97	
Franco svizzero-euro	1,468	1,459	1,464	1,617	0,61	0,24	-9,21	
Sterlina britannica-euro	0,629	0,633	0,639	0,711	-0,62	-1,64	-11,60	
Corona svedese-euro	9,248	9,226	9,259	9,470	0,24	-0,12	-2,35	
Corona danese-euro	7,426	7,426	7,428	7,450	0,01	-0,02	-0,32	
Corona norvegese-euro	7,359	7,354	7,450	8,855	0,07	-1,21	-16,89	
Tallero sloveno-euro	228,040	227,828	227,315	189,045	0,09	0,32	20,63	
Zloty polacco-euro	4,083	4,127	4,102	4,071	-1,07	-0,45	0,29	
Corona ungherese euro	243,810	244,880	245,110	251,480	-0,44	-0,53	-3,05	

Fonte: Datastream

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

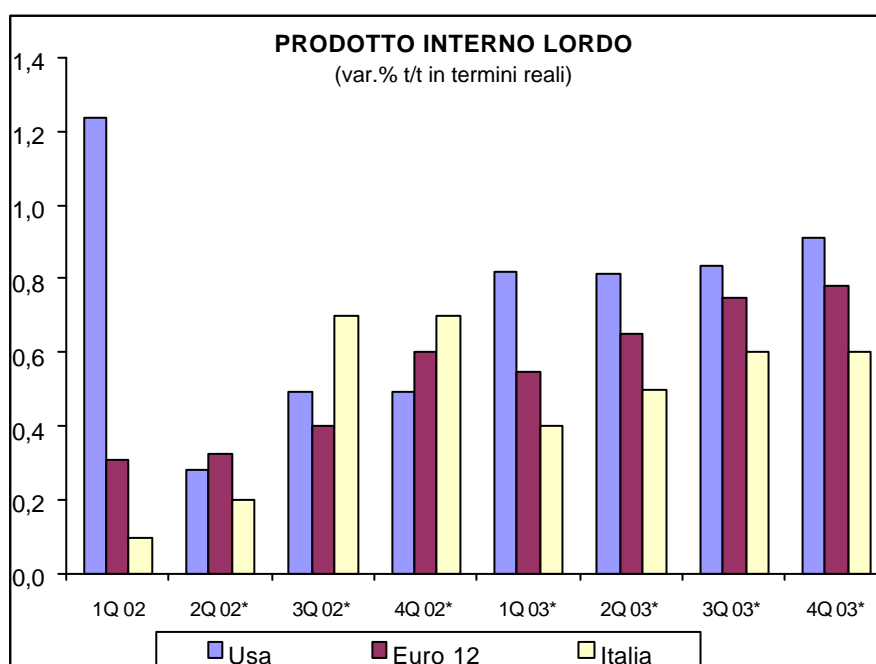
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II*	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,1	2,0	2,0	3,3	3,3	3,4	3,7
var.% anno su anno	0,3	2,2	2,8	1,4	2,1	2,7	2,5	2,1	2,6	3,0	3,4

AREA EURO

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

ITALIA

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



PIL 2001 (mld di euro)
a prezzi correnti

Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218

NEGLI USA IL MATTONE NON È A RISCHIO DI SBOOM

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

- Il "mattoncino" resta una variabile chiave per lo scenario economico statunitense perché capace di condizionare il comportamento delle famiglie.
- Con il rallentamento della dinamica dei prezzi delle abitazioni, da più parti si è iniziato a temere un crollo del mercato immobiliare e quindi il venire meno di questo importante sostegno per la ripresa economica.
- Se i tassi di interesse rimarranno, come è probabile, relativamente bassi per lungo tempo, non ci si aspetta un crollo dei prezzi degli immobili che in media a livello nazionale non sembrano eccessivamente sopravvalutati.
- Il pericolo maggiore per la tenuta dei consumi privati risiede piuttosto nell'elevato indebitamento delle famiglie, evidente anche nel livello record toccato dal rapporto tra debito sulla casa e reddito disponibile, salito al 72%.

Fra i fattori che possono spiegare la tenuta dei consumi delle famiglie americane, anche durante la fase recessiva del 2001, si annoverano i bassi tassi di interesse e il dinamismo del mercato immobiliare. Il prezzo delle case è considerato una variabile chiave per lo scenario economico statunitense perché capace di condizionare il comportamento delle famiglie. Con il rallentamento della dinamica delle quotazioni delle abitazioni, in atto dal 2001, da più parti si è iniziato a temere un crollo del mercato immobiliare e quindi il venire meno di un importante sostegno per la ripresa economica. Ma i pericoli per la tenuta dei consumi possono derivare più dall'elevato indebitamento delle famiglie che non da un crollo dei valori immobiliari, evento considerato per ora improbabile.

L'aumento del prezzo delle case è accelerato a partire dal 1997 fino a toccare un picco nel primo trimestre del 2001, quando il tasso di crescita anno su anno si è attestato al 9%. La rapida ascesa del prezzo delle abitazioni ha dato un forte impulso alla spesa delle famiglie, ammortizzando negli ultimi tre anni gli effetti negativi del crollo del mercato di Borsa. Oltre ad incrementare la ricchezza in attività reali, l'aumento del valore delle case, associato ai bassi tassi di interesse (6,2% per i mutui a 30 anni, un minimo degli ultimi 35 anni), ha favorito la rinegoziazione dei mutui ipotecari e permesso alle famiglie americane sia di alleggerire l'onere del servizio del debito sia di acquisire liquidità da destinare ai consumi.

Se i tassi di interesse rimarranno, come è probabile, relativamente bassi per lungo tempo, non ci si aspetta un crollo dei valori immobiliari anche perché, diversamente da quanto accaduto per la Borsa di Wall Street, l'aumento del prezzo delle abitazioni negli Stati Uniti (39% negli ultimi cinque anni) può considerarsi un "boom" piuttosto che una "bolla".

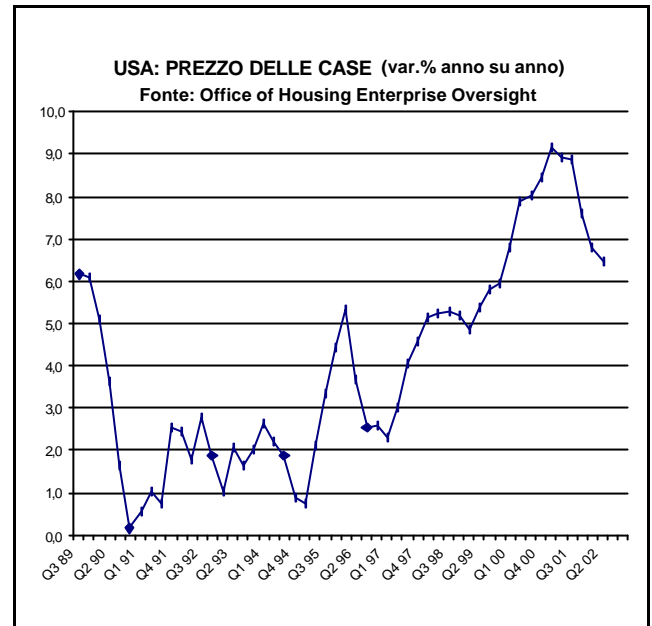
Non sembra esservi un elevato livello di sopravvalutazione per la casa a differenza di quanto osservato per il mercato di Borsa. Anche se a partire dal 1999 il valore delle case è aumentato più rapidamente del reddito disponibile delle famiglie, a livello nazionale il rapporto tra il prezzo medio delle abitazioni e il reddito è inferiore ai picchi toccati nel periodo 1977-79 quando i prezzi crescevano annualmente di oltre il 12%. Ora la crescita annua dei prezzi delle abitazioni è su livelli più contenuti (dal 9% di un anno e mezzo fa si è passati al 6,5% nel secondo trimestre del 2002) e potrebbe rallentare moderatamente nel prossimo futuro.

Le vendite di case e le nuove costruzioni continuano a crescere a ritmi sostenuti. In prospettiva non ci si aspettano elevati squilibri tra domanda e offerta di abitazioni. Questa volta non si è verificata una sovracostruzione di immobili residenziali. Per contro la domanda continua ad essere sostenuta dalla buona crescita del reddito reale disponibile delle famiglie e dalla disponibilità di mutui, oltre che dall'andamento demografico che vede l'arrivo sul mercato della generazione del *baby boom*. Inoltre la domanda risulta alimentata dai capitali in uscita dalle Borse: a fronte di crescenti incertezze, l'investimento in abitazioni è ritenuto un investimento più sicuro e sempre più spesso viene considerato dalle famiglie come parte della pensione futura (è diffuso l'acquisto di una casa più grande o di una seconda casa con l'intenzione di liquidarla al momento del pensionamento). Infine, visto il basso livello dei tassi di interesse, in molti casi il costo mensile del mutuo risulta equiparato al costo di un affitto, rendendo conveniente acquistare una casa piuttosto che affittarla.

Dal 1998 il "mattoncino" non ha certo deluso gli americani perché oltre ad offrire una buona rendita, ha consentito notevoli guadagni in conto capitale. I prezzi delle abitazioni sono infatti saliti in termini reali del 5% l'anno, contro un tasso di crescita leggermente negativo nella media dei dieci anni precedenti (-0,5% circa).

Anche nel caso di una guerra in Iraq, non ci si attende un crollo del mercato immobiliare, diversamente dall'epoca della guerra del Golfo (agosto 1990 - gennaio 1991) quando era in atto una vera e propria stretta creditizia. L'avvio di nuovi cantieri calò del 25% e la crescita dei prezzi delle abitazioni praticamente si azzerò. La differenza sta ora in gran parte nel ruolo di "bene rifugio" assunto di recente dal "mattoncino", ma anche e soprattutto nel basso livello dei tassi di interesse e nel facile accesso ai mutui ipotecari.

Nel più lungo termine, il pericolo maggiore per la tenuta dei consumi privati - e per il mercato dell'edilizia residenziale stesso - risiede piuttosto nell'elevato indebitamento delle famiglie di cui quello sulla casa costituisce una elevata componente. In una situazione di maggiore difficoltà e incertezza le famiglie potrebbero infatti incrementare il risparmio a scapito dei consumi. I mutui per l'acquisto di abitazioni hanno toccato infatti un livello record in rapporto al reddito disponibile, arrivato a quota 72%, dal 42% di venti anni fa. Questa crescita è dovuta all'aumento del numero di famiglie proprietarie di case (attualmente il 63%), ma anche ad un ampliamento dei mutui stessi, visto che il rapporto tra l'ammontare dei mutui e il valore delle case non ha fatto altro che salire negli ultimi vent'anni, passando dal 30% al 45%. Nonostante il ribasso dei tassi di interesse, il servizio del debito sui mutui ipotecari è rimasto elevato, attestandosi al 6,2%, vicino ai massimi storici toccati nel 1991 durante la recessione che negli Stati Uniti ha seguito la guerra del Kuwait.



PELLETTERIA, UNA CONGIUNTURA DIFFICILE

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

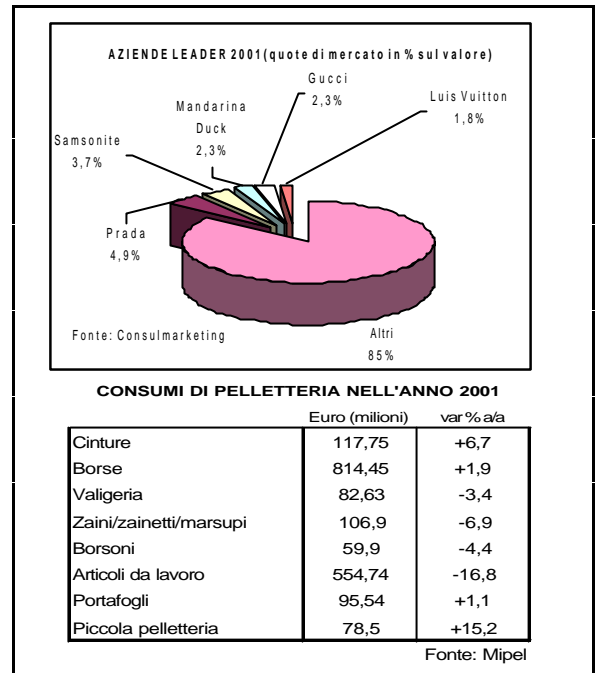
- Con un fatturato di 2,5 miliardi di euro (di cui il 80% dovuto alle esportazioni), 6 mila imprese, 30 mila addetti, il settore è tra i più attivi del *made in Italy* ma l'attuale fase congiunturale presenta una connotazione negativa con un *trend* in sofferenza per ordini e fatturato si presenta assai poco favorevole. Il più colpito appare il distretto toscano dove le imprese denunciano una forte contrazione dei margini di profitto, con perdite talvolta superiori al 10%.
- Il mercato della pelletteria ha subito profonde trasformazioni negli ultimi anni, passando dalla creazione di prodotti necessari e funzionali a quella di complementi di moda favorendo l'acquisto edonistico rispetto a quello funzionale. A questa evoluzione ha contribuito notevolmente la ricerca di materiali e lavorazioni innovativi e il design.

Con un fatturato di 2,5 miliardi di euro (di cui il 80% dovuto alle esportazioni), 30 mila addetti, 6 mila imprese, il settore è tra i più attivi del *made in Italy* ma attualmente attraversa una fase congiunturale assai poco favorevole. Dopo il bilancio positivo riportato lo scorso anno (+4% la crescita produttiva pari a circa 2.500 milioni di euro), la congiuntura ha assunto, nel primo semestre 2002, una connotazione negativa con un *trend* in sofferenza per ordini e fatturato. Tale situazione presenta tuttavia un andamento diversificato tra le aree produttive del paese. In Toscana, dove la filiera della pelletteria rappresenta il 40% dell'export pellettiero italiano e il tessuto produttivo vive attorno a marchi famosi (Gucci, Prada, Ferragamo, Fendi, Gherardini, Arfango, The Bridge), sono soprattutto le piccole e medie aziende a risentire della crisi: più della metà denuncia sensibili riduzioni del fatturato e degli ordini e una forte contrazione dei margini di profitto

(con perdite talvolta superiori al 10%). Le aziende più penalizzate, al punto da registrare chiusure, sono le contoterziste che cercano di fronteggiare la diminuzione della mole di lavoro ricorrendo al canale dei rapporti personali per conquistare piccole porzioni aggiuntive di ordini. Il fiore della comunità cinese di Sesto Fiorentino, dedita alla produzione di abbigliamento e accessori in pelle, ha creato, inoltre, un forte squilibrio nella fascia medio-bassa della produzione dove i margini di competitività sono talmente ridotti da tagliare fuori buona parte dell'imprenditoria fiorentina. Lo scenario si presenta meno problematico in altre regioni, come Lombardia, Veneto, Emilia e Marche nelle quali, tendenzialmente, si registra una complessiva stabilità dei principali indicatori congiunturali.

Il mercato della pelletteria ha subito profonde trasformazioni negli ultimi anni, passando dalla creazione di prodotti necessari e funzionali a quella di complementi di moda, favorendo l'acquisto edonistico rispetto a quello funzionale. A questa evoluzione ha contribuito notevolmente la ricerca di materiali e lavorazioni innovativi e il design. Vi sono tuttavia altri fattori di successo determinanti per l'impatto sul mercato: la distribuzione, la pubblicità e il prezzo. La grande distribuzione ha portato fino al 13,5% la propria quota di mercato a scapito del dettaglio specializzato che resta tuttavia il canale di vendita dominante con il 40,6% delle vendite. Segue il dettaglio specializzato con il 9,4% e i negozi in franchising con il 15,6%. Interessante è il peso del canale rappresentato dagli ambulanti che detengono una quota del 5,2%. Negli ultimi anni l'espansione della grande distribuzione è molto rallentata a causa della diffusione di catene di negozi in *franchising* e di punti vendita di diretta proprietà dei produttori. La comunicazione pubblicitaria ha mostrato di avere un impatto notevole soprattutto sulle vendite dei prodotti griffati. Nel 2001 sono stati investiti circa 125 milioni di euro in pubblicità con l'utilizzo preferenziale del periodico (74,3%) piuttosto che della televisione (5,9%). Le aziende che hanno puntato su questa leva di *marketing* sono Bric's (marchi principali Bric's, Kipling, Gattinoni, Tumi, The Sack), Coccinelle, Ema (Hogan, Tod's, Fay) Fendi, Il Ponte (The Bridge), Louis Vuitton, Pellettieri d'Italia (Prada, Miu Miu), Roncato e Samsonite. Il prezzo rappresenta un elemento determinante negli acquisti di pelletteria, soprattutto in quelli di sostituzione che si indirizzano di preferenza presso gli ambulanti o la grande distribuzione dove i prezzi sono mediamente inferiori del 70% rispetto a quelli di fascia medio alta venduti presso il dettaglio specializzato. Nei prodotti di fascia alta o griffati il prezzo costituisce invece un elemento di differenziazione che consente loro di porsi sul mercato, in termini di immagine, in posizione privilegiata.

Le imprese italiane del settore hanno da sempre perseguito una strategia commerciale basata sull'innalzamento della qualità dei prodotti destinati ai mercati esteri sia per conquistare fasce di mercato a maggiore valore aggiunto, sia per sottrarsi alla concorrenza dei paesi emergenti. I principali mercati di sbocco per l'industria italiana sono quindi quelli dei paesi più avanzati e ricchi. Gli Stati Uniti sono da sempre i primi acquirenti di pelletteria italiana di fascia alta, anche se lo scorso anno si è evidenziata una riduzione della quota di export: 15,6% nel 2001 contro il 16,5% del 2000. Anche il Giappone, secondo mercato di riferimento del settore, ha mostrato una erosione della quota scesa di un punto percentuale. Sono invece risultate in espansione le quote di export italiano in Svizzera, altro mercato "storico" (dal 12,3 del 2000 al 14,5% del 2001) e in Francia (dal 9,4% al 10%). Le importazioni si mantengono su valori poco elevati (773 euro contro i 2000 dell'export nel 2001) e riguardano in prevalenza articoli da viaggio in materiale succedaneo il cui primo fornitore è la Cina. Il 70-80% delle esportazioni del comparto sono appannaggio delle grandi griffe di moda quali Gucci, Fendi, Versace. Il leader di mercato in valore è Prada con una quota del 4,9%, seguito da Samsonite con il 3,7% e da Mandarin Duck con il 2,3%. Negli ultimi anni ha assunto un ruolo di primo piano nelle scelte strategiche delle aziende la diversificazione in settori sinergici, come abbigliamento e calzature, con il vantaggio di conferire maggiore visibilità al marchio e avere maggiori ritorni reddituali e in immagine. Tale scelta ha consentito, inoltre, di contrastare le aggressive politiche di diversificazione degli operatori di abbigliamento che sempre più spesso completano la propria offerta con articoli di pelletteria e calzature (es. i g. Benetton, Stefanel, Max Mara).



UNA CASA PER DUE ESIGENZE: LA NUDA PROPRIETÀ

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

- **La ricerca di migliori condizioni di vita quotidiana è ancora la spinta principale per gli italiani a cambiare alloggio. Cresce tuttavia il numero di coloro i quali acquistano una casa a scopo di investimento.**
- **La nuda proprietà rappresenta una possibile via per soddisfare le esigenze di chi intende investire nel mattone, ma anche quelle della fascia di popolazione più anziana che in tal modo può integrare la copertura pensionistica destinata in futuro a ridursi.**

In Italia il mercato immobiliare continua la fase di ascesa. Nel primo semestre dell'anno i prezzi delle abitazioni hanno continuato a viaggiare al ritmo del 5,4% rispetto al semestre precedente, con punte superiori al 13% in alcune zone di Roma, Firenze e Venezia. Il mercato continua a essere caratterizzato da una forte domanda. Dopo le 850.000 compravendite del 2001, nel 2002 si stima che circa 1,9 milioni di famiglie siano alla ricerca di una casa. Nel 47% dei casi, tale ricerca è resa pressante della volontà di migliorare le condizioni di vita quotidiane. Alla domanda sostenuta fa spesso riscontro un'offerta carente sia dal punto di vista quantitativo sia, soprattutto, qualitativo. Nelle grandi città il "magazzino" di abitazioni a disposizione si è ridotto di circa il 20% rispetto al 2001, ed è notevolmente aumentata l'età degli immobili in vendita passata da 37 anni di media a 42. La situazione non è migliore se si guarda agli immobili di nuova costruzione: nella seconda metà degli anni

'90 il numero dei fabbricati residenziali di nuova costruzione è gradualmente sceso registrando una flessione superiore al 28% tra il 1990 e il 2000. Lo squilibrio tra domanda e offerta è testimoniato anche dalla forte riduzione dell'intervallo di tempo necessario per la vendita di un appartamento, passato da 5,2 mesi del 1998 a soli 3,5 nel 2002, come pure dello sconto applicato dai venditori sul prezzo originario che nel 2002 è leggermente superiore al 9%, contro il 15% del 1998. Nell'ultimo biennio la crescita della domanda di abitazioni è stata favorita anche dalle deludenti performance del mercato borsistico che hanno convinto molti investitori a cercare rifugio in un comparto ritenuto più "sicuro". Inoltre, il prezzo delle abitazioni negli ultimi anni è cresciuto più dell'indice generale dei prezzi al consumo, permettendo consistenti guadagni in conto capitale in termini reali.

Se quindi tra le principali cause della mobilità abitativa in Italia vi è sicuramente la volontà di migliorare la propria condizione abitativa (per la modifica della situazione familiare o per acquisizione in proprietà dell'immobile in cui si risiede), comincia a crescere anche nel nostro paese il numero di coloro i quali acquistano un'immobile "per ragioni economiche", o semplicemente per effettuare un investimento profittevole (4,6% circa delle famiglie italiane). Tra le possibili opportunità che il mercato offre a chi intende effettuare un investimento la nuda proprietà rappresenta una via interessante: si tratta infatti di uno strumento finanziario tramite il quale un soggetto, proprietario di una casa, pur vendendo a un altro la proprietà della stessa, continua a mantenerne l'usufrutto (solitamente fino alla morte). A seconda dei casi il corrispettivo della vendita può essere effettuato immediatamente oppure essere trasformato in una rendita vitalizia. Questo tipo di operazione immobiliare si dimostra adatta soprattutto a persone anziane, senza eredi, o figli interessati alla proprietà e in futuro potrà rivelarsi utile sia per il graduale invecchiamento della popolazione, sia perché il livello medio della copertura pensionistica è destinato a ridursi in modo consistente. Nella seconda metà degli anni novanta il numero delle compravendite di "nuda proprietà" è aumentato in modo consistente da 8.000 nel 1996 si è infatti passati a 15.000 nel 2000 coprendo oltre il 2% del fatturato complessivo delle compravendite del settore immobiliare. Le caratteristiche dei soggetti coinvolti sono piuttosto ben definite e possono rappresentare segnali di un probabile consistente sviluppo di questo strumento nei prossimi anni. Il venditore tipo, infatti, ha media 69 anni, di cultura media, vive solo e ha scarsi rapporti con la famiglia. La gran parte del mercato, inoltre, è concentrata in sei grandi città (Milano, Roma, Torino, Genova, Napoli e Trieste). Le previsioni sulla struttura per età della popolazione forniscono indicazioni pienamente convergenti con l'ipotesi di un consistente sviluppo: in particolare, si assiste già da oggi a un aumento del numero delle famiglie composte da un'unica generazione (composte cioè da persone sole o da coppie senza figli) che, nel corso degli ultimi dieci anni, sono passate dal 38,4 al 42,4% del totale, a svantaggio di tutte le altre forme familiari. Questo tipo di nucleo familiare, inoltre, risulta preponderante proprio nelle grandi aree metropolitane (dove rappresenta circa il 52,5% delle famiglie). Se a ciò si aggiunge che nel 2018 gli ultrasessantenni saranno quasi il 30% del totale della popolazione italiana, mentre ben il 7% sarà rappresentato dagli ultraottantenni si ha un quadro piuttosto roseo dei possibili sviluppi. Gli acquirenti al contrario sono solitamente individui con figli molto giovani, che non hanno quindi impellente necessità di disporre dell'appartamento, o anche di chi intende semplicemente effettuare un investimento redditizio dal punto di vista economico.

Limiti allo sviluppo di questo "mercato" sono finora derivati dal possibile deprezzamento che l'immobile (che pure viene acquistato con uno sconto che è tanto minore quanto elevata è l'età dell'usufruttuario) potrebbe subire a causa dell'incuria dell'usufruttuario (cui spetta la manutenzione) poco interessato (ovviamente) ad apportare migliorie strutturali all'abitazione che ne mantengano inalterato il valore nel corso del tempo. Vi possono chiaramente anche essere problemi di segno opposto, in particolare quando il valore dell'immobile cresce più di quanto fosse inizialmente previsto dopo la vendita.

INDICATORI DI STRUTTURA DELLA POPOLAZIONE
(composizione % ed età media al 2001*)

	0-14 anni	15-65 anni	> 65 anni	Età media
Piemonte	12,1	66,8	21,0	43,7
Valle d'Aosta	12,9	68,0	19,1	42,5
Lombardia	13,2	68,7	18,0	41,8
Trentino-Alto Adige	16,0	67,0	16,9	40,1
Bolzano	17,0	67,3	15,7	39,0
Trento	15,0	66,8	18,1	41,2
Veneto	13,5	68,3	18,2	41,7
Friuli-Venezia Giulia	11,4	67,2	21,4	44,4
Liguria	10,6	64,2	25,3	46,3
Emilia-Romagna	11,6	66,0	22,3	44,3
Toscana	11,7	66,0	22,2	44,3
Umbria	12,2	65,2	22,6	44,0
Marche	12,9	65,4	21,7	43,3
Lazio	14,1	68,3	17,6	41,2
Abruzzo	14,0	65,7	20,3	41,9
Molise	14,2	64,5	21,3	42,1
Campania	18,8	67,2	14,0	37,0
Puglia	16,8	67,5	15,7	38,6
Basilicata	15,7	65,8	18,5	40,1
Calabria	16,7	66,2	17,1	39,1
Sicilia	17,7	65,6	16,7	38,8
Sardegna	14,0	70,0	16,0	40,1
ITALIA	14,3	67,2	18,5	41,3
*stima				Fonte: Istat

GLI ISTITUZIONALI IN CERCA DI “SICUREZZA”

P. Verduci ☎ 06-47027281 – paola.verduci@bnlmail.com

- Gli eventi che di recente hanno caratterizzato i mercati finanziari si stanno riflettendo in una più accentuata avversione al rischio, che spinge gli investitori alla ricerca di strumenti per la copertura delle proprie esposizioni.
- Un uso improprio dei derivati su crediti può però provocare delle distorsioni sul monitoraggio dei rischi, risolvendosi in un semplice processo di trasferimento di rischi da coloro che sanno a coloro che non sanno.
- Con un potenziale di sviluppo illimitato i derivati su crediti possono contribuire a colmare il gap fra il mercato dei capitali ed il tradizionale mercato del credito.

I derivati su crediti sono contratti che trasferiscono il rischio ed eventualmente il rendimento di un'attività tra le controparti, senza trasferire la proprietà del sottostante. Le controparti principali sono le assicurazioni in qualità di “venditori di protezione” e le banche, in veste di “acquirenti di protezione”, che in tale modo diversificano il proprio portafoglio e riducono la propria esposizione al rischio di credito.

In base alle statistiche della BRI nel secondo trimestre 2002 il volume globale delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati è rimasto sostenuto, con un turnover cresciuto del 4% a \$169.000 miliardi. Gli eventi che hanno caratterizzato il secondo trimestre hanno determinato una riduzione delle emissioni corporate a seguito di un allargamento degli *spreads* ed una più accentuata avversione al rischio, che ha spinto gli investitori a coprire le proprie posizioni.

Il mercato mondiale dei derivati su crediti ha fatto registrare dal 1999 al 2001 una crescita pari al 543% contro una crescita dell'intero mercato dei derivati pari al 38% in rallentamento sul triennio precedente (+52% dal 1996 al 1998). La riduzione del tasso di crescita è in gran parte dovuta al declino dei derivati su cambi a seguito dell'introduzione dell'euro (-7,34% nell'ultimo triennio).

Il notevole sviluppo di tale mercato, il cui tasso di crescita è fortemente condizionato dalla limitata dimensione (0,7% del valore dei derivati *over-the-counter*), è dovuto alla diffusione di una sempre più ampia gamma di strumenti, all'aumento del numero delle banche con il ruolo di utilizzatori principali ed al miglioramento delle infrastrutture, grazie alla nascita delle piattaforme internet di negoziazione ed al lancio dello “European Credit Swap Index”.

La crescita registrata negli ultimi anni è la dimostrazione di come tali strumenti consentano la gestione di sempre maggiori volumi di rischi di credito in un mercato dei capitali in cui la quota di titoli del settore pubblico sul totale del mercato obbligazionario mondiale è passata dal 33,7% nel 1996 al 20,3% a giugno 2002 (\$1.750 miliardi).

Il potenziale di crescita trova comunque degli ostacoli nella scarsa liquidità del mercato, nella mancanza di trasparenza in assenza di una standardizzazione dei contratti e nella ricca documentazione richiesta, le cui clausole non di rado sono oggetto di contestazione. La recente introduzione degli standard dell'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) è utile ma non sufficiente, come dimostrano le recenti controversie in tema di ristrutturazione del debito argentino.

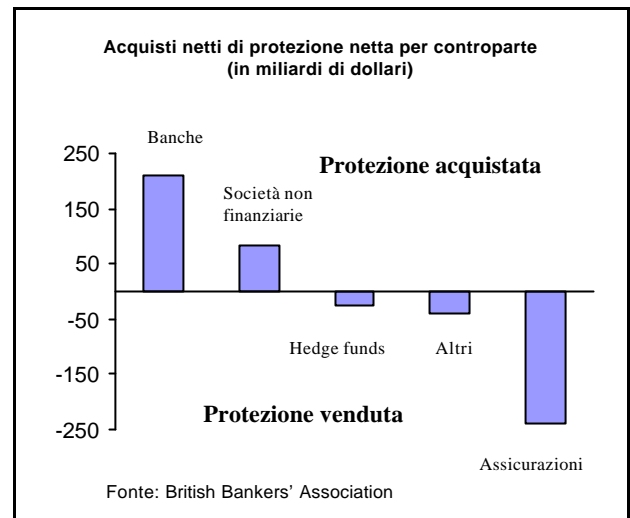
Le finalità principali dei derivati su crediti sono la gestione efficiente del portafoglio tramite la diversificazione e la riduzione del grado di concentrazione del rischio creditizio nel sistema finanziario. Inoltre alla pari degli altri mercati derivati il loro crescente grado di liquidità li rende mercati guida per la determinazione dei prezzi del sottostante (c.d. *price discovery*), agevolando la negoziazione dei rischi che trovano un mercato a pronti illiquido e distorto.

Se utilizzati correttamente possono essere individuati come anticipatori del mercato *cash*. A dimostrazione di ciò nell'agosto 2001 il prezzo dei *default-swap* su Enron era salito del 18% senza che il titolo subisse sul mercato azionario sostanziali variazioni. Non a caso Enron era uno degli operatori più importanti sul mercato dei derivati ed era anche fra i titoli più trattati; stime di Standard & Poor indicano in \$6,3 miliardi l'esposizione totale in derivati su crediti di Enron.

D'altra parte, come sottolinea il Fondo Monetario Internazionale, l'utilizzo di tali strumenti è attualmente spinto anche dal c.d. “arbitraggio regolamentare”, con la possibile conseguenza che il rischio si concentri presso le istituzioni soggette ad una vigilanza meno severa. Un uso improprio di tali strumenti può infatti provocare delle distorsioni sul monitoraggio dei rischi riducendo gli incentivi al monitoraggio dei prestiti e risolvendosi in un semplice processo di trasferimento di rischi da coloro che sanno a coloro che non sanno.

Inoltre, la distribuzione del rischio verso un più ampio insieme di operatori del mercato può amplificare i canali di distribuzione delle crisi d'impresa non solo verso soggetti specializzati nella gestione del rischio, ma anche verso soggetti con minore esperienza e minore regolamentazione rispetto alle istituzioni tradizionali.

Più preoccupanti sono le implicazioni del diffondersi di tali strumenti presso il pubblico alla ricerca di forme di investimento alternative e più redditizie rispetto ai fondi, ai titoli di stato e ai depositi. Anche se i dati sulla partecipazione del pubblico non sono disponibili, si tratterebbe di una quota piccola ma in crescita, che investe direttamente o indirettamente tramite gli hedge funds ed i fondi comuni. Anche l'investimento diretto in un titolo azionario può comportare un'esposizione inconsapevole al rischio di credito, come nel caso dell'American Express il cui titolo ha subito le conseguenze di ingenti perdite in strumenti derivati. Dubbi restano sulla capacità del piccolo risparmiatore di comprendere i rischi insiti in tali strumenti laddove anche investitori istituzionali sono in difficoltà e sull'adeguatezza dei vincoli imposti agli investitori istituzionali a seguito del diffondersi di nuovi strumenti.



ASSENZA DI VENTO

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

Il trend delle ultime ottave prosegue ormai per inerzia, senza spinta propulsiva, in direzione laterale, guardato a vista da una volatilità crescente.

L'esiguità delle contrattazioni abbandona il mercato a correnti speculative e cambi di direzione inattesi.

È il mancato sostegno da parte dei volumi ad indebolirne la struttura, limitandone in tal modo anche le possibilità di rialzo prolungato.

L'investitore appare disorientato dalla mancanza di convinzione dei rally, troppo brevi per riuscire a coinvolgere la liquidità a margine ed alimentare così una fase Toro definita.

Un mercato così tecnicamente vulnerabile, preda di sbalzi d'umore repentini, oppone quindi poca resistenza anche ai segnali provenienti dal fronte macro, come le parole di Greenspan nell'ultima audizione al Congresso.

Come nella migliore tradizione il mercato non combatte mai la Federal Reserve ("never fight Fed") perché è inutile e controproducente, ma ascolta sempre il suo timoniere.

La delusione per le mancate rassicurazioni ha rafforzato quindi gli scenari più pessimistici vanificando l'intero rimbalzo di inizio settimana.

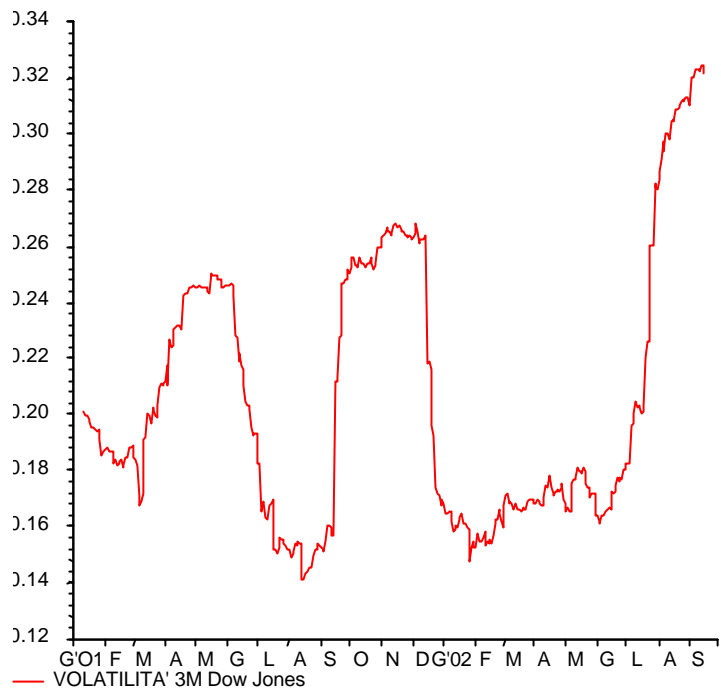
La pressione sugli indicatori di volatilità è destinata a crescere almeno fino a venerdì, quando con l'avvento delle "3 streghe" verranno regolate e rinnovate tutte le operazioni su derivati, che inevitabilmente condizionano l'attività del sottostante (azioni) soprattutto in prossimità delle scadenze.

Il testimone della tensione passerà poi all'esito delle intense trattative diplomatiche in corso per evitare i danni economici di una guerra in apparenza scontata.

Terzo rebus, infine, la stagione degli utili alle porte, con le imprese statunitensi pronte a comunicare i risultati del terzo trimestre '02. Nonostante la lunga serie di pesanti anticipazioni già effettuate abbia aiutato il mercato a scontare l'impatto di utili negativi restano tuttavia intatti i margini di *downside* sul fronte societario.

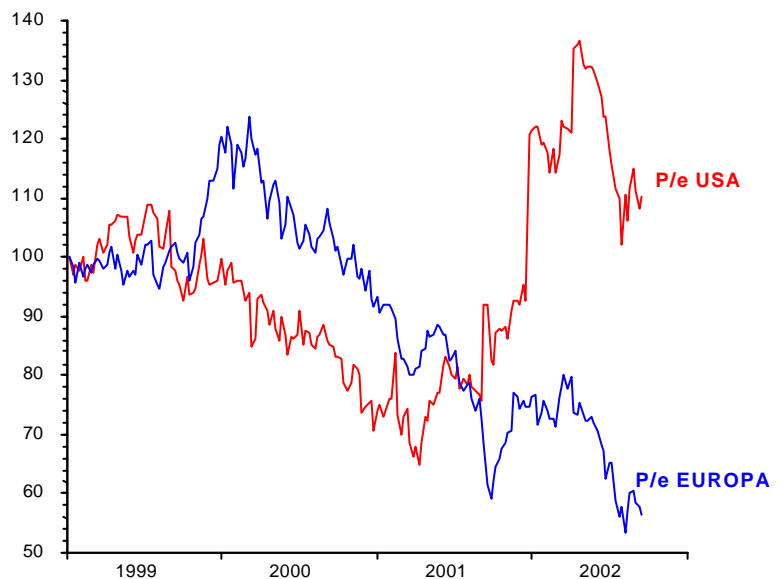
L'attuale ridimensionamento dei titoli non è infatti sufficiente a garantire a priori la tenuta dei supporti e ad immunizzare il trend dal rischio di un *profit-selling*.

Wall Street: impennata della volatilità



HIGH 0.32 13/9/02, LOW 0.14 15/8/01, LAST 0.32 16/9/02

Confronto Usa/Europa: economicità e convenienza dell'Europa







	Dati storici				Variazioni percentuali						
	13/9/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.014	18.377	18.761	21.149	29.834	28.094	-2,0	-4,0	-14,8	-39,6	-35,9
MIB 30	24.397	25.010	25.561	29.743	42.906	41.477	-2,5	-4,6	-18,0	-43,1	-41,2
DOW JONES IND.	8.313	8.427	8.482	9.606	10.646	11.358	-1,4	-2,0	-13,5	-21,9	-26,8
NASDAQ	1.291	1.295	1.269	1.695	2.292	4.131	-0,3	1,7	-23,8	-43,7	-68,7
STANDARD & POOR'S	890	894	884	1.093	1.283	1.455	-0,5	0,6	-18,6	-30,7	-38,9
NIKKEI 225	9.242	9.129	9.689	9.613	13.786	18.934	1,2	-4,6	-3,9	-33,0	-51,2
FTSE100	4.008	4.107	4.272	4.944	6.175	6.930	-2,4	-6,2	-18,9	-35,1	-42,2
CAC40	3.156	3.247	3.390	4.114	5.799	5.917	-2,8	-6,9	-23,3	-45,6	-46,7
DAX30	3.361	3.486	3.683	4.392	6.290	6.751	-3,6	-8,7	-23,5	-46,6	-50,2
MADRID	643	653	652	721	879	1.012	-1,5	-1,3	-10,8	-26,8	-36,4
SINGAPORE	1.432	1.443	1.529	1.439	1.896	2.583	-0,7	-6,3	-0,5	-24,5	-44,6
HONG KONG	9.651	9.721	10.100	9.569	14.870	17.370	-0,7	-4,4	0,9	-35,1	-44,4
DJ EURO STOXX50	2.531	2.618	2.699	3.294	4.702	4.849	-3,3	-6,2	-23,2	-46,2	-47,8
MSCI WORLD	798	808	814	954	1.202	1.422	-1,2	-1,9	-16,4	-33,6	-43,9
MSCI EMU	131	134	138	167	233	243	-2,7	-5,2	-21,6	-43,9	-46,2
MSCI FAR EAST	1.702	1.709	1.810	1.922	2.572	3.605	-0,4	-6,0	-11,5	-33,8	-52,8
MSCI NORTH AMERICA	892	897	890	1.106	1.302	1.525	-0,6	0,2	-19,4	-31,5	-41,5

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 17 AL 23 SETTEMBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 17	Stati Uniti: intervento del segretario del Tesoro O'Neill Stati Uniti: pubblicazione del rapporto annuale del Fondo Monetario Internazionale
Mercoledì 18	Giappone: incontro di politica monetaria della Banca del Giappone Stati Uniti: discorso di McDonough della Federal Reserve di New York Stati Uniti: intervento di Kenneth Rogoff (capo economista FMI) Regno Unito: verbali dell'incontro di politica monetaria del 4/5
Giovedì 19	Giappone: vertice OPEC
Venerdì 20	Area Euro: pubblicazione bollettino mensile della BCE di settembre Germania: elezioni nazionali

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 17	Regno Unito	RPI-X	agosto	-0,2% m/m; 2,0% a/a	0,2% m/m; 1,8% a/a
	Germania	Indice ZEW 	settembre	43,4	38,0
Mercoledì 18	Francia	Produzione industriale	agosto	0,2% m/m; 0,1% a/a	0,2% m/m; -0,6% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo (def.)	agosto	-0,2% m/m; 1,9% a/a	0,1% m/m; 2,1% a/a
Giovedì 19	Italia	ISAE -Indice fiducia dei consumatori	settembre	113,3	114,0
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	agosto	0,3% m/m; 4,5% a/a	-0,1% m/m; 3,8% a/a
		M4	agosto	0,2% m/m; 5,7% a/a	0,5% m/m; 5,4% a/a
		CBI: indagine sul settore industriale	agosto	-10	-4
Venerdì 20	Italia	Produzione industriale	luglio	-1,7% a/a	-0,8% a/a
		Prezzi al consumo (città campione) 	settembre	0,1% m/m; 2,3% a/a	0,2% m/m; 2,5% a/a
	Area Euro	Produzione industriale	luglio	-1,2% a/a	-0,3% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 17	Stati Uniti	Produzione industriale 	agosto	0,2% m/m	0,1% m/m
		Utilizzo capacità produttiva	agosto	76,1	76,1
Mercoledì 18	Giappone	Indicatore anticipatore	luglio	66,7	70,0
	Stati Uniti	Prezzi al consumo	agosto	0,1% m/m	0,1% m/m
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.)	agosto	0,2% m/m	0,2% m/m
		Salari reali	agosto	-0,8% m/m	0,1% m/m
		Bilancia commerciale	luglio	-\$ 37,2 mld	-\$ 37,0 mld
Giovedì 19	Stati Uniti	Nuove unità abitative	agosto	1,65 mln	1,70 mln
		Richieste sussidio di disoccupazione	14 sett.	426.000	415.000
		Indice Fed di Philadelphia 	settembre	-3,1	0,8
Venerdì 20	Stati Uniti	Budget federale	agosto	-\$ 80 mld	-\$ 50 mld