

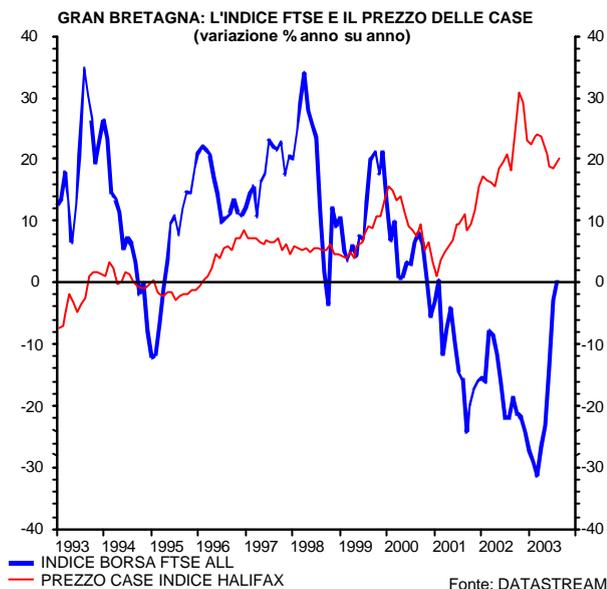
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

30 settembre 2003
n. 30 - 2003

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



- ✓ C'è una grande economia industriale dove la ripresa potrebbe arrivare prima che altrove: il Regno Unito. La Banca d'Inghilterra probabilmente avvierà la fase di rialzo dei tassi di interesse in largo anticipo rispetto a Fed e Bce a fronte della prospettiva di una crescita più sostenuta ed equilibrata. L'obiettivo principale delle autorità monetarie inglesi sarebbe quello di frenare l'indebitamento delle famiglie, salito rapidamente negli ultimi cinque anni fino a toccare il 115% del reddito disponibile.
- ✓ A nove mesi dall'insediamento del nuovo presidente, in Brasile sembrano consolidarsi le condizioni per una stabilizzazione dell'economia che ponga le premesse per un più solido sentiero di sviluppo. La crescita per il 2003 supererà difficilmente il mezzo punto percentuale, ma le riforme e il graduale miglioramento del quadro internazionale dovrebbero favorire la ripresa nel 2004. Tra gli interventi strutturali che sono stati avviati ci sono la riforma della previdenza e quella tributaria.

BOE SI PREPARA A FRENARE L'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE

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

- La Banca d'Inghilterra potrebbe alzare i tassi di interesse in largo anticipo rispetto a Fed e Bce a fronte della prospettiva di una crescita più sostenuta ed equilibrata dell'economia.
- L'obiettivo principale delle autorità monetarie sarebbe quello di frenare l'indebitamento delle famiglie, salito rapidamente negli ultimi cinque anni fino a toccare il 115% del reddito disponibile.
- La decisione di alzare i tassi guida, che potrebbe avvenire verso la metà del prossimo anno, potrebbe avviare una lunga serie di rialzi che renderebbero la politica monetaria "neutrale".
- Gli aumenti potrebbero risultare gradualmente al fine di evitare un crollo del mercato immobiliare e una frenata dei consumi delle famiglie.

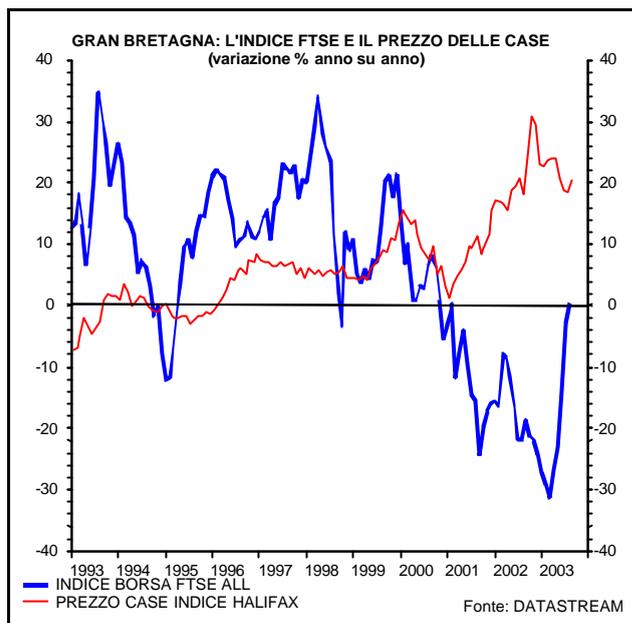
Negli ultimi anni lo sviluppo dell'economia inglese si è discostato da quello dagli altri principali paesi nonostante le numerose analogie strutturali con gli Stati Uniti e gli intensi legami commerciali con l'area dell'euro, verso cui la Gran Bretagna indirizza il 50% delle esportazioni. Negli ultimi dieci anni l'economia inglese è cresciuta in media del 2,8%, archiviando quindi quell'andamento *stop and go* che l'aveva caratterizzata in passato. Non solo il paese non è caduto in recessione come gli Stati Uniti (nel 2001) ma ha anche presentato una crescita molto più elevata rispetto quella dell'area dell'euro (2,0%). Il paese si distingue, inoltre, per il buon andamento del mercato del lavoro e un più basso tasso di disoccupazione (5,1%).

A fronte di una ripresa dell'economia inglese attesa per il 2004 al 2,4%, dopo un aumento dell'1,9% nel 2002 e dell'1,8% circa per quest'anno, la Banca d'Inghilterra potrebbe decidere di alzare i tassi di interesse in largo anticipo rispetto a Fed e Bce, dopo essere stata l'ultima ad allentare la politica monetaria. L'obiettivo principale delle autorità monetarie sembra quello di frenare l'indebitamento delle famiglie che, rimasto relativamente stabile per gran parte degli anni novanta, è aumentato rapidamente negli ultimi cinque anni portandosi dal 90% al 115% del reddito disponibile. Il basso livello dei tassi di interesse degli ultimi anni e il forte aumento dei prezzi delle abitazioni ha favorito un'accelerazione della dinamica dei prestiti (in prevalenza mutui ipotecari) che ha raggiunto il 14% a/a nei primi sette mesi di quest'anno rispetto al 10% del 2001. L'aumento dell'indebitamento ha permesso anche la forte crescita dei consumi privati, saliti negli ultimi anni in percentuale del Pil al 68%, un massimo dagli anni sessanta.

Il resoconto della riunione di politica monetaria della Bank of England del 2-3 settembre scorso, dove il Monetary Policy Committee ha deciso all'unanimità di lasciare i tassi di interesse invariati al 3,5%, rivelano che per la prima volta si è discusso dell'eventualità di rovesciare il ribasso dei tassi di luglio (-25 pb), a fronte della prospettiva di una crescita più sostenuta ed equilibrata dell'economia. Lo sviluppo economico è stato negli ultimi due anni e mezzo prevalentemente sostenuto dalla spesa pubblica e, soprattutto, dai consumi delle famiglie, saliti a tassi sempre superiori al 3%. La dinamica del Pil che nel secondo trimestre di quest'anno si è attestata allo 0,6% congiunturale e al 2,0% rispetto a un anno prima (0,1% e 2,1% nel primo trimestre), dovrebbe aver accelerato il passo a partire dal terzo trimestre a seguito del riaccumulo delle scorte e di un minor contributo netto negativo del commercio estero. L'export e l'industria manifatturiera inglese dovrebbero aver beneficiato della ripresa dell'economia mondiale ed, in particolare, di quella degli Stati Uniti, oltre che del deprezzamento della sterlina che rispetto a un anno fa ha perso il 9% con l'euro e il 6% in media ponderata nei confronti di tutte le principali valute (indice Bank of England). Il miglioramento degli indici anticipatori e delle indagini congiunturali, tra cui in particolare il PMI manifatturiero e dei servizi (saliti sopra quota 50 rispettivamente in agosto e nel maggio scorso), sommati alla tenuta dei consumi delle famiglie e all'aumento della domanda estera, puntano verso una ripresa degli investimenti, quasi sempre in calo dal primo trimestre del 2001.

La decisione di alzare i tassi guida, che potrebbe avvenire verso la metà del prossimo anno, potrebbe avviare una lunga serie di aumenti che riporterebbero la politica monetaria "in territorio neutrale" entro il 2005, con tassi intorno al 5%. A fronte di una crescita economica generalizzata a più settori dell'economia e di condizioni monetarie ancora più accomodanti dopo il rialzo delle quotazioni di Borsa e il calo della sterlina, la banca centrale potrebbe decidere di intervenire nonostante primi segnali di una perdita di vigore del mercato immobiliare, già visibili soprattutto nella zona di Londra e nel Sud Est del paese. L'indice Halifax del prezzo delle abitazioni registra a livello nazionale un rallentamento da un massimo del +31% annuo, registrato nell'ottobre di un anno fa, a +18% in luglio e +20% in agosto. Le compravendite di case, che avevano toccato un picco nel terzo trimestre del 2002, stanno diminuendo. Il rallentamento del valore delle abitazioni non sembra però finora aver inciso sui consumi privati, perché si è avuto allo stesso tempo un aumento della ricchezza finanziaria delle famiglie dovuto al recupero della Borsa. Secondo uno studio della Federal Reserve dell'aprile 2002, un aumento delle quotazioni azionarie del 10% comporterebbe in Gran Bretagna un'accelerazione della crescita della spesa delle famiglie pari allo 0,8%, contro un aumento dell'1-1,2% prodotto da un rialzo del 10% del prezzo delle case. Adottando queste stime, nel corso dei primi otto mesi di quest'anno, quando la Borsa è salita dell'8,7% (indice *FTSE all shares*) e il prezzo delle case è aumentato del 10,1% (indice Halifax), l'effetto netto sui consumi risulterebbe pari al +1,8% contro il +0,6% registrato nel 2002 quando l'indice di Borsa è sceso del 24% e il prezzo delle case è aumentato del 23%, un massimo dal 1989.

Grazie alle basse aspettative inflazionistiche rilevate dai sondaggi, in linea con il *target* della banca centrale (2,5% per l'indice *Rpix*), le autorità monetarie hanno, tuttavia, ancora tempo per decidere un'inversione di tendenza per i tassi guida, in modo da verificare l'effettiva sostenibilità della ripresa, in particolare per quel che riguarda la domanda estera e gli investimenti. D'altra parte la Banca d'Inghilterra potrebbe scegliere di aumentare solo gradualmente i tassi, con il doppio obiettivo di frenare la forte crescita dell'indebitamento delle famiglie ed evitare allo stesso tempo un crollo del mercato immobiliare e dei consumi.



BRASILE: TORNA LA STABILITA' IN ATTESA DELLA CRESCITA

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

- A nove mesi dall'insediamento alla presidenza del Brasile, Lula sembra aver creato le condizioni per riacquistare la fiducia dei mercati, stabilizzare l'economia e porre le premesse per una più solida crescita.
- La crescita per il 2003 supererà difficilmente il mezzo punto percentuale, ma le riforme e il graduale miglioramento del quadro internazionale dovrebbero favorire la ripresa nel 2004, quando il prodotto interno lordo potrà crescere a un ritmo superiore al 3%.
- Sono state intanto avviate le riforme strutturali di cui il Paese ha bisogno per sostenere lo sviluppo. Si tratta in particolare della riforma della previdenza, che dovrebbe riguardare soprattutto i dipendenti pubblici, e di quella tributaria.

Il pragmatismo politico con cui il presidente Lula ha iniziato il suo mandato e il largo consenso della popolazione che ha saputo coagulare intorno a sé hanno permesso al Brasile di creare in meno di un anno le condizioni per riacquistare la fiducia dei mercati, stabilizzare l'economia e porre le premesse per una più solida crescita.

Lo spread sui titoli brasiliani rispetto ai titoli del Tesoro statunitensi è diminuito di circa due terzi in un anno e ora si aggira intorno ai 700 punti base; il real si è rivalutato da inizio anno di circa il 20% posizionandosi a quota 2,90 contro dollaro; i titoli più trattati sui mercati internazionali, i C-bond, che avevano raggiunto livelli da default, sono stabilmente sopra quota 90. Il segnale più importante ai mercati è venuto dall'impegno profuso dal presidente Lula, fin dall'inizio del suo mandato, nell'affrontare le riforme strutturali di cui il Paese aveva bisogno e che il suo predecessore Cardoso non era mai riuscito a far approvare. Si tratta della riforma della previdenza, che andrà a incidere principalmente sulle pensioni dei dipendenti pubblici, e della riforma tributaria. Per nessuna delle due l'approvazione finale del Congresso appare scontata, ma intanto l'abbrivo è stato dato.

Sul fronte dell'economia reale, il Brasile accusa una stagnazione dalla quale potrebbe cominciare ad uscire a partire dal quarto trimestre di quest'anno. La crescita per il 2003 supererà difficilmente il mezzo punto percentuale, ma le riforme e il graduale miglioramento del quadro internazionale dovrebbero favorire la ripresa nel 2004, quando il prodotto interno lordo potrà crescere a un ritmo superiore al 3%. Verso la fine del 2003 cominceranno anche a farsi sentire gli effetti ritardati dei ribassi dei tassi di interesse. Il saggio di riferimento (Celic) dopo essere stato mantenuto elevato dalle autorità fino a tutto il primo semestre 2003, con due tagli consecutivi è stato portato di recente al 19,85% (dal 26,5% di giugno) ed è presumibile che possa essere fissato intorno al 18% entro la fine dell'anno, tenuto conto che l'inflazione si è ridimensionata ed il cambio è forte.

In prospettiva, dunque, il Brasile dovrebbe giovare della riacquistata fiducia da parte degli investitori esteri per far affluire nuovi capitali nel Paese. Lo sviluppo sarà tanto più forte quanto più celere risulterà la ripresa negli Stati Uniti, verso cui il Brasile indirizza oltre un quarto del proprio export. Già nel 2003, complice anche la debolezza del real, è atteso un surplus commerciale di oltre 20 miliardi di dollari, contro i 13 miliardi dello scorso anno. Il cambio contro dollaro è previsto per quest'anno collocarsi mediamente intorno a 3,1.

Solo un anno fa il Brasile dovette ricorrere a un maxi-pacchetto di finanziamenti da 30 miliardi di dollari da parte del Fondo Monetario Internazionale. Oggi il Paese sembra uscito da questa emergenza. L'obiettivo di un surplus primario nei conti pubblici concordato con il Fondo al 4,25% del prodotto interno lordo verrà raggiunto senza problemi e già si pensa all'eventualità di stringere un altro accordo con il Fondo a fine anno, allo scadere di quello in corso. La crescita nel 2004 sarà trainata in modo particolare dalla domanda interna che, dopo una flessione di oltre 4 punti percentuali nell'anno in corso, potrà far registrare un incremento prossimo al 5%. Il graduale recupero dei consumi privati, favorito da un incremento dei salari minimi del 20% a partire dalla metà di quest'anno, dovrebbe far sentire i suoi effetti sulla crescita. Anche gli investimenti fissi conferiranno un sensibile apporto allo sviluppo. Determinanti saranno altresì le scelte commerciali del Brasile. Sull'Alca, la grande area di libero scambio delle Americhe, gli Stati Uniti hanno intanto avanzato una proposta allettante: una riduzione fino al 90% delle tariffe del settore manifatturiero. L'inflazione dovrebbe decisamente rientrare e collocarsi intorno al 6% nel 2004, quando i tassi di interesse potranno scendere ulteriormente fino a portarsi intorno al 15% entro fine periodo. Il debito estero, pur non essendo nel complesso elevato, si compone di una consistente quota a breve ed è in gran parte espresso in dollari. Il servizio del debito è pari a circa il 70% del totale delle esportazioni.

Brasile

	2002	2003	2004
Popolazione (milioni di abitanti)	174,6		
Pil pro capite (in US\$)	2.900		
Pil (var. % annua)	1,5	0,5	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	12,5	10,0	6,2
Cambio real/US\$ (media annua)	2,90	3,10	3,30
Saldo partite correnti (in % Pil)	-1,7	0,1	-1,5

fonte: IIF e ns. elaborazioni

FANNIE MAE E FREDDIE MAC ALLA PROVA DEI TASSI

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

- Le recenti tendenze al rialzo dei tassi richiamano l'attenzione sull'operatività delle grandi agenzie americane attive e sulla capacità del mercato di assorbire l'ingente domanda di copertura in una fase prolungata di rialzo dei tassi.
- Le operazioni di copertura dei loro portafogli contribuiscono in misura determinante all'ampliamento dei movimenti sui mercati finanziari.

La rapida crescita dimensionale delle agenzie federali (*government sponsored enterprises*: GSE) operanti sul mercato dei mutui ha attirato l'attenzione dei mercati e delle autorità di vigilanza.

A metà 2003 il mercato dei titoli delle agenzie federali era pari a \$5.732 mld, dei quali \$2.437 mld sotto forma di titoli di debito delle GSE e \$3.289 mld sotto forma di mutui cartolarizzati (*mortgage-backed securities*: MBS). Per avere un termine di paragone, il mercato dei titoli di debito delle GSE è pari al 60% del debito pubblico americano attuale, cioè all'ammontare del debito pubblico negli anni novanta quando le consistenze del debito delle GSE ammontavano ad appena \$400 mld. Inoltre, nel 2002, il volume medio di MBS scambiate giornalmente sui mercati finanziari è stato pari a \$154 mld.

Sotto il profilo dei rischi, le GSE sono soggette al rischio tasso, al rischio di *pre-payment* e al rischio di credito. Infatti non solo garantiscono il pagamento dei mutui cartolarizzati, ma detengono in portafoglio circa \$300 mld di mutui e \$1.200 mld di MBS. L'attuale organo di vigilanza sulle GSE, l'*Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO), sottopone le GSE su base trimestrale a *stress test* per verificare se le stesse sono in grado di affrontare condizioni avverse di mercato sia in termini di rialzo dei tassi sia di calo dei prezzi delle case. Finora hanno sempre superato tali test dimostrando di possedere un capitale (*core capital*) superiore al minimo richiesto. Alla luce dello scandalo che ha colpito Freddie Mac viene riconsiderato da alcune parti il giudizio sull'adeguatezza del capitale, visto che nel 2002 il rapporto tra patrimonio e attivo in bilancio era pari al 3,2%, ma scendeva all'1,7 se si includeva anche l'esposizione fuori bilancio.

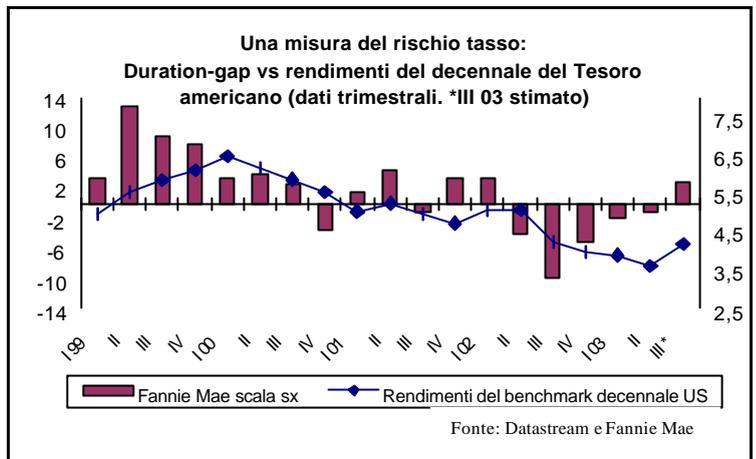
Il rischio più rilevante appare quello del *pre-payment*, il rischio cioè che i pagamenti relativi ai mutui cartolarizzati siano anticipati rispetto alla scadenza a causa del rifinanziamento dei mutui, evento che si accentua in una fase di ribasso dei tassi. Si tratta di un rischio peculiare del mercato americano nel quale anche sui mutui a tasso fisso, che costituiscono più dell'80% dei mutui residenziali, non vi sono penali per l'estinzione anticipata. Ma la capacità di offrire contestualmente un tasso fisso e la possibilità di rinegoziare il mutuo obbliga le GSE a coprirsi, incidendo così in misura rilevante sui mercati finanziari.

L'aumento della volatilità dei rendimenti dei titoli governativi statunitensi, registrato dalla fine del maggio scorso, è in gran parte attribuibile al crescente ottimismo sulla ripresa economica. L'intensità di tale aumento è tale da far ritenere che tali movimenti siano stati amplificati dall'attività di copertura dei mutui da parte delle GSE. Le GSE devono mantenere un equilibrio tra l'esposizione al rischio di tasso dell'attivo (mutui in portafoglio) e quella del passivo (MBS e obbligazioni). La variabile che misura tale equilibrio è la "duration-gap", cioè la differenza fra la sensibilità dell'attivo e quella del passivo a variazioni dei tassi (*modified duration*), il cui andamento, monitorato mensilmente, rappresenta l'indicatore principale per avviare operazioni di copertura. Una "duration-gap" positiva è segnale di una maggiore esposizione al rischio di rialzo dei tassi di interesse in quanto la duration dell'attivo è superiore a quella del passivo, al contrario una "duration gap" negativa segnala una maggiore esposizione al rischio di ribasso dei tassi. A copertura di tale rischio le GSE possono emettere titoli con opzione di rimborso anticipato, ricorrere al mercato dei derivati su tassi o intervenire sul mercato dei titoli di stato. Ad esempio, quando i tassi ricominciano a salire e la probabilità di rifinanziamento si riduce, per contrastare l'aumento della duration possono vendere l'esposizione ai tassi a lunga tramite la vendita di titoli di stato, contribuendo alla spinta al rialzo dei rendimenti.

Ciò aiuta a spiegare quanto accaduto tra metà giugno e metà agosto, quando il trentennale sui mutui è salito dal 4,99% al 6,22%, il tasso di riferimento sul decennale statunitense è passato dal 3,11% al 4,56% e la probabilità di rifinanziamento è scesa dal 90% al 20%. Stime di mercato indicano che un aumento dei tassi a lunga di 50 punti base porterebbe alla necessità di vendite di decennali per copertura pari a circa \$200 mld. Inoltre un aumento dei tassi con conseguente aumento dei tassi sui mutui e una riduzione dell'attività di rifinanziamento potrebbe ridurre i consumi delle famiglie. A ciò si aggiunge anche il rischio di un calo dei prezzi degli immobili: stime del Fondo monetario internazionale indicano che un calo del 10% nei prezzi delle case ridurrebbe la ricchezza netta delle famiglie americane del 3,8%.

Dal lato degli investitori, la quota più elevata di titoli delle agenzie federali, ben il 20%, è in mano alle stesse GSE, seguite dalle banche commerciali statunitensi (18%), dai fondi di investimento statunitensi (13%) e dalla categoria "resto del mondo" (13%). Negli ultimi cinque anni si è verificato un aumento degli acquisti di titoli governativi americani (treasury e titoli delle agenzie federali) da parte delle banche centrali straniere pari al 45%. E più della metà di tale incremento è confluito nei titoli delle agencies, tanto che la quota di queste ultime è passata da appena il 7% del 1998 a più del 20% a giugno 2003. La vendita di tali titoli potrebbe concorrere a spingere al ribasso il dollaro e far risalire i rendimenti a lunga.

E' proprio in considerazione dell'aumento della volatilità sui mercati, delle potenziali difficoltà del mercato nell'assorbire la consistente domanda di copertura delle GSE che il Fondo monetario internazionale nel suo rapporto semestrale invita a porre l'attenzione sull'adeguatezza patrimoniale delle GSE.



CHIMICA: TRA CONGIUNTURA E CERTIFICAZIONE

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

- L'Europa continua a rappresentare il produttore leader mondiale della chimica, con il 27% del prodotto mondiale.
- Il graduale abbandono delle produzioni della chimica di base a favore della chimica fine e per il consumo ha contribuito a consolidare una struttura per dimensione d'impresa caratterizzata soprattutto dalla piccola dimensione.
- A fronte di una situazione congiunturale resa difficile dalla scarsità di domanda da parte dei principali settori clienti, l'industria chimica europea e italiana si trova a fare i conti con la possibile attuazione del nuovo regolamento di certificazione ambientale (reach) proposto dalla Commissione europea.

In Europa l'industria chimica continua a rappresentare uno dei settori di eccellenza. Nonostante l'incalzare dei produttori statunitensi, il Vecchio continente detiene ancora il primato delle quantità prodotte. Secondo le rilevazioni più recenti, la produzione chimica mondiale si attesta in valore sui 1921 miliardi di euro, di questi il 27% è realizzato da imprese europee, seguono poi Stati Uniti, Asia (esclusi Giappone e Cina) e Giappone. La quota prodotta, inoltre, sale fino a 550 miliardi di euro (30% del valore mondiale) se si considerano anche i paesi candidati all'ingresso. All'elevata quota di produzione si sposa una intensa attività di scambi con i paesi esterni all'area; in particolare, i paesi dell'Unione europea coprono circa la metà del commercio mondiale di materie chimiche, con una quota di mercato delle esportazioni pari al 55,3% e delle importazioni del 45,6%. Tale tendenza ha assicurato un surplus commerciale al complesso dei paesi dell'area che a fine 2002 ha toccato i 70 miliardi di euro.

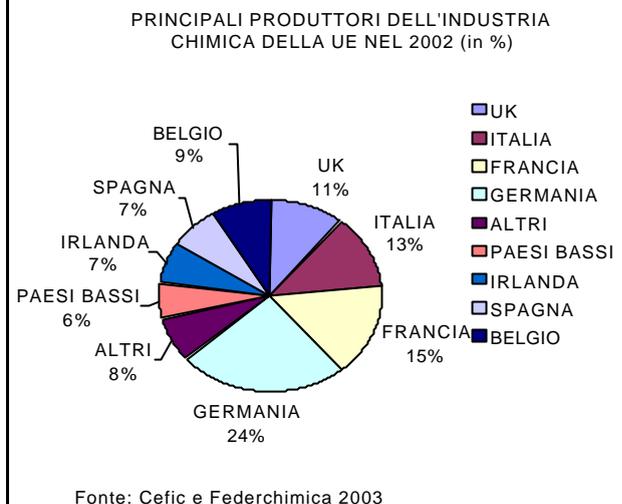
La chimica rappresenta oggi nella Ue il terzo settore in termini di valore aggiunto (circa 12% dell'industria manifatturiera), nonostante ciò si caratterizza ancora per una forte frammentazione del tessuto produttivo caratterizzato da una molteplicità di imprese di piccole e medie dimensioni: circa il 98% delle imprese chimiche occupa infatti meno di 500 addetti ma produce il 45% circa del valore aggiunto complessivo. Il fenomeno risulta particolarmente evidente nel nostro paese, dove è rilevante soprattutto la presenza di micro imprese (1-9 addetti); mentre la presenza dei grandi gruppi si ha soprattutto in Germania.

La piccola dimensione d'impresa ha favorito una graduale modifica dei settori di specializzazione passati dalla chimica di base, in cui la possibilità di realizzare economie di scala favorisce gli impianti di grandi dimensioni, alla chimica fine e delle specialità (coloranti, pitture e vernici, ecc.) e a quella per il consumo (detergenti e cosmetici) dove al contrario la minore possibilità di realizzare economie di scala ha favorito la creazione di una molteplicità di nicchie in cui operano imprese specializzate.

Nel nostro paese la chimica, dopo aver registrato nello scorso anno una crescita dell'1% circa, nei primi sei mesi del 2003 ha segnato una flessione consistente: in particolare, la fabbricazione di prodotti chimici e fibre sintetiche è scesa dell'1,9% a/a, mentre quella di articoli in gomma e materie plastiche del 2,4% a/a. Il settore continua a soffrire della debole domanda dei settori clienti italiani (in particolare auto e i comparti del sistema moda) e di una iniziale flessione da parte di quelli che negli scorsi anni avevano rappresentato il principale sostegno, come l'edilizia. Sul fronte delle vendite all'estero, i primi sei mesi mostrano una flessione consistente per le esportazioni di prodotti chimici e fibre sintetiche (-5,9%) all'interno della Ue, mentre tengono le vendite degli articoli in gomma e materie plastiche (+1,1%).

All'esterno dell'Unione europea nel periodo gennaio-luglio le esportazioni hanno mostrato nel complesso una flessione più contenuta e inferiore all'1%. Su tale scenario ha pesato la debolezza della domanda da parte della Germania, principale partner della chimica italiana con una quota del 12,6% delle esportazioni e del 19,6% delle importazioni. Nonostante le difficoltà congiunturali, l'industria chimica italiana presenta una forte propensione all'export: in ogni classe dimensionale, infatti, il numero di imprese esportatrici è sistematicamente più alto del corrispondente valore nel complesso dell'industria manifatturiera; in media, il 46,1% delle imprese chimiche esporta i propri prodotti contro il 17,3% del manifatturiero. La chimica, infine, nell'ultimo decennio è uno dei pochi settori ad aver mantenuto inalterate le proprie quote sull'export mondiale.

Accanto a problemi di natura congiunturale, la chimica italiana (e più in generale europea) è oggi alle prese con la stima dei costi legati alla futura attuazione della nuova proposta di regolamento sul censimento e l'autorizzazione delle sostanze chimiche. Il nuovo sistema proposto dalla Commissione (Sistema Reach - Registration, evaluation and authorization of chemicals) prevede entro undici anni la registrazione di oltre 30.000 prodotti chimici la cui produzione eccede la tonnellata e l'avvio di procedure di autorizzazione per oltre 1500 sostanze ritenute potenzialmente nocive per l'ambiente e la salute. Secondo la commissione, a fronte di un costo stimato tra i 18 e i 32 miliardi di euro fino al 2020, le nuove procedure potranno garantire risparmi sul fronte sanitario tra i 18 e i 54 miliardi di euro nei prossimi trent'anni. Molti paesi (tra cui di recente Germania, Francia e Regno Unito) hanno formalmente richiesto una revisione del regolamento, ritenendo eccessivo il peso dei controlli soprattutto per le imprese di piccole dimensioni. In particolare, la paura tedesca è quella di un processo di graduale delocalizzazione della produzione chimica in paesi (come Cina e paesi dell'Est Europa) in cui i controlli sono inferiori, con una perdita di posti di lavoro stimata in 1,7 milioni di unità.



LA MODA ITALIANA SI VESTE DI ROSA

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

- La moda italiana torna a guardare con ottimismo ai prossimi mesi durante i quali dovrebbe verificarsi una graduale ripresa dei consumi interni e della domanda estera, fino a maturare una piena inversione di tendenza nella seconda metà del 2004.
- Sui mercati esteri la crescita delle esportazioni sarà trainata dagli Stati Uniti e dal Giappone. Anche la domanda della Germania, primario cliente della moda italiana, è attesa in miglioramento.
- Resta il problema dell'aspra concorrenza cinese che continua a colpire pesantemente tutti i comparti del sistema moda italiano. La Cina, tuttavia, può costituire oltre a una sfida anche un'opportunità purché le aziende siano disposte a innovare e percorrere la strada dell'internazionalizzazione.

Chiuso il conflitto in Iraq, superata la minaccia della Sars, l'industria della moda è tornata, dopo due anni di difficoltà a guardare con cauto ottimismo ai prossimi mesi. Anche se l'attuale quadro congiunturale resta complessivamente debole, alcuni segnali positivi preparano il terreno all'inversione di tendenza che dovrebbe realizzarsi pienamente nella seconda metà del 2004. Tra i motivi di ottimismo, vi è il dato della produzione industriale di luglio, rilasciato dall'Istat, che evidenzia, per il settore, un aumento dell'ordine del 3% sia sul mese precedente sia su base annua. Inoltre, sono risultate in miglioramento le aspettative delle aziende relativamente a ordini e fatturato. Nel corso degli ultimi mesi, l'industria della moda ha mostrato un'elevata diversificazione tra le *performance* dei singoli comparti.

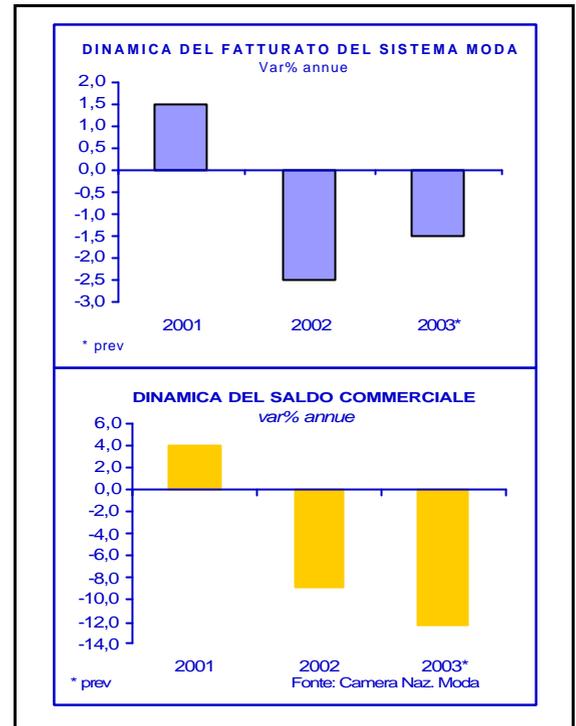
Nell'abbigliamento esterno, a fronte di significativi cali produttivi del segmento maschile, quello femminile è riuscito a mantenere la produzione in crescita. Andamenti speculari sono stati rilevati anche nel comparto della maglieria e sempre a favore del prodotto femminile. Risultati in espansione hanno riguardato anche gli accessori per l'abbigliamento, soprattutto le cravatte, che hanno ripreso vigore dopo anni di forti difficoltà. *Performance* molto dinamiche hanno caratterizzato i comparti dell'abbigliamento *junior*, di quello sportivo e dell'intimo che evidenziano buoni tassi di crescita seppure ridimensionati rispetto al passato.

Nella prima parte di quest'anno, l'interscambio con l'estero ha continuato a risentire, seppure in misura minore, del rallentamento della domanda mondiale e dello sfavorevole andamento dell'euro. L'export ha mostrato un calo del 4,8% su base annua. Il tessile ha riportato diminuzioni delle vendite estere più accentuate rispetto all'abbigliamento (-5,7% e -4,1% rispettivamente), con particolare difficoltà per il comparto laniero (-16,4%). Gran parte dei principali mercati di sbocco ha evidenziato flessioni negli acquisti di moda italiana. Hanno pesato soprattutto i minori acquisti da parte di Germania (-13%) e Stati Uniti (-5,8%).

Le imprese del settore, tra i più "export oriented" dell'industria manifatturiera italiana, soffrono della concorrenza dei paesi di nuova industrializzazione e della mancanza di reciprocità nei dazi doganali. La concorrenza asiatica, e cinese in particolare, con la sua manodopera a basso costo, l'enorme capacità imitativa e il forte miglioramento della qualità della produzione, costituisce un problema reale per le imprese della moda colpite in tutti i comparti della produzione. Negli ultimi quindici anni le esportazioni italiane di tessile-abbigliamento sono passate da 113 milioni di euro del 1988 ai 173 dello scorso anno, mentre la Cina le ha triplicate nei confronti dell'Italia, superando i 1.613 milioni lo scorso anno. Attualmente il 6,5% dell'abbigliamento acquistato dagli italiani è di provenienza cinese.

La Cina non è tuttavia solo una minaccia: è una sfida e allo stesso tempo una opportunità per le aziende italiane che dovrebbero investire maggiormente in innovazione e aprirsi all'internazionalizzazione. Per entrare nel Sistema Cina e arginarne la concorrenza occorrerebbe legare l'interscambio a cultura e marchi italiani e le *joint-venture*, finora molto poco praticate, restano, in quest'ottica, lo strumento più efficace. Per il suo enorme potenziale di vendita, quello cinese è inoltre un mercato che va presidiato direttamente: le aziende da semplici esportatrici dovrebbero essere presenti con una propria struttura produttiva e distributiva sul posto. Si stima che oggi circa centottanta milioni di cinesi abbiano regimi di vita di stampo occidentale ed è su questo "target" che dovrebbe concentrarsi il *marketing* dell'Italia in Cina. Ormai la crescita dell'economia cinese è abbastanza matura per poter costituire una domanda potenziale assolutamente interessante per le produzioni "alte" del nostro paese. Alcuni grandi nomi della moda italiana si sono già mossi in questa direzione privilegiando l'apertura di punti vendita nelle maggiori città della Repubblica Popolare piuttosto che in Europa o Giappone.

Quanto alle previsioni, l'ultimo trimestre del 2003 potrebbe segnare la chiusura del biennio sfavorevole. Grazie al recupero finale, l'anno in corso potrebbe chiudere con una perdita limitata del fatturato, stimata intorno all'1,5%. Il 2004 dovrebbe evidenziare una graduale crescita dei consumi interni e della domanda estera fino a maturare una piena inversione di tendenza nella seconda metà dell'anno. I comparti a monte avranno un inizio d'anno positivo e l'aumento di fatturato potrebbe attestarsi intorno al 4% nel primo semestre 2004. I comparti a valle potrebbero raggiungere una crescita del 3%. I consumi sono stimati in crescita del 4%, l'import sarà sostenuto (+7%) ma anche l'export dovrebbe recuperare terreno (+4%). Sui mercati esteri la domanda sarà trainata dagli Stati Uniti, dal Giappone e, in misura minore dai paesi UE, Germania in particolare.



MUTUI FONDIARI: L'ITALIA INSEGUE L'EUROPA

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

- Dal mese di gennaio in Italia il trend di crescita dei finanziamenti alle famiglie destinati all'acquisto di abitazioni non è mai sceso al di sotto del 20% anno su anno. In luglio la consistenza dei mutui ha superato i €140 mld.
- Ciononostante in Italia il rapporto mutui/Pil rimane contenuto ad un livello pari al 10%. In ambito europeo l'analogo ratio ha raggiunto nel 2001 il 40%.
- Il processo di realizzazione di un mercato unico dei crediti ipotecari risulta ancora lungo e la maggior parte dei finanziamenti proviene ancora dagli operatori nazionali.

Il forte incremento dei mutui ipotecari alle famiglie in Italia, iniziato nel 2002, ha confermato e rafforzato il suo trend di crescita anche nel primo semestre 2003 riportando tassi annui di variazione superiori al 20% a/a.

Dal 1998 il valore delle consistenze relative a questa forma tecnica è più che raddoppiato superando nello scorso mese di luglio i €140 mld. Nello stesso periodo la sua incidenza sul totale del credito a m/l termine è salita dal 19% al 25%.

In Italia, però, nonostante la forte crescita recente il rapporto tra mutui e Pil rimane limitato al 10%, ovvero un valore tra i più contenuti rispetto agli altri paesi europei. In effetti questo indicatore segnala un livello medio europeo di circa il 40% con quote superiori al 50% in Gran Bretagna, Germania, Paesi Bassi e Danimarca. La più contenuta entità degli stock e l'alta propensione all'autofinanziamento si traducono per l'Italia in una quota di mutuo pro capite inferiore ai €2.500. Paesi come Germania e Danimarca riportano valori al di sopra di €5.000 pro capite.

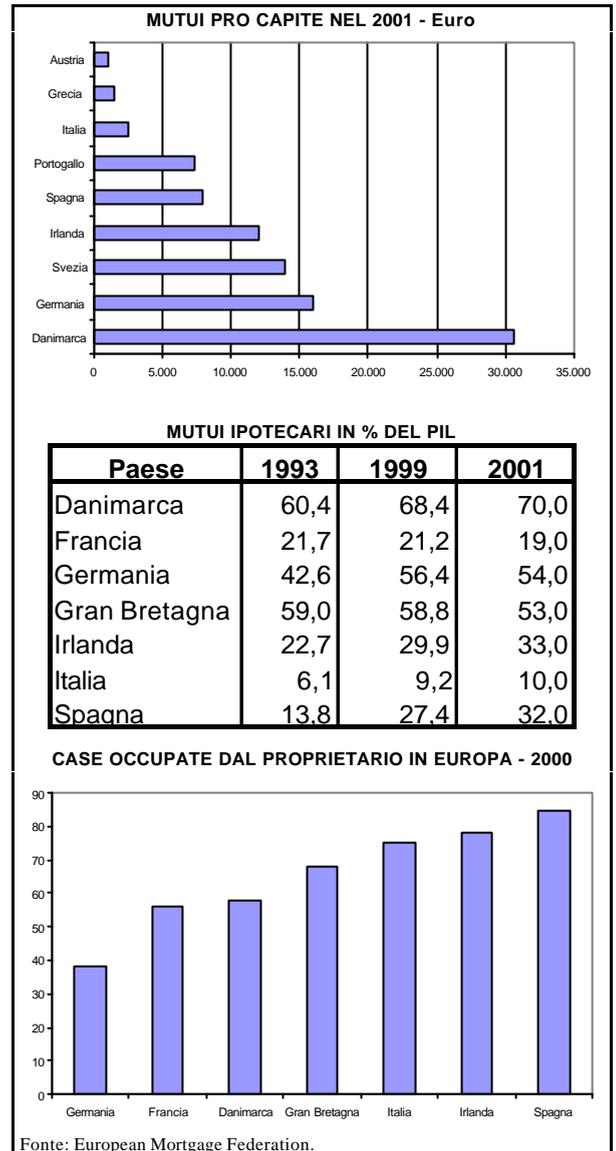
Come indicato dai dati della European Mortgage Federation il desiderio di abitare una casa di proprietà è condiviso anche nel resto d'Europa: la percentuale di occupanti/proprietari è, infatti, ovunque superiore al 50% con l'unica eccezione della Germania dove fino a tempi relativamente recenti erano previste agevolazioni fiscali per gli affittuari. La lunga fase di discesa dei tassi di interesse ed il protrarsi della crisi dei mercati finanziari hanno certamente contribuito ad orientare gli investimenti delle famiglie verso il mercato immobiliare. Se aspirare ad avere una casa di proprietà è ambizione diffusa si riscontrano però alcune differenze nelle modalità di finanziamento dell'acquisto. L'ammontare del prestito risulta nella prassi limitato a circa il 50% del valore dell'immobile per Italia e Grecia mentre la media europea si

posiziona oltre il 70%. Anche la durata del contratto si propone con un'ampia scelta di scadenze: quelle prevalenti nel Nord Europa arrivano frequentemente a 30 anni mentre più brevi risultano quelle preferite in paesi come la Spagna (20 anni) e l'Italia (10 anni).

Le difformità nel mercato dei mutui fondiari sono anche in parte riconducibili alle diverse caratteristiche sia sociali che economiche dei diversi paesi. Nel Nord Europa infatti la maggiore dinamicità del mercato dei mutui è legata in parte sia alla mobilità della popolazione con relativo cambio di abitazione sia alla consuetudine di costituire un nucleo autonomo in giovane età, eventi questi più diffusi rispetto ai paesi mediterranei. Anche l'evoluzione della struttura per età della popolazione influisce sulla richiesta di finanziamenti: l'aumento demografico e la maggiore frequenza di nuclei con un solo componente si riflettono infatti in un incremento della domanda. Le motivazioni economiche che sostengono la crescita dei volumi sono invece legate prevalentemente alla riduzione dei tassi di interesse e all'aumento dei prezzi degli immobili nonché alle agevolazioni fiscali. Per alcuni paesi europei si aggiunge la liberalizzazione degli affitti che ha reso più concorrenziali le rate di ammortamento.

Potenzialità di ulteriore sviluppo dei finanziamenti ipotecari sono diffuse in tutta Europa. Il mercato risulta però molto frammentato e con una scarsa possibilità di inserimento per gli operatori esteri. I prodotti offerti nei vari paesi hanno spesso caratteristiche diverse, durate, tassi e servizi accessori che rendono difficile un reale confronto e la possibilità di scelta del finanziatore rimane spesso limitata all'ambito nazionale. In effetti la Commissione europea stima che il livello dei finanziamenti ipotecari transfrontalieri sia inferiore all'1% dei mutui in essere nel 2001. Eppure secondo uno studio della "European Financial Services Round Table" una maggiore integrazione potrebbe contribuire ad aumentare la scelta dei prodotti, ridurre i prezzi dei servizi finanziari e dei tassi di interesse nonché evitare una "distorsione" verso prodotti nazionali, fattori questi che potrebbero tradursi in un incremento del Pil europeo pari allo 0,5-0,7%.

Considerata l'entità dei volumi mossi dai finanziamenti per mutui la Commissione europea ha istituito un gruppo di lavoro con l'intento di individuare i principali ostacoli alla realizzazione di un vero mercato unico e di proporre iniziative per l'integrazione delle normative dei vari paesi.



IL TORO DISOCCUPATO

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

La stagione degli utili si apre con forti sorprese e nuovi sbalzi di volatilità.

L'inatteso e violento *profit warning* da parte di Sun Microsystems (-14% giornaliero) trascina verso il basso Wall Street offrendo il pretesto per liberare posizioni in utile e alleggerire il peso in azioni ormai ampiamente sopravvalutate (*P/e* mediamente quintuplicati).

L'arrivo dei *test* dei bilanci aziendali pone nuovamente al centro dell'attenzione degli investitori la *Corporate America*, chiamata a confermare aspettative di forte crescita degli utili. Eventuali delusioni su questo fronte potrebbero alimentare la spirale ribassista mettendo a dura prova le difese tecniche e le certezze grafiche degli indici, affidate alla tenuta stagna dei supporti chiave.

Tuttavia, nel corso dell'ultimo prolungato *rally* estivo, i listini hanno saputo ottimizzare al meglio le risorse costruendosi solide basi di sostegno (9.000 per il Dow Jones, 960 per lo S&P500 e 1.750 per il Nasdaq) in grado di assorbire *shock* depressivi anche notevoli.

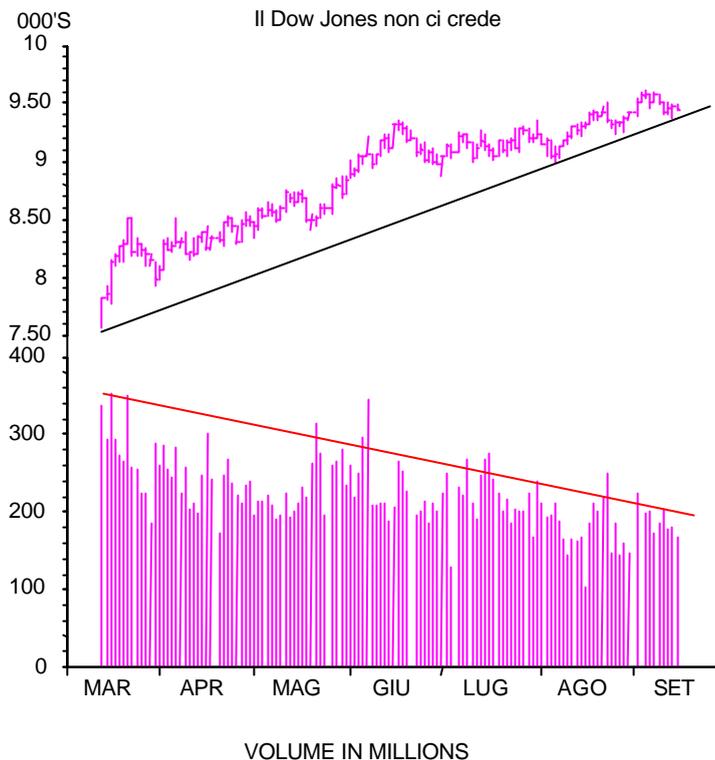
I volumi di scambio restano contratti, riducendosi ulteriormente nelle accelerazioni degli indici.

Malgrado una brillante partenza, settembre ha confermato comunque la sua reputazione di mese Orso – soprattutto per via delle manovre tecniche di chiusura e risistemazione dei portafogli istituzionali a fine trimestre – con tutti i listini, ad eccezione di Singapore ed Hong Kong, in territorio negativo su base mensile.

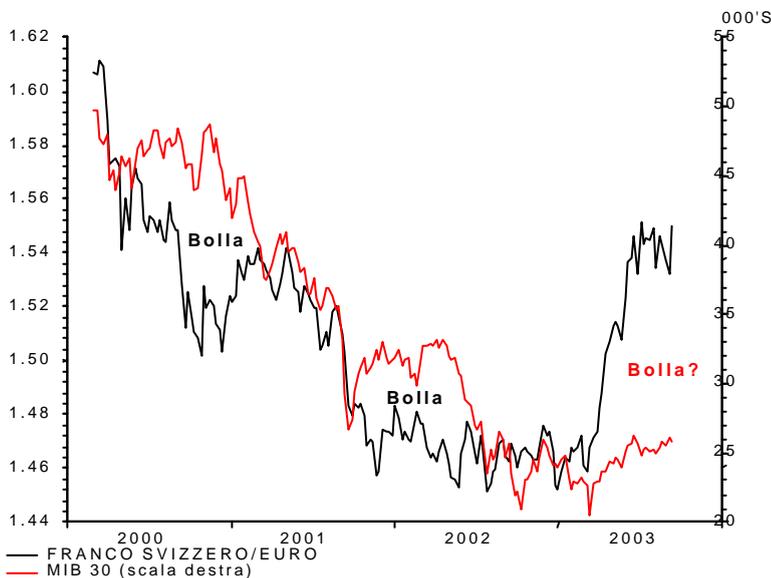
Richiami alla cautela giungono anche da più ampie indicazioni macroeconomiche, dove le continue debolezze del mercato del lavoro statunitense hanno contribuito a deprimere il dato sulla fiducia dei consumatori, tornato improvvisamente ai minimi dalla fine della guerra in Iraq, ben sotto quota 80 (76,8).

Assume quindi una rilevanza particolare la prossima pubblicazione del rapporto sull'occupazione Usa, in calendario proprio venerdì. Una vera spada di Damocle sulle aspettative di crescita dell'economia statunitense che, nella febbrile attesa del dato, relegherà il mercato ad ostaggio di volatilità e movimenti speculativi di breve respiro.

Prezzi in crescita ma con volumi in calo



Travaso da equity a franco svizzero nei periodi di crisi



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

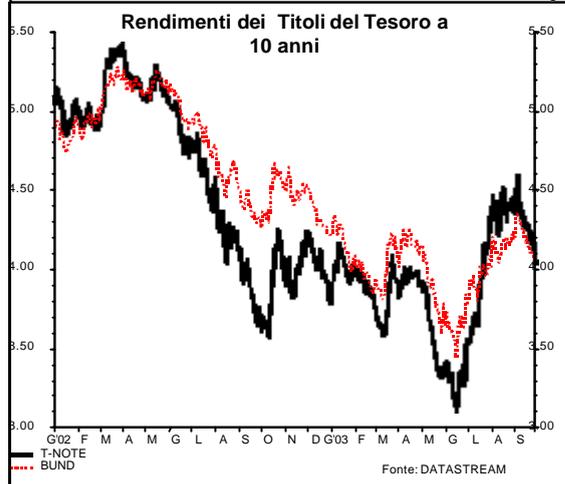
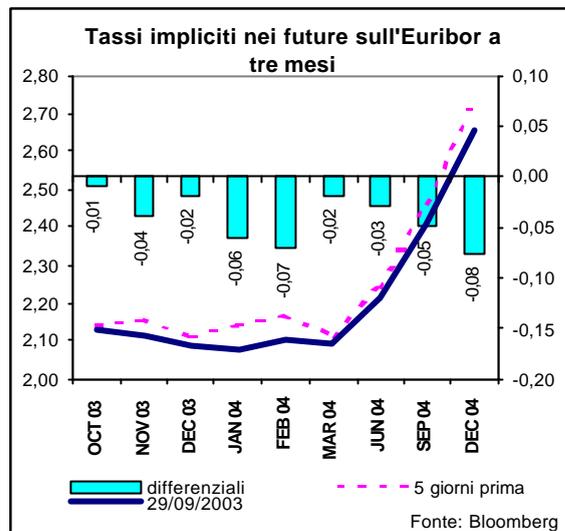
	Dati storici					Variazioni percentuali					
	29/9/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	
MIB TEL	18.721	18.982	18.821	16.764	29.834	28.094	-1,4	-0,5	11,7	-37,2	-33,4
MIB 30	25.128	25.560	25.462	22.562	42.906	41.477	-1,7	-1,3	11,4	-41,4	-39,4
DOW JONES IND.	9.380	9.535	9.416	7.701	10.646	11.358	-1,6	-0,4	21,8	-11,9	-17,4
NASDAQ	1.825	1.875	1.810	1.199	2.292	4.131	-2,7	0,8	52,2	-20,4	-55,8
STANDARD & POOR'S	1.007	1.023	1.008	827	1.283	1.455	-1,6	-0,1	21,7	-21,6	-30,8
NIKKEI 225	10.230	10.475	10.344	9.530	13.786	18.934	-2,3	-1,1	7,3	-25,8	-46,0
FTSE 100	4.143	4.228	4.161	3.907	6.175	6.930	-2,0	-0,4	6,0	-32,9	-40,2
CAC 40	3.189	3.283	3.211	2.951	5.799	5.917	-2,9	-0,7	8,1	-45,0	-46,1
DAX 30	3.323	3.456	3.485	2.919	6.290	6.751	-3,8	-4,6	13,9	-47,2	-50,8
MADRID	720	737	750	595	879	1.012	-2,3	-4,0	21,0	-18,1	-28,8
SINGAPORE	1.629	1.587	1.599	1.374	1.896	2.583	2,7	1,8	18,5	-14,1	-36,9
HONG KONG	11.141	10.873	10.909	9.294	14.870	17.370	2,5	2,1	19,9	-25,1	-35,9
DJ EURO STOXX50	2.440	2.514	2.557	2.343	4.702	4.849	-2,9	-4,6	4,1	-48,1	-49,7
MSCI WORLD	917	933	905	752	1.202	1.422	-1,7	1,3	21,9	-23,7	-35,5
MSCI EMU	129	133	134	121	233	243	-2,8	-3,9	6,7	-44,6	-46,9
MSCI FAR EAST	2.004	2.044	1.904	1.714	2.572	3.605	-2,0	5,3	16,9	-22,1	-44,4
MSCI NORTH AMERICA	1.018	1.035	1.020	828	1.302	1.525	-1,6	-0,2	23,0	-21,8	-33,2

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, la revisione al rialzo del Pil del II trimestre (dal 3,1% t/t annualizzato al 3,3%) non ha impressionato i mercati che continuano a puntare i riflettori sui segnali provenienti dal mercato del lavoro per trovare conferme sulla sostenibilità della ripresa. I dati sull'occupazione in uscita venerdì prossimo sono attesi in calo. Le preoccupazioni per il lavoro sono state uno dei principali fattori alla base del peggioramento del clima di fiducia delle famiglie espresso dall'indice dell'Università del Michigan di settembre.
- Tuttavia, l'aumento della redditività e della capacità di spesa delle imprese e le favorevoli condizioni di finanziamento potrebbero costituire le premesse per il consolidamento della ripresa degli investimenti fissi non residenziali (saliti per la prima volta nel II trimestre del 7,3% t/t annualizzato), per il riaccumulo delle scorte e, successivamente, per una ripresa dell'occupazione. Secondo i dati di contabilità nazionale del US Dept. of Commerce, i profitti e il *cash flow* delle imprese americane sono aumentati nel II trimestre a ritmi sostenuti, rispettivamente del 9,9% e del 7,3% t/t annualizzato.
- I rendimenti a lunga sui titoli del Tesoro statunitensi hanno corretto al ribasso, a seguito del calo della Borsa e dell'attenuarsi dei timori di vendite di T-bond Usa da parte dei paesi asiatici, emersi dopo la riunione del G7 di Dubai. Il decennale (4,03%) si è portato sotto il Bund. In prospettiva i rendimenti potrebbero risalire solo gradualmente quando vi saranno maggiori conferme sulla sostenibilità della ripresa, soprattutto relativamente al mercato del lavoro.
- Nell'area dell'euro si auspica che la vigorosa ripresa statunitense riesca a trainare l'Europa fuori dalla stagnazione. Ma queste aspettative sono in parte offuscate dall'apprezzamento dell'euro che, dopo il vertice di Dubai, si è apprezzato sul dollaro portandosi oltre quota 1,16. Il rafforzamento dell'euro è per ora avvenuto prevalentemente nei confronti del dollaro, contro il quale ha recuperato oltre il 6% da inizio settembre. Il cambio effettivo nominale dell'euro, che misura l'andamento della divisa europea nei confronti dei principali partner commerciali, non mostra movimenti così accentuati. Inoltre, le indicazioni provenienti dagli indici di fiducia e da quelli congiunturali non sono unanimemente positive. Ad esempio, l'incoraggiante miglioramento della fiducia degli imprenditori in Germania (IFO) si contrappone al peggioramento registrato dagli analoghi indicatori in Italia e in Belgio. L'incremento dell'IFO di settembre è stato trainato dalla componente sulle aspettative, mentre le valutazioni sulla situazione attuale sono peggiorate, il che getta qualche perplessità sull'effettiva realizzazione del miglioramento proiettato dall'indice. Intanto, l'inflazione armonizzata a settembre è risultata per la Germania pari all'1,1% a/a e per l'Italia al 2,9% a/a.
- La Bce ha affermato che il livello dei tassi è appropriato, il che potrebbe significare saggi invariati in attesa di verificare se l'Europa sarà in grado di agganciare la ripresa. Tale circostanza sarà resa evidente da un'accelerazione, seppure moderata, del Pil del III trimestre 2003. Se questo non dovesse verificarsi, non si può escludere che la Bce decida un ulteriore allentamento monetario, ammesso che le leggi finanziarie dei principali paesi europei prevedano misure di contenimento strutturale della spesa pubblica.



	dati storici		29/09/2003	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	121	118	111	112	110
dollaro-euro	0,981	1,166	1,157	1,160	1,170
yen-euro	118	138	128	130	129
sterlina-euro	0,631	0,702	0,695	0,697	0,694
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,80	1,12	1,15	1,15	1,50
euro	3,31	2,15	2,13	1,90	2,20
yen	0,07	0,06	0,01	0,06	0,08
sterlina	3,99	3,64	3,76	3,72	4,05
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,87	3,32	4,03	4,30	4,60
Germania	4,39	3,64	4,04	4,20	4,40
Giappone	1,13	0,54	1,43	1,40	1,56
Italia	4,61	3,76	4,18	4,35	4,55
Gran Bretagna	4,45	4,02	4,55	4,70	4,90

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
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,2	113,3	113,1	113,3	113,6	113,8	113,6	113,9	113,2
2004	113,8	114,2	114,8	114,9	115	115	114,9	114,9	115,2	115,4	115,3	115,6	114,9
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,2	-0,2	0,3	0,1
2004	-0,1	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9	2,0	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9	1,7	2,0
2004	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5

ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,9	104,1	102,6
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,4	106,6	106,8	105,5
2004	106,5	106,1	107,0	107,6	107,8	107,9	107,8	107,6	108,1	108,5	109,0	109,1	107,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2
2004	-0,3	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,7	2,6	2,6	2,8
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	1,9	2,0	2,3	2,2	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
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	120,6	120,9	121,3	121,6	121,8	121,8	122,0	122,3	122,6	122,8	123,0	123,1	122,0
2004	123,5	123,6	123,8	124,1	124,2	124,2	124,3	124,5	124,7	125,0	125,2	125,3	124,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
2004	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	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
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7	2,5	2,5	2,7
2004	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	2,0

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

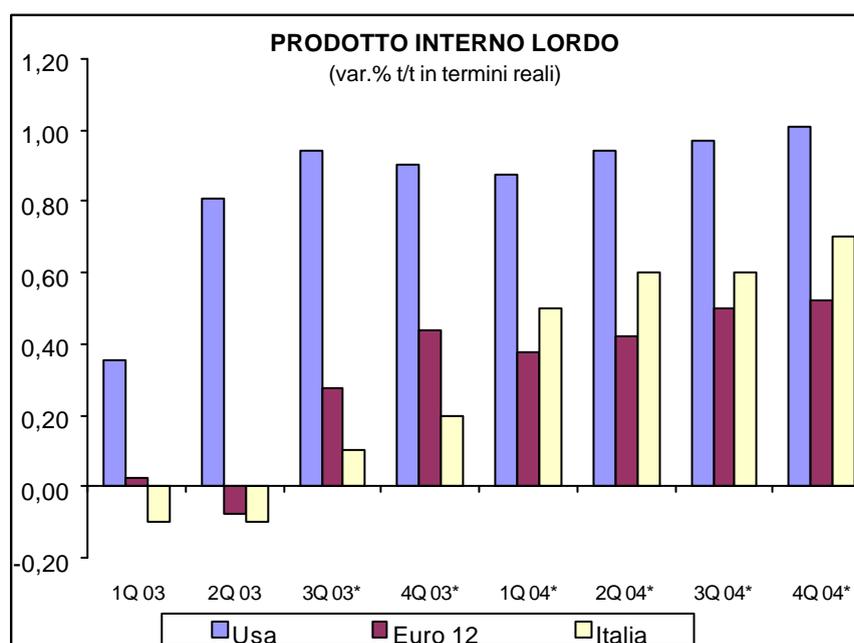
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
var.% trim su trim annualizzato				1,4	3,3	3,8	3,7	3,5	3,8	3,9	4,1
var.% anno su anno	2,4	2,5	3,7	2,0	2,5	2,5	3,0	3,6	3,7	3,7	3,9

AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
var.% trim su trim annualizzato				0,1	-0,3	1,1	1,8	1,5	1,7	2,0	2,1
var.% anno su anno	0,8	0,5	1,5	0,8	0,2	0,3	0,7	1,0	1,5	1,7	1,8

ITALIA

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,6	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				-0,4	-0,4	0,4	0,8	2,0	2,4	2,4	2,8
var.% anno su anno	0,4	0,5	1,6	0,8	0,3	0,3	0,6	0,7	1,4	1,9	2,6

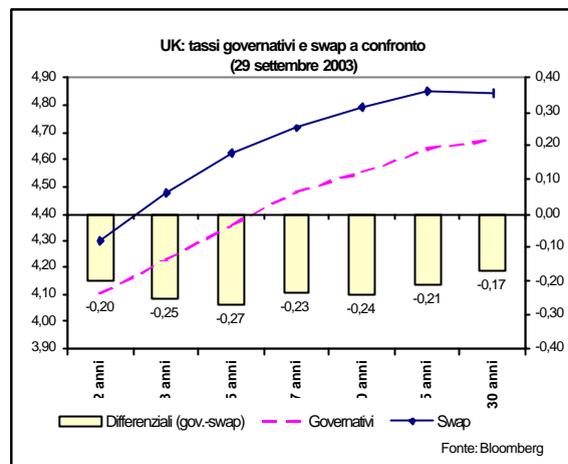
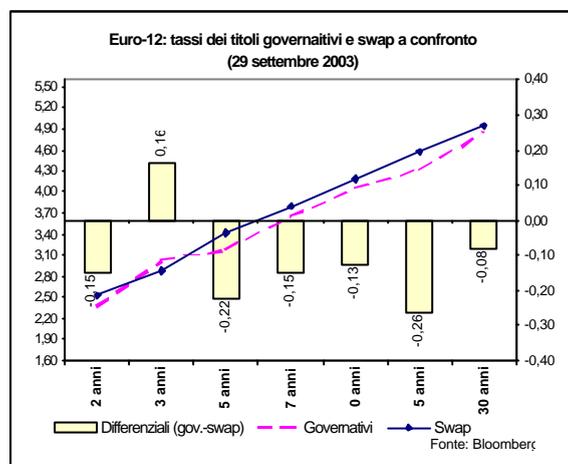


PIL 2002 (mld di euro)
a prezzi correnti

Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.063
Italia	1.254

PANORAMA TASSI & EURO

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



Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

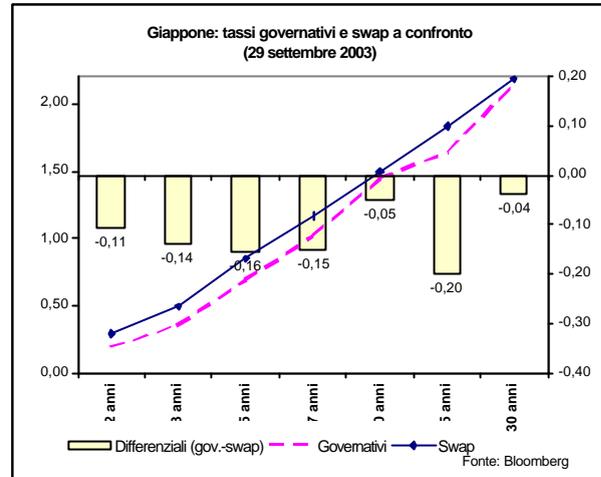
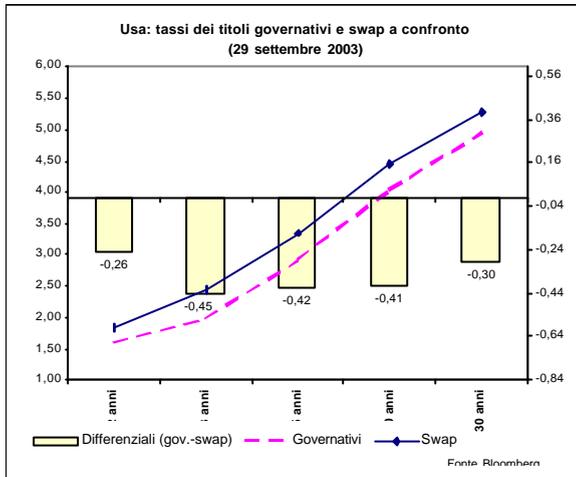
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute					
	26/9/03	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	
	USA	1,149	1,131	1,082	0,980	1,049	1,179	1,5	6,2	17,3	9,5	-2,6
Canada	1,556	1,534	1,516	1,546	1,655	1,800	1,4	2,6	0,6	-6,0	-13,6	
Australia	1,702	1,690	1,681	1,802	1,856	1,910	0,7	1,2	-5,6	-8,3	-10,9	
Nuova Zelanda	1,949	1,922	1,883	2,094	1,998	2,223	1,4	3,5	-6,9	-2,4	-12,3	
Giappone	128,8	129,9	127,1	120,2	124,4	133,7	-0,9	1,3	7,1	3,5	-3,7	
Argentina	3,330	3,305	3,172	3,618	3,531	1,180	0,8	5,0	-8,0	-5,7	182,3	
Svizzera	1,543	1,560	1,537	1,464	1,452	1,617	-1,1	0,4	5,4	6,3	-4,5	
Regno Unito	0,692	0,695	0,692	0,627	0,651	0,711	-0,5	0,0	10,2	6,3	-2,7	
Svezia	8,934	9,038	9,278	9,118	9,153	9,470	-1,1	-3,7	-2,0	-2,4	-5,7	
Danimarca	7,427	7,428	7,431	7,428	7,429	7,450	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	
Norvegia	8,083	8,157	8,323	7,322	7,276	8,855	-0,9	-2,9	10,4	11,1	-8,7	
Cipro	0,585	0,584	0,585	0,574	0,573	0,582	0,1	0,0	1,9	2,0	0,4	
Repubblica Ceca	31,70	32,17	32,35	30,32	31,58	35,11	-1,5	-2,0	4,5	0,4	-9,7	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	254,6	255,4	256,6	243,7	236,3	251,5	-0,3	-0,8	4,5	7,7	1,2	
Lettonia	0,644	0,641	0,627	0,593	0,614	0,667	0,4	2,6	8,6	4,8	-3,5	
Lituania	3,452	3,453	3,452	3,452	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,427	0,427	0,424	0,413	0,418	0,443	0,0	0,5	3,4	2,0	-3,7	
Slovacchia	41,28	41,23	41,93	42,06	41,50	42,99	0,1	-1,6	-1,9	-0,5	-4,0	
Slovenia	235,4	235,3	235,0	228,0	230,2	189,0	0,0	0,2	3,3	2,3	24,5	
Polonia	4,54	4,498	4,358	4,052	4,021	4,071	0,9	4,2	12,1	12,9	11,5	
Russia	35,06	34,64	33,06	30,92	33,53	25,32	1,2	6,0	13,4	4,6	38,5	
EURO	89,0	89,2	88,0	81,4	84,5	93,3	-0,2	1,2	9,3	5,4	-4,6	

cambio effettivo nominale

Fonte : Datastream.

PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	26/9/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,353	1,349	1,395	1,574	1,572	1,598	-0,3	3,1	16,4	16,2	18,1
Australia (*)	0,674	0,672	0,644	0,545	0,562	0,516	0,3	4,7	23,6	20,0	30,6
Nuova Zelanda (*)	0,589	0,591	0,574	0,471	0,524	0,425	-0,4	2,6	25,1	12,3	38,4
Giappone	111,8	114,1	117,3	122,0	118,8	131,8	2,1	5,0	9,2	6,3	18,0
Corea del Sud	1.151	1.170	1.171	1.224	1.200	1.320	1,7	1,7	6,3	4,3	14,7
Filippine	55,04	54,98	55,16	52,47	53,60	51,60	-0,1	0,2	-4,7	-2,6	-6,3
Indonesia	8.440	8.465	8.460	9.010	8.950	10.370	0,3	0,2	6,8	6,0	22,9
Singapore	1,732	1,742	1,754	1,785	1,734	1,849	0,6	1,3	3,0	0,1	6,7
Thailandia	40,09	40,42	41,33	43,41	43,11	44,05	0,8	3,1	8,3	7,5	9,9
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,86	45,94	45,88	48,40	47,97	48,27	0,2	0,0	5,5	4,6	5,2
Argentina	2,91	2,91	2,97	3,68	3,36	1,00	0,0	2,1	26,3	15,5	-65,8
Brasile	2,93	2,90	2,99	3,76	3,54	2,30	-1,0	1,8	28,0	20,7	-21,8
Cile	664,6	667,3	699,8	746,8	720,3	646,3	0,4	5,3	12,4	8,4	-2,8
Colombia	2.880	2.849	2.851	2.830	2.867	2.297	-1,1	-1,0	-1,7	-0,4	-20,3
Messico	10,92	10,90	10,93	10,19	10,46	9,11	-0,2	0,1	-6,7	-4,2	-16,6
Perù	3,48	3,48	3,48	3,64	3,50	3,44	-0,1	0,0	4,5	0,6	-1,1
Uruguay	28,13	27,58	27,73	27,15	27,20	14,75	-2,0	-1,4	-3,5	-3,3	-47,6
Venezuela	1.598	1.598	1.598	1.477	1.387	759	0,0	0,0	-7,6	-13,2	-52,5
Israele	4,46	4,48	4,48	4,84	4,75	4,48	0,4	0,4	8,4	6,4	0,4
Sud Africa	7,15	7,34	7,34	10,59	8,57	12,37	2,7	2,6	48,2	19,9	73,0
Turchia	1.368.470	1.367.228	1.385.490	1.652.235	1.643.699	1.429.847	-0,1	1,2	20,7	20,1	4,5
Area dell'Euro (*)	1,149	1,131	1,082	0,980	1,049	0,904	1,5	6,2	17,3	9,5	27,1
Regno Unito (*)	1,659	1,636	1,568	1,559	1,610	1,439	1,4	5,8	6,4	3,0	15,3
Svizzera	1,345	1,368	1,413	1,501	1,383	1,650	1,7	5,0	11,6	2,9	22,7
Danimarca	6,47	6,54	6,84	7,60	7,08	8,28	1,0	5,7	17,4	9,4	28,0
Norvegia	7,00	7,21	7,70	7,47	6,97	8,87	3,0	9,9	6,8	-0,5	26,7
Svezia	7,81	7,94	8,54	9,38	8,69	10,28	1,7	9,4	20,1	11,3	31,7
Russia	30,47	30,59	30,30	31,64	31,78	30,14	0,4	-0,6	3,8	4,3	-1,1
Polonia	3,94	3,95	4,00	4,16	3,81	3,96	0,3	1,5	5,5	-3,3	0,4
Repubblica Ceca	27,61	28,41	29,91	30,92	30,14	35,27	2,9	8,3	12,0	9,2	27,8
Ungheria	221,9	223,8	236,6	249,5	224,9	272,9	0,9	6,6	12,4	1,4	23,0
DOLLARO USA	100,9	101,9	105,7	114,7	110,5	122,0	-1,0	-4,5	-12,0	-8,7	-17,3

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 30/9 AL 6/10/2003)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 30	Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve sul settore manifatturiero del Midwest
Mercoledì 1	Stati Uniti: discorso di Broadus della Federal Reserve sullo scenario economico Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve sullo stato dell'economia
Giovedì 2	Area Euro: la BCE annuncia i tassi di interesse Stati Uniti: intervento di Santomero della Federal Reserve sulla politica monetaria

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 30	Francia	Fiducia delle imprese	settembre	91,0	93,0
		Variazione numero disoccupati	agosto	20.000	15.000
		Tasso di disoccupazione	agosto	9,6%	9,6%
		Pil (def.)	II tr. 03	0,2% t/t; 1% a/a	-0,3% t/t; -0,3% a/a
	Italia	Bilancia commerciale (UE)	luglio	- €1,21 mld	€ 1,16 mld
		Bilancia commerciale (non UE)	agosto	€1,55 mld	€1,85 mld
	Regno Unito	PIL (def.)	II tr. 03	0,1% t/t; 2,1% a/a	0,3% t/t; 1,8% a/a
	Area Euro	Indice di fiducia sintetico	settembre	-0,89	-0,62
		Prezzi al consumo (stima flash)	settembre	2,1% a/a	2,1% a/a
Mercoledì 1	Italia	Fabbisogno settore statale	settembre	€6,3 mld	€9,0 mld
	Area Euro	PMI (manifatturiero)	settembre	49,1	50,4
		Tasso di disoccupazione	agosto	8,9%	9,0%
	Regno Unito	PMI (manifatturiero)	settembre	51,9	50,4
Giovedì 2	Area Euro	Prezzi alla produzione	agosto	0,0% m/m; 1,3% a/a	0,2% m/m; 1,4% a/a
Venerdì 3	Area Euro	PMI (servizi)	settembre	52,0	52,5
		PMI (sintetico)	settembre	51,2	51,7
	Regno Unito	PMI (servizi)	settembre	57,0	57,4
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 30	Stati Uniti	Fiducia dei consumatori	settembre	81,3	81,5
		PMI (Chicago)	settembre	58,9	57,0
	Giappone	Tasso di disoccupazione	agosto	5,3% m/m	5,3% m/m
		Consumi delle famiglie	agosto	-6,0% m/m	-2,9% m/m
		Produzione industriale	agosto	0,5% m7m; -0,3% a/a	1,1% m/m; 1,0% a/a
Mercoledì 1	Stati Uniti	Vendita totale veicoli	settembre	19,0 mln	17,0 mln
	Giappone	Indice Tankan (manifatturiero)	settembre	-5	2
Giovedì 2	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	27 sett.	381.000	395.000
Venerdì 3	Stati Uniti	Salari medi orari	settembre	0,1% m/m	0,2% m/m
		Ore settimanali lavorate	settembre	33,6	33,7
		Tasso di disoccupazione	settembre	6,1%	6,2%
		ISM non manifatturiero	settembre	65,1	63,4