

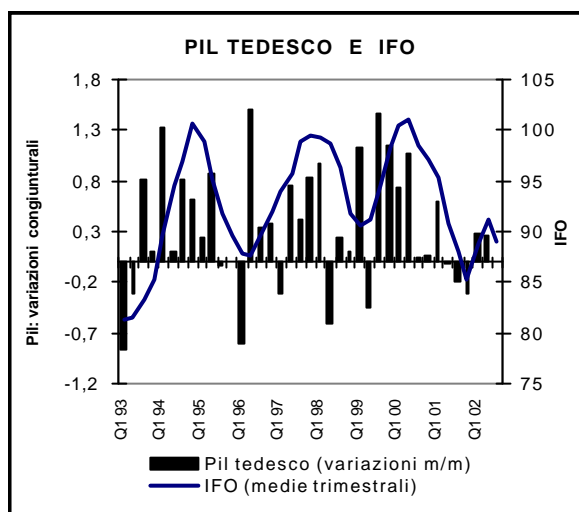
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

1 ottobre 2002  
n. 13 - 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



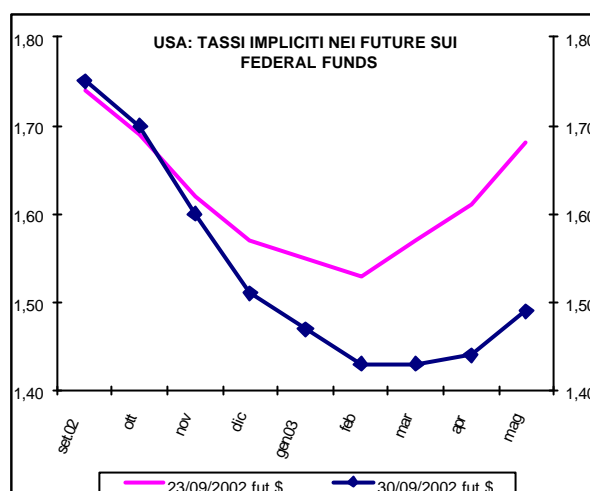
- ✓ **Il cilindro europeo del motore della crescita mondiale perde colpi. Colpa, soprattutto, dell'economia tedesca, che dopo una crescita assai fiacca nella prima metà dell'anno rischia un ulteriore rallentamento nel secondo semestre del 2002. Peggiorano le aspettative degli imprenditori e calano gli investimenti. Non aiutano le condizioni della finanza pubblica e le rigidità del mercato del lavoro.**
- ✓ **La forte dipendenza dell'economia mondiale dal petrolio rappresenta un problema più per la volatilità del prezzo che per la scarsità della materia prima. In evidenza, nello scenario a medio termine, il ruolo dell'Ural, il greggio russo le cui importazioni crescono di rilevanza rispetto ai tradizionali approvvigionamenti di prodotto saudita, libico o iraniano.**
- ✓ **L'industria italiana della carta c'è. Con 200 imprese, 25mila addetti e una quota del 10% della produzione europea il settore rappresenta una realtà solida nel panorama del "made in Italy".**

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- Al Fomc del 24 settembre la Fed ha mantenuto i tassi invariati all'1,75% e ha confermato le preoccupazioni per la crescita economica, lasciando aperta la possibilità di un taglio. La Fed presumibilmente ritiene che la ripresa è in corso e che non vi sono per adesso pericoli di una ricaduta dell'economia in recessione. Ma la mancata unanimità nella decisione di voto mette in evidenza l'incertezza che prevale anche fra i membri del Fomc. La Fed ha, inoltre, posto per la prima volta l'attenzione sui rischi geopolitici che oscurano lo scenario.
- Difficilmente la Fed avrebbe potuto abbassare i saggi guida in un momento di accelerazione del ciclo (il Pil nel terzo trimestre è atteso crescere dello 2,5%-3% t/t annualizzato, dall'1,3% del secondo). Inoltre i dati economici continuano ad esser misti: in agosto l'indice anticipatore è calato (-0,3% m/m) per il terzo mese consecutivo; gli ordinativi di beni durevoli sono scesi (-0,6% m/m), molto meno delle attese; i consumi personali sono saliti dello 0,3% m/m; le vendite di case hanno registrato un aumento per quelle nuove e un calo per quelle esistenti, pur rimanendo su livelli elevati. In settembre il Pmi di Chicago è sceso sotto il livello di 50. L'attenzione è ora puntata sul settore immobiliare, sulla tenuta dei consumi e sempre più sugli investimenti privati, l'anello mancante della ripresa.
- I tassi impliciti nei future sui federal funds scontano con una probabilità del 100% un taglio di un quarto di punto entro fine anno. Questi incorporano in parte uno scenario di guerra e un ulteriore rialzo del prezzo del petrolio. In questa situazione i pericoli per gli Stati Uniti sarebbero più dal lato della crescita che non dell'inflazione. In tal caso, Greenspan potrebbe decidere di tagliare i tassi anche al di fuori delle scadenze canoniche. In assenza di pericoli di deflazione la Fed non intende giocare di anticipo. Saranno i dati economici in uscita e l'evolversi dello scenario geopolitico a determinarne le scelte.
- In Europa, il clima di fiducia degli imprenditori non dà segni di miglioramento nel terzo trimestre del 2002, gettando ombre sulle prospettive di produzione e investimenti. La scorsa settimana sono stati divulgati gli indici di fiducia delle imprese in Germania (Ifo), Francia (Insee) e Italia (Isae) che in settembre hanno evidenziato ulteriori cali, con la sola eccezione dell'Italia. L'indice Isae risale, infatti, a 96 da 94 di agosto. I dati di settembre completano l'informazione sul terzo trimestre e puntano a un calo rispetto ai già fiacchi risultati di aprile-giugno. La media del secondo e terzo trimestre dell'Ifo è scesa da 91,13 a 88,97, quella dell'Insee da 99,67 a 97, l'Isae è calato da 96,27 a 94,63.
- Col deteriorarsi delle prospettive di crescita, sono progressivamente peggiorati i conti pubblici dell'area dell'euro fino a spingere la commissario Pedro Solbes e il presidente della Commissione europea Romano Prodi a proporre una revisione dei criteri di interpretazione e dei principali obiettivi del Patto di Stabilità. ❶ In primo luogo, il "quasi pareggio del bilancio", che significa una tolleranza del deficit/Pil fino allo 0,6%, è ritardato al 2006 invece del 2004 precedentemente concordato (2003 per l'Italia). ❷ L'obiettivo diventa il "deficit strutturale" vale a dire il saldo bilancio annuale depurato dalle componenti cicliche: i paesi saranno tenuti a migliorare il loro disavanzo strutturale dello 0,5% ogni anno, ma la percentuale dovrà essere superiore per i paesi ad alto deficit e debito. Il limite del 3% rimane la soglia invalicabile. ❸ I paesi con i conti già risanati dovranno impegnarsi a mantenerli in pareggio. Queste proposte saranno sostenute da Prodi e Solbes al Consiglio Ecofin del 7-8 ottobre. Per ora il documento che contiene queste proposte ha riscosso le critiche di una parte dei commissari che fanno capo ai paesi più virtuosi (Spagna, Olanda, Belgio, Austria e Svezia), ma sembra aver incassato la sostanziale approvazione della Banca centrale europea attraverso il suo presidente Duisenberg in occasione di un intervento al vertice del G-7. Le nuove regole si profilano come un compromesso ragionevole tra rigore e esigenza di non deprimere la debole ripresa con una strategia di bilancio troppo restrittiva, ma anche come un ulteriore potenziale freno a un'eventuale manovra espansiva da parte della Bce se lo sviluppo economico dovesse stabilizzarsi sui contenuti tassi di crescita della prima metà dell'anno.



Previsioni	dato storico 30/09/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	1,22	1,23	1,23	1,21	1,24
dollaro-euro	0,985	0,990	0,993	1,015	0,990
yen-euro	1,20	1,22	1,22	1,23	1,23
sterlina-euro	0,629	0,631	0,640	0,644	0,645
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,81	1,81	1,82	1,88	2,45
euro	3,31	3,27	3,30	3,50	3,78
yen	0,05	0,06	0,07	0,08	0,10
sterlina	3,93	3,95	4,05	4,30	4,85
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,62	3,80	3,80	4,20	5,20
Germania	4,28	4,30	4,30	4,60	5,15
Giappone	1,18	1,20	1,30	1,38	1,46
Italia	4,51	4,53	4,52	4,82	5,36
Gran Bretagna	4,40	4,42	4,45	4,75	5,35

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

### PREZZI AL CONSUMO

#### EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	107,2	107,6	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
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	-0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2
2002	0,5	0,1	0,6	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
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,3	2,3	2,5	2,9	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,5
2002	2,7	2,4	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	102,5	102,7	103,2	103,4	103,5	102,5
2003	103,4	103,2	103,7	104,3	104,8	104,9	104,7	104,5	104,6	105,4	105,6	105,7	104,6
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,0	-0,5	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,5	0,2	0,1	0,2
2003	-0,1	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,8	0,2	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,7
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
2003	2,3	2,4	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1

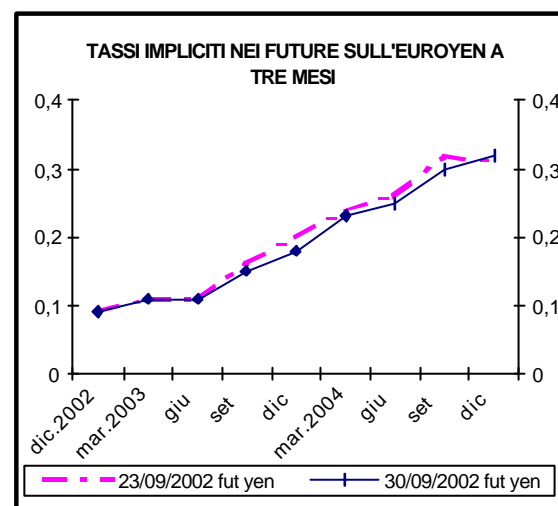
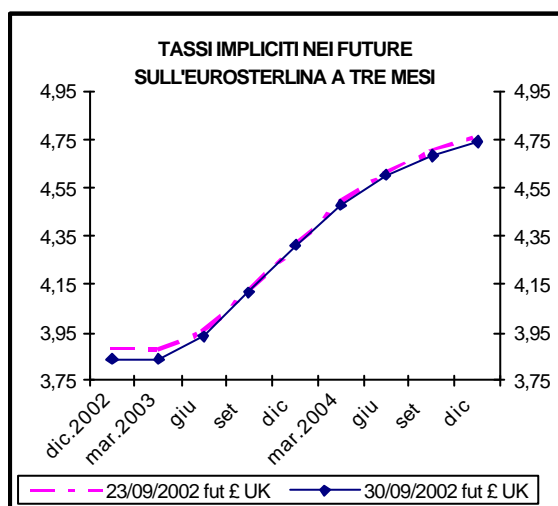
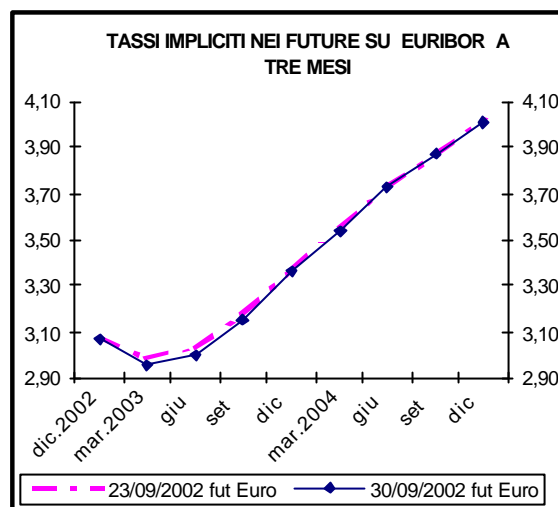
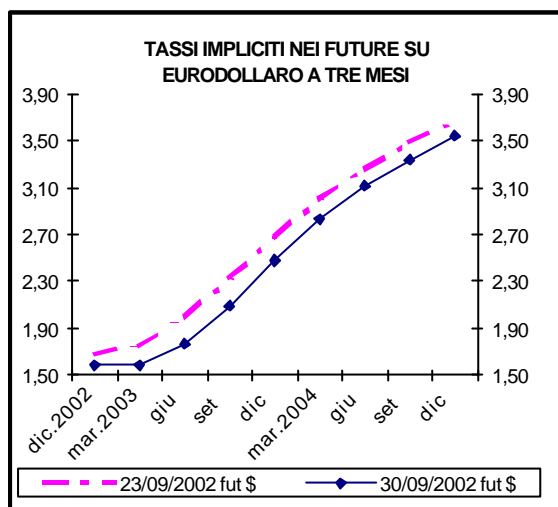
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	114,6	115,0	115,1	115,6	115,9	116,2	116,3	116,3	116,3	116,5	116,7	116,8	115,9
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,8	119,0	119,3	119,4	119,5	119,5	118,7
2003	119,8	120,1	120,3	120,7	121,0	121,1	121,2	121,2	121,4	121,7	121,9	122,0	121,0
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,4	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,0	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
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	3,0	3,0	2,8	3,1	3,0	3,0	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,7
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3	2,4
2003	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	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						
	27/9/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	0,978	0,979	0,977	1,179	-0,11	0,05	-17,05
Dollaro canadese-euro	1,541	1,540	1,515	1,800	0,04	1,68	-14,41
Dollaro australiano-euro	1,795	1,792	1,767	1,910	0,16	1,60	-6,03
Dollaro Nuova Zelanda-euro	2,075	2,077	2,073	2,223	-0,12	0,10	-6,67
Yen-euro	119,810	120,660	115,460	133,730	-0,70	3,77	-10,41
Yen-dollaro USA	122,040	123,340	118,250	111,650	-1,05	3,21	9,31
Franco svizzero-euro	1,467	1,466	1,470	1,617	0,03	-0,21	-9,29
Sterlina britannica-euro	0,628	0,633	0,640	0,711	-0,81	-1,84	-11,66
Corona svedese-euro	9,106	9,094	9,134	9,470	0,14	-0,31	-3,84
Corona danese-euro	7,428	7,430	7,425	7,450	-0,04	0,03	-0,30
Corona norvegese-euro	7,333	7,362	7,381	8,855	-0,40	-0,65	-17,19
Tallero sloveno-euro	228,215	228,280	226,662	189,045	-0,03	0,69	20,72
Zloty polacco-euro	4,064	4,052	4,072	4,071	0,30	-0,20	-0,18
Corona ungherese euro	243,110	243,120	246,050	251,480	0,00	-1,19	-3,33

Fonte: Datastream

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – [cristiana.mazio@bnlmail.com](mailto:cristiana.mazio@bnlmail.com) (per Usa)

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12)

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto: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	0,6	0,4	0,8	0,8	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	2,3	1,7	3,1	3,2	3,5	3,7
var.% anno su anno	0,3	2,2	2,7	1,4	2,2	2,8	2,6	2,1	2,6	2,9	3,4

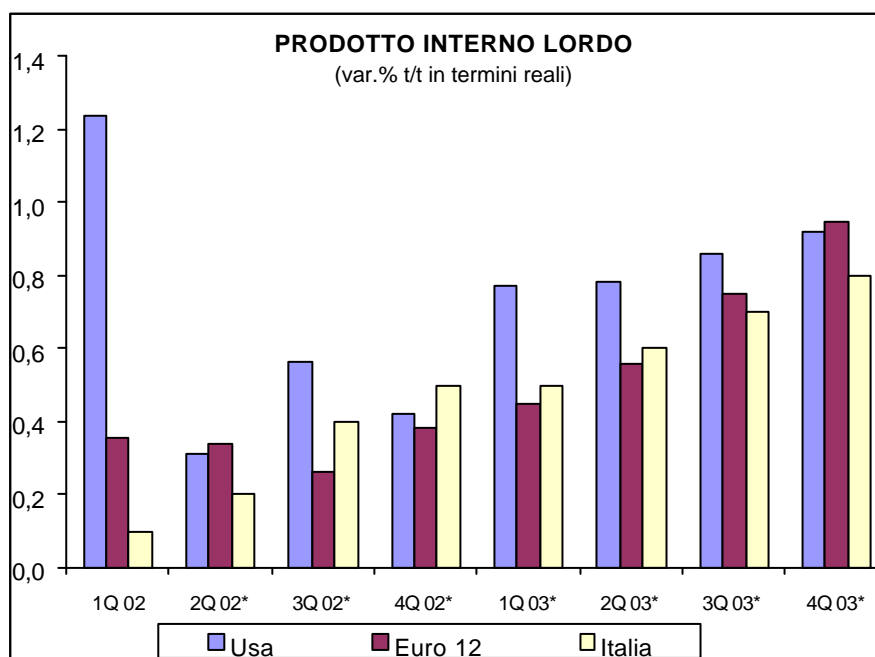
#### AREA EURO

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

#### ITALIA

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

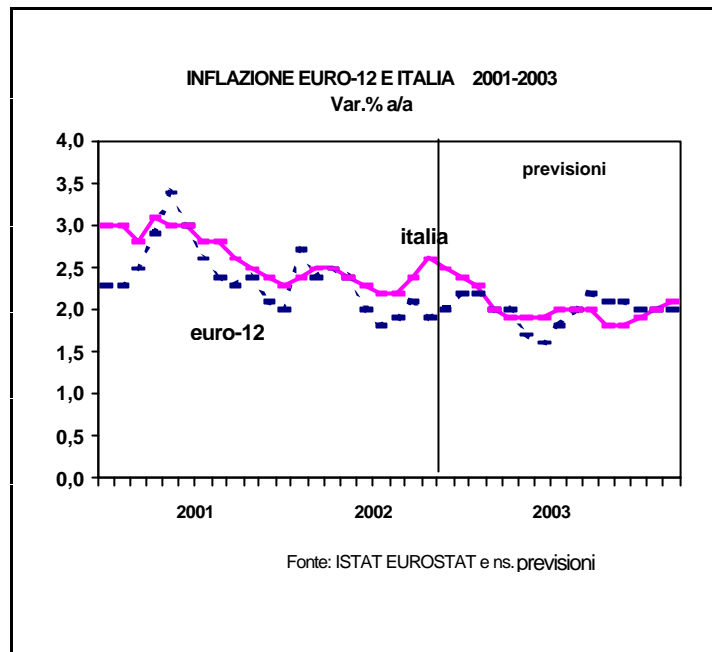
PIL 2001 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218



## EURO-12: LA BASSA PRODUTTIVITA' MINACCIA L'INFLAZIONE

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

- Nell'ultimo anno e mezzo, si è assistito ad un generalizzato raffreddamento dell'inflazione europea. L'impennata di gennaio 2002, avvenuta in occasione dell'introduzione della moneta unica, è stata riassorbita nei mesi successivi, complici le basse quotazioni del petrolio nella prima parte dell'anno.
- Un eventuale ulteriore innalzamento del prezzo del greggio costituisce in questa fase il fattore di maggiore rischio per l'inflazione. Le stime sulla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, mostrano un'accelerazione marcata. Questo elemento costituisce la seconda fonte di preoccupazione circa la possibilità un rapido rientro dei prezzi in Euro-12.
- Le tendenze dell'inflazione italiana, nel confronto con gli altri paesi dell'area euro, non segnalano differenze sensibili. Persiste in ogni caso uno *spread* positivo. Le dinamiche salariali non hanno finora presentato rilevanti segnali di accelerazione, ma la flessione della produttività segnalata dai dati di contabilità nazionale è particolarmente pronunciata.



Dopo aver segnato un aumento del 2,1% in agosto, l'inflazione in euro-12 dovrebbe essersi riportata mediamente entro la soglia del 2% a settembre, nonostante le non poche eccezioni, tra cui Spagna, Olanda e Italia. Negli ultimi diciotto mesi, si è assistito ad un generalizzato raffreddamento del livello dei prezzi al consumo europei. L'impennata di gennaio 2002, quando in occasione dell'introduzione della moneta unica i prezzi tornarono a segnare un incremento del 2,7%, è stata riassorbita nei mesi successivi, complici anche le basse quotazioni del petrolio nella prima parte dell'anno. Le statistiche sui prezzi in euro-12 non sembrerebbero destare particolari preoccupazioni, se non fosse che la parte "core" dell'inflazione, quella depurata delle componenti più volatili (energetici e alimentari freschi) appare inchiodata ormai da alcuni mesi intorno al due e mezzo per cento e che i paesi dell'euro devono fare i conti con un'attività produttiva in decisa frenata. Inoltre, la percezione della perdita di potere d'acquisto superiore a quella effettiva da parte del consumatore europeo potrebbe influenzare negativamente le decisioni di spesa con conseguenze rilevanti sulla crescita.

Circa le prospettive, il primo elemento da segnalare è costituito dal nuovo rialzo del prezzo del petrolio sui mercati internazionali, portatosi, nelle ultime due settimane, intorno ai 29 dollari per barile. Il rialzo delle quotazioni riflette il premio per il "rischio-guerra" incorporato negli stessi corsi, mentre non sembra segnalare tensioni dal lato della domanda globale. Anzi, i dati relativi alle materie prime metallifere – quelle più sensibili alle oscillazioni della domanda internazionale – hanno evidenziato un ridimensionamento sui prezzi. Nel terzo trimestre dell'anno in corso si sono invece verificati incrementi significativi dei prezzi delle materie prime alimentari e di quelle agricole industriali; aumenti che hanno più che compensato la flessione dei prezzi dei metalli. L'indice *Economist* delle quotazioni in dollari segnala per il totale delle materie prime non energetiche un incremento poco inferiore al 20% rispetto al punto di minimo toccato a ottobre 2001.

Un eventuale ulteriore innalzamento del prezzo del petrolio costituisce in questa fase il fattore di maggiore rischio rispetto agli andamenti dei prezzi nei paesi europei. Per l'area dell'euro, inoltre, contrariamente a quanto avviene negli Stati Uniti, si è osservato nell'ultimo anno un costante e graduale incremento della dinamica salariale. Le stime sulla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, complice anche la contrazione della produttività in corso in diversi paesi, mostrano un'accelerazione marcata. Questo elemento costituisce la seconda fonte di preoccupazione circa la probabilità da assegnare a un rapido rientro dei prezzi in Euro-12.

Le tendenze dell'inflazione italiana, nel confronto con gli altri paesi dell'area euro, non segnalano differenze sensibili. Persiste in ogni caso uno *spread* positivo. In Italia, le dinamiche del costo del lavoro non hanno finora presentato rilevanti segnali di accelerazione, ma la flessione della produttività segnalata dai dati di contabilità nazionale è risultata particolarmente pronunciata. Si pone a questo punto un problema nuovo: anche in presenza di dinamiche retributive modeste, un rallentamento molto marcato della produttività potrebbe risultare insufficiente a contenere l'inflazione entro i limiti desiderati. La stessa maggiore inflazione degli ultimi mesi costituirà poi una ulteriore complicazione in vista dei futuri rinnovi contrattuali. In definitiva, possiamo senz'altro prevedere per quest'anno un'inflazione media contenuta entro il 2,4% contro il 2,2% dell'area dell'euro. Per l'anno prossimo, non appare scontato come sembrava fino a qualche settimana fa, che il superamento degli *shock* sui prezzi degli alimentari e degli energetici si possa risolvere in un rapido rientro del nostro tasso di inflazione, che attualmente stimiamo intorno al 2% nella media del 2003.

## GERMANIA A RISCHIO DI UN NUOVO RALLENTAMENTO

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

- La Germania è appena uscita dalla recessione del 2001, segnando una crescita molto fiacca nella prima metà del 2002, e già si trova sull'orlo di un nuovo rallentamento.
- La esigua maggioranza ottenuta dalla coalizione rosso-verde al Bundestag non rende agevole l'adozione tempestiva delle misure necessarie a superare la stagnazione.
- Conti pubblici che rischiano di defluire oltre la sponda del 3% e difficili riforme di un mercato del lavoro eccessivamente rigido saranno i nodi economici da affrontare in modo prioritario.

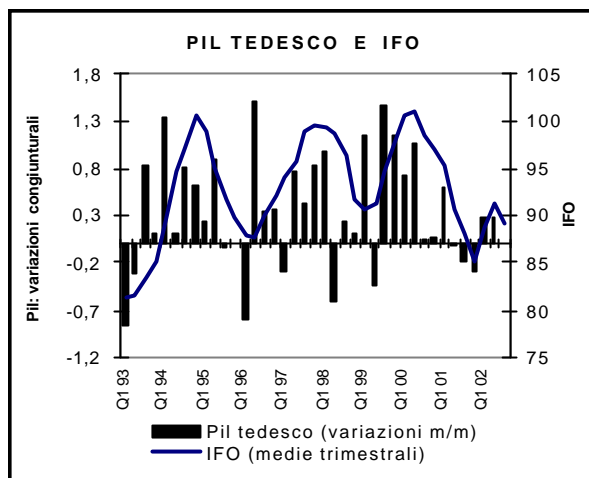
La Germania è uscita a fatica dalla recessione del 2001. Nei primi due trimestri del 2002 il Pil è cresciuto a ritmi vicini allo 0,3% congiunturale, che equivale a un sostanziale stallo dell'economia nella prima metà dell'anno se si guarda agli stessi dati da una prospettiva tendenziale. La stagnazione dipende in gran parte dalla fiacchissima domanda interna, dove spiccano il prolungato calo degli investimenti e la debolezza dei consumi privati. Il contributo netto dall'estero è rimasto positivo sia nel primo che nel secondo trimestre, riflettendo la fiacchezza dei consumi che hanno indotto il calo tendenziale delle importazioni, cui si contrappone un incremento delle esportazioni.

Se il passato non brilla, gli indici anticipatori proiettano un futuro ancora più inquietante. L'IFO, che rispecchia il clima di fiducia imprenditoriale, presenta un valore medio tra luglio e settembre (88,97) inferiore a quello registrato nel secondo trimestre (91,13). A luglio anche gli ordini all'industria sono diminuiti dello 0,4% congiunturale e la produzione industriale dello 0,9% m/m. Queste indicazioni suggeriscono una decelerazione nel terzo trimestre. Le nostre previsioni scontano un modesto rallentamento del Pil a luglio-settembre che sottintende una crescita congiunturale dello 0,2%, invece dello 0,3% della prima metà dell'anno. Questo profilo trimestrale coincide con una crescita del Pil nella media del 2002 dello 0,3% tendenziale. Tuttavia, se su questa fragilità dovesse innestarsi qualche nuovo *shock*, i rischi di una nuova fase recessiva diverrebbero concreti.

Con le elezioni di settembre, la coalizione rosso-verde ha riconquistato il controllo del Bundestag con una maggioranza esigua di 306 seggi, contro i 295 dell'opposizione. Nel Bundesrat, dove sono rappresentati i governi regionali, la maggioranza è detenuta dall'opposizione. Un contesto non facile per affrontare i temi caldi nell'agenda del nuovo governo che gli alleati vorrebbero formare entro fine ottobre. La persistente debolezza congiunturale, il deterioramento dei conti pubblici e la riforma del mercato del lavoro sono i nodi cruciali.

La Germania ha annunciato un deficit/Pil al 2,9% per il quest'anno e le autorità sarebbero in procinto di rivedere al ribasso le previsioni di crescita che ufficialmente sono allo 0,75% per il 2002 e al 2,5% per il 2003. La stampa specializzata discute ormai apertamente di un ulteriore aumento del disavanzo di circa 13 miliardi di euro che rischia di proiettare il deficit del 2002 al 3,5% del Pil. Il governo Schroeder prima del verdetto elettorale ha disposto di rimandare gli sgravi fiscali in calendario per il 2003, che dovrebbero assicurare alle casse dello Stato circa 7 miliardi di euro. Anche l'annuncio della Commissione europea che posticipa il "quasi-pareggio" del bilancio al 2006, invece del 2004, darà margini alla manovra fiscale. Nonostante ciò, in Germania alcuni esponenti della coalizione hanno ventilato l'ipotesi di aumenti delle imposte citando la tassa di successione, l'introduzione di una nuova tassa sul patrimonio e sui guadagni di Borsa. Non è chiaro nemmeno se queste misure siano indirizzate a correggere i conti pubblici del 2002. Si tratterebbe comunque di una drastica retromarcia, smentita sia dal Cancelliere sia dal ministro delle finanze che hanno dichiarato di voler invece puntare su tagli alle spese. La tassa sul patrimonio era stata, infatti, abolita nel 1995 su decisione della Corte costituzionale; nel 2000 era stata approvata una riforma che contemplava sgravi fiscali per famiglie e imprese di 25 miliardi di euro da attuarsi tra il 2001 e il 2005 e la cancellazione dal primo gennaio 2002 della tassa sui guadagni di Borsa.

E' probabile che il governo punti anche i riflettori sul mercato del lavoro, considerato troppo rigido e assistito, assimilando le proposte della "Commissione Hartz". Si tratta di una combinazione di misure volte a contenere i sussidi alla disoccupazione, finalizzate a rendere più efficienti e rapide le procedure per trovare nuove occupazioni ai senza lavoro anche a tempo determinato, con l'inclusione di agevolazioni fiscali ai percettori di basso reddito.



Germania	1999	2000	2001	2002*	2003*
(variazioni % annue)					
<b>Pil (reale)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>
Consumi privati	3,6	1,6	1,6	-0,5	2,5
Consumi pubblici	1,0	1,2	0,8	1,5	2,7
Investimenti	3,7	3,0	-4,9	-5,4	0,4
Exp. beni e servizi	5,2	14,4	5,5	2,2	6,0
Imp. beni e servizi	8,1	11,1	1,3	-2,2	5,2
Tasso d'inflazione	<b>0,58</b>	<b>1,95</b>	<b>2,48</b>	<b>1,39</b>	<b>1,42</b>
Deficit/Pil	<b>-1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,2</b>
Saldo strutturale	<b>-1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,9</b>
Debito/Pil	<b>61,3</b>	<b>60,3</b>	<b>59,8</b>	<b>61,2</b>	<b>61,8</b>

\* Previsioni Fonte: Sec-95, Comm. Europea, Fmi

### Il nuovo parlamento tedesco

(elezioni del 22 settembre 2002)

Partiti	Seggi
SPD	251
CDU/CSU	248
Verdi	55
FPD (Liberali)	47
PDS	2
<b>Totale seggi</b>	<b>603</b>

## UNA CARTA VINCENTE

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

- L'industria cartaria italiana, con 200 imprese, 25 mila addetti e un fatturato di circa 7,6 miliardi di euro realizza circa il 10% della produzione europea di carta e cartone, è la quinta in Europa e la nona al modo per volumi prodotti e vanta il maggior numero di cartiere e di stabilimenti tra tutti i paesi europei. Il settore ha puntato molto sulla specializzazione nel comparto delle carte per uso domestico, igienico e sanitario che individua in Lucchesia la zona di elezione produttiva. Questo distretto, che realizza il 40% della produzione nazionale, ha conquistato il primo posto tra i produttori europei.

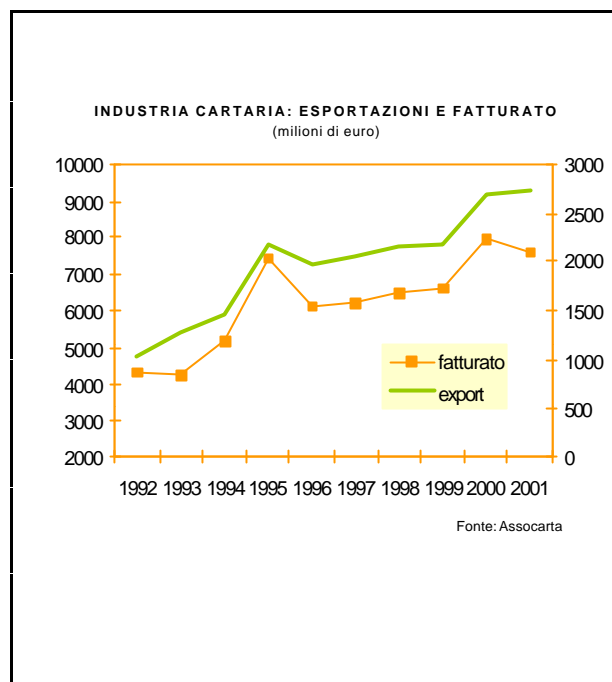
- La domanda di prodotti in carta, strutturalmente molto sensibile all'andamento del ciclo economico, registra, dai primi mesi del 2001, un netto ridimensionamento degli ordini e del fatturato. Ciò nonostante il settore è solido: la flessione del 2,3% riportata dalla produzione nel 2001 interrompe una lunga serie di risultati positivi. Il clima previsivo tra gli operatori resta tuttavia improntato alla cautela, a causa di una situazione economica mondiale non ancora chiara.

Il futuro con una "società senza carta" o "paperless society" immaginato agli inizi degli anni '80 quando comparvero sul mercato dei primi personal computer e si delineavano all'orizzonte gli attuali sviluppi di Internet e del digitale, non si è avverato. Il maggior utilizzo di imballaggi di carta e cartone indotto dai trasporti a lunga distanza (conseguente all'internazionalizzazione dei sistemi di produzione e alla crescita del commercio mondiale), l'aumento della quota di prodotti veicolati dalla grande distribuzione e la rivitalizzazione della stampa

come supporto pubblicitario hanno alimentato una forte espansione della domanda di carta. La carta ha inoltre trovato una crescente applicazione nell'uso domestico, igienico e sanitario, arrivando a pesare per il 20% circa sulla produzione totale. Questo tipo di produzione individua la sua zona di elezione in Toscana, in Lucchesia, esattamente, ove 132 imprese realizzano ogni anno 900 mila tonnellate di carta *tissue* e un milione di tonnellate di carta per ondulatori, pari, rispettivamente, al 70 e 40% del totale nazionale. L'alta specializzazione produttiva ha fatto guadagnare questo distretto la prima posizione nella produzione europea. Il Centro-Nord è specializzato nella produzione di carte per grafica e cartoncino: Emilia Romagna, Toscana, Marche e Umbria realizzano oltre il 31% della produzione nazionale.

L'industria cartaria italiana, con 200 imprese, 25 mila addetti e un fatturato di circa 7,6 miliardi di euro realizza circa il 10% della produzione europea di carta e cartone, è la quinta in Europa e la nona al modo per volumi prodotti e vanta il maggior numero di cartiere e di stabilimenti tra tutti i paesi europei. Su circa 900 cartiere presenti in Europa occidentale più di 170 operano in Italia, contro le 164 della Germania (paese che produce più del doppio dell'Italia), le 110 della Francia e le 107 della Spagna. Le cartiere italiane, sebbene più numerose di quelle degli altri paesi europei, sono di piccole dimensioni. Questa struttura costituisce un punto di forza e insieme di debolezza del settore. La gestione familiare e imprenditoriale consente di sviluppare una politica di prodotto attenta alle esigenze del cliente offrendo prodotti su misura, difficili per le imprese di grandi dimensioni. Il tutto senza pesare sulla qualità: anche la produzione di piccoli volumi riesce con una incredibile varietà di grammature, colori, prestazioni, a soddisfare le richieste più esigenti. Allo stesso tempo, le ridotte risorse finanziarie delle piccole imprese non permettono di sostenere gli ingenti investimenti necessari per adeguare gli impianti alle nuove normative comunitarie. L'altro fattore critico da cui dipende la competitività del settore è la velocità con cui il nostro sistema andrà verso la liberalizzazione nei settori dell'energia elettrica le cui tariffe sono le più elevate della concorrenza europea e pesano sui costi di questo settore per il 15-20%. Un altro elemento che caratterizza positivamente l'industria italiana rispetto alle concorrenti europee è la struttura del capitale investito. Con il rafforzamento delle produzioni dei Paesi del Nord-Europa, soprattutto Svezia e Finlandia, gran parte dell'offerta europea di carte e cartoni è passata sotto il controllo dei grandi gruppi scandinavi che, affiancati dai grandi gruppi nord-americani, hanno portato sotto il controllo dei paesi "forestali" più del 50% del capitale dell'industria cartaria tedesca e francese e una quota anche superiore di quella britannica. La forte frammentazione della produzione cartaria in Italia e la permanenza di un buon nucleo di famiglie impegnate in questo settore in modo "strategico" hanno sin qui impedito una presenza altrettanto rilevante del capitale "forestale" nell'industria italiana. Si stima che non più del 20% della attuale produzione nazionale sia coperta da imprese a maggioranza estera. Molti dei principali gruppi mondiali cartari non hanno attività produttiva nel nostro paese. Tra i gruppi esteri con attività produttive in Italia i principali sono le svedesi SCA e Assidoman con produzione di carte per imballaggi, la finlandese Ahlstrom nelle carte speciali, la finanziaria CVC partners nelle carte grafiche, Kimberly Clark, Fort James e Procter & Gamble nelle carte per uso domestico.

La domanda di prodotti in carta è strutturalmente molto sensibile all'andamento del ciclo economico e, per quanto concerne l'imballaggio, all'andamento delle esportazioni. L'attuale fase congiunturale che ha preso avvio dai primi mesi del 2001, non si mostra pertanto favorevole e il settore ha mostrato di risentirne soprattutto sul fronte del mercato interno. Ciò nonostante il settore è solido: la flessione del 2,3% riportata dalla produzione nel 2001 interrompe una lunga serie di risultati positivi. Dal 1992 al 2001, il fatturato ha mostrato una crescita del 76%; nello stesso periodo, il valore dell'export è aumentato del 162% e la quota delle vendite estere sulla produzione ha segnato un aumento progressivo passando dal 20% del 1992 al 29% del 2001. Anche la competitività sui mercati internazionali non sembra subire scosse. La quota di mercato si mantiene stabile in Europa occidentale (intorno al 5%) in forte aumento in quella orientale (7,6%) e superiore alla media mondiale nell'area del mediterraneo. Attualmente la domanda appare in ripresa: gli ordinativi hanno mostrato, secondo i recenti dati Istat, un aumento tendenziale del 4,8% in luglio e del 2,7% nei primi sette mesi di quest'anno, grazie al contributo della componente estera. Il clima previsivo tra gli operatori resta tuttavia improntato alla cautela, a causa di una situazione economica mondiale non ancora chiara. Un sostegno alla domanda estera di prodotti cartari potrà venire in particolare dal Far East, principalmente dalla Cina, che dovrebbe poter compensare l'andamento ancora incerto della domanda interna.





## IL PESO DEL PETROLIO

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

- **La forte dipendenza dell'economia mondiale dal petrolio rappresenta un problema non tanto per la scarsità, quanto per la volatilità del prezzo.**
- **In Italia il grado di dipendenza energetica dall'estero è molto elevato, come pure l'incidenza del petrolio sul bilancio energetico. Nei prossimi anni una maggiore stabilità potrebbe arrivare dall'approvvigionamento presso paesi politicamente stabili come la Russia.**

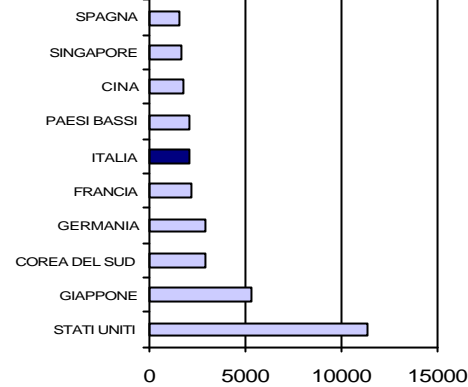
Gli eventi degli ultimi mesi, e la più recente minaccia di una nuova guerra contro l'Iraq, hanno riportato alla ribalta il problema delle variazioni del prezzo del petrolio e della sua scarsità. In realtà, quest'ultimo tema non sembra al momento tale da giustificare reazioni allarmate. A livello mondiale, infatti, il rapporto tra riserve provate e produzione è pari a 40 anni per il petrolio, 60 per il gas naturale e 230 per il carbone. Le riserve probabili stimate, basate sui nuovi standard tecnologici in continua evoluzione, sono ben superiori e pari a circa il doppio. Il problema, semmai, è legato alla localizzazione di queste risorse e alla dipendenza pressoché totale di molti paesi da aree produttrici che risultano spesso poco stabili dal punto di vista politico.

Il petrolio copre attualmente circa il 40% della domanda mondiale di energia (in leggera flessione rispetto al 45,9% del 1980) seguito dal gas naturale (24,2% dal 20% del 1980) e dal carbone (25%). La dipendenza reale dell'economia mondiale dal greggio, tuttavia, è ben superiore: il petrolio rappresenta infatti il punto di riferimento per la determinazione del prezzo di quasi tutte le fonti energetiche; si giustifica quindi in tal modo l'attenzione prestata a ogni evento che possa in qualche modo determinarne variazioni anche minime, in modo particolare conflitti nelle aree produttrici. Recenti studi pubblicati negli Stati Uniti dimostrano come un calo di circa 10 dollari per barile (come si è verificato nel 1986 e nel 1999) nel prezzo provoca un significativo rallentamento dei nuovi progetti di esplorazione e, in molti casi, una loro cancellazione. In modo altrettanto negativo, d'altro canto, un aumento del prezzo oltre i 30 dollari provoca inflazione a livello mondiale, contribuendo a rendere aleatori e poco programmabili gli investimenti nel settore petrolifero.

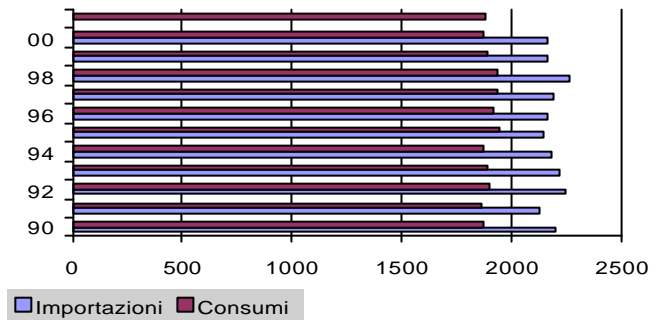
Nel 2001 gli Stati Uniti hanno registrato il consumo pro capite più elevato a livello mondiale con 25,73 barili seguiti da Arabia Saudita e Canada (24,18 e 24,14 rispettivamente). L'Italia occupa il 12° posto a livello mondiale, con 11,92 barili pro capite, preceduta in Europa da Spagna, Francia, e Germania. A livello complessivo, il nostro paese consuma ogni anno circa 1881 barili al giorno, occupando la 12° posizione a livello mondiale. La domanda di petrolio, viene quasi totalmente soddisfatta attraverso le importazioni, che nel 2001 hanno toccato i 2163 barili al giorno (comprensive di petrolio greggio e non, liquidi di gas naturale, semilavorati e prodotti) permettendoci di raggiungere la poca prestigiosa posizione di quinto paese importatore di petrolio al mondo. A prescindere dai valori assoluti, quello che rileva è la forte dipendenza energetica dall'estero che il nostro paese presenta. Secondo stime del 1999, infatti, l'Italia dipende per l'85% circa dall'energia importata, contro una media dell'Unione europea del 49%. Nel bilancio energetico pesante risulta poi l'incidenza del petrolio, pari (sempre nel 1999) al 56,3%, contro il 40,6% a livello mondiale e al 44,6% nei paesi della Ue. Il petrolio, inoltre, sebbene destinato a diminuire sensibilmente nel paniere energetico del nostro paese, nei prossimi anni ne rappresenterà ancora la componente principale: recenti stime parlano infatti di una domanda pari al 48% circa di quella complessiva di energia nel 2005, che si ridurrà fino al 44,6% nel 2010 e al 42,6% cinque anni più tardi. Il tutto a vantaggio del gas naturale, che dal 31,3% del 2000 dovrebbe arrivare entro il periodo di previsione a coprire il 40% circa della domanda complessiva.

Nei primi mesi del 2002, si è comunque registrata una flessione delle importazioni di greggio (-10% nei primi cinque mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2001). In calo soprattutto gli approvvigionamenti dai paesi mediorientali, e in particolare dall'Iran e dall'Iraq. La Libia si conferma principale paese fornitore, ma la sua posizione di leadership rispetto al nostro paese è ormai insediata da vicino dalla Russia, che con i 5,75 milioni di tonnellate esportate in Italia nei primi cinque mesi dell'anno copre ormai una porzione pari al 19,8% del mercato nazionale, contro il 22,9% della Libia. Il crescente peso del petrolio russo è testimoniato anche dalla preferenza accordata dagli importatori italiani all'Ural, il greggio russo, che nel primo trimestre ha coperto circa il 20% delle importazioni in conto proprio, seguito da lontano dall'Arabian Light, dal Bu Attifel libico e dall'Heavy iraniano.

IMPORTAZIONI DI PETROLIO\* - PRIMI DIECI PAESI AL MONDO NEL 2000 (migliaia di barili al giorno)



IMPORTAZIONI\* E CONSUMI DI PETROLIO IN ITALIA DAL 1990 (in migliaia di barili al giorno)



\* Petrolio greggio e non convenzionale, liquidi di gas naturale, semilavorati e prodotti

Fonte: ENI

## ANCHE L'URAGANO DIVENTA UN TITOLO

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

- Gli eventi dell'11 settembre e l'andamento dei mercati finanziari stanno mettendo a dura prova il mercato della riassicurazione ed i bilanci delle società.
- Probabilmente i tassi di riassicurazione sulle catastrofi metteranno a segno il terzo rialzo consecutivo, seppur di dimensioni non paragonabili alla crisi dei primi anni novanta.
- Le tecniche di Alternative Risk Transfer hanno per oggetto il trasferimento di un rischio assicurabile con modalità alternative alla tradizionale riassicurazione e più familiari agli operatori del mercato dei capitali.

Gli eventi dell'11 settembre, le cui conseguenze economiche non sono ancora chiare (le stime più attendibili si assestano intorno ai \$40 miliardi), hanno fatto riemergere con drammatica forza la necessità di un mercato della riassicurazione efficiente e capace finanziariamente di fronteggiare eventi futuri.

L'impatto più evidente riguarda la copertura del rischio di atti di terrorismo, che immediatamente dopo l'11 settembre è stato escluso da quasi tutti i contratti di riassicurazione sia in Europa che negli USA. E' solo dall'inizio del 2002, con la creazione di nuove organizzazioni *ad hoc*, che in ambito di riassicurazione si ricomincia a parlare di tale copertura. Anche in Italia si pensa alla costituzione di un pool nazionale di riassicurazione che agirà in collegamento con altri analoghi organismi a livello europeo (Great Pool in Francia e Extremus Versicherungs Ag. in Germania).

Se poi si considerano gli scandali post-Enron e l'andamento dei mercati dei capitali si comprendono i motivi dell'indebolimento dei bilanci delle società nel mercato della riassicurazione, la cui unica nota positiva sono i \$20 miliardi di nuovi flussi di capitale registrati dopo l'11 settembre.

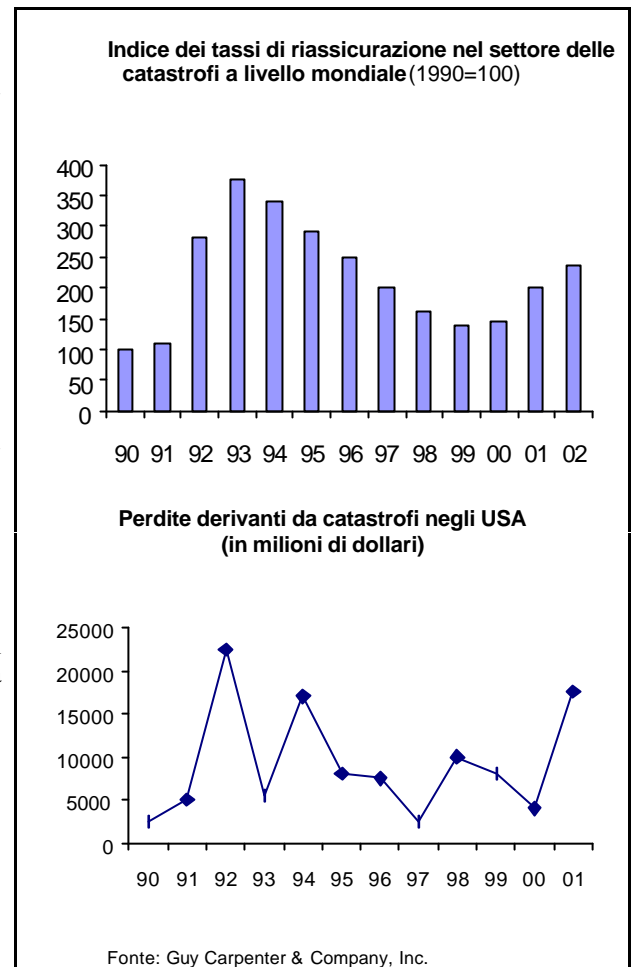
Già nei primi anni novanta le conseguenze dell'uragano Andrew (1992) con \$22,5 miliardi di danni avevano fatto emergere una carenza di capacità del mercato riassicurativo accentuando la spinta degli assicuratori verso nuove forme di trasferimento del rischio. Il 2002 dovrebbe rappresentare il terzo anno consecutivo di aumento dei tassi senza però far registrare le impennate dei primi anni novanta. Nel 1992, in occasione delle ingenti perdite causate dall'uragano, il mercato fu colpito dal panico ed i prezzi triplicarono a causa della mancanza di affidabili modelli di valutazione del rischio, dell'esistenza di pochi *benchmarks* e come conseguenza il *pricing* era guidato dagli umori del mercato. Inoltre dopo l'uragano, i tassi di riassicurazione salirono anche perché il mercato continuò a riassicurare tali rischi, dopo l'11 settembre al contrario sono stati stipulati pochissimi contratti sul rischio di terrorismo.

La carenza di capacità finanziaria ha fatto aumentare l'interesse verso l'Alternative risk transfer (ART) cioè verso strumenti che consentono il trasferimento di un rischio assicurabile con modalità alternative alla tradizionale riassicurazione e più familiari agli operatori del mercato dei capitali, tra questi i *catastrophe bonds* (Cat bonds).

Il primo cat bond fu emesso nel 1996 e, dopo un rapido incremento, negli ultimi due anni il valore emesso si aggira intorno ad un importo medio annuo di un miliardo di dollari. I principali acquirenti sono gli hedge funds, i fondi specializzati, le compagnie di assicurazione ed in parte anche i fondi obbligazionari.

Nella forma più semplice la liquidità, raccolta tramite l'emissione dei bonds, confluisce in un conto collaterale. Tale conto sarà a garanzia del rimborso del capitale iniziale, nel caso in cui l'evento assicurato non si verifichi oppure a favore dell'assicurazione nel caso opposto. Il pagamento delle cedole deriva in parte dall'investimento del collaterale in attività a basso rischio ed in parte dai pagamenti periodici da parte dell'assicuratore che corrispondono al premio che avrebbe dovuto pagare sul mercato della riassicurazione.

Caratteristica distintiva è quindi la sostituzione del rischio creditizio con il rischio di una catastrofe, pertanto il rendimento corrisposto sarà proporzionale non alla probabilità di default ma alla probabilità che l'evento sottostante si verifichi. Inoltre, avendo una bassa correlazione con l'andamento dell'economia, sono ideali ai fini della diversificazione del portafoglio. Il limite di tali forme di investimento sta nel basso grado di liquidità e soprattutto nella forte dipendenza del *pricing* dal modello utilizzato per stimare la probabilità del verificarsi dell'evento, con il rischio che in caso di sottostima della frequenza e della gravità dell'evento, l'acquirente non sarà sufficientemente compensato per il rischio assunto, al contrario, in caso di sovrastima l'emittente avrà pagato un premio troppo elevato per la copertura.



## L'ANELLO MANCANTE DEL P/E

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

Nel pieno rispetto delle tradizioni e dell'analisi statistica settembre conferma ancora una volta la propria attitudine ribassista.

Mancando di forza propulsiva autonoma (prospettive ottimistiche sugli utili) i mercati azionari non trovano difficoltà a cedere al clima generalizzato di incertezza restando ostaggio di un tasso di volatilità congelato ai massimi storici. Facile quindi per gli investitori *retail* perdersi dietro a sconclusionati *rally* da ipervenduto, esche luccicanti per gli ultimi risparmiatori rimasti seduti al tavolo da gioco.

Nonostante il crollo dai massimi relativi di fine agosto i listini non hanno ancora esaurito appieno la fase discendente.

Perché, benché la violenza dell'accelerazione al ribasso subita dal *trend* prepari poi il terreno a prevedibili rimbalzi, la strada della ripresa è ancora lunga e passa attraverso un completo riallineamento dei multipli di mercato.

Tecnicamente infatti, positive reazioni (*rally*) ad eccessi ribassisti potranno intimidire l'Orso soltanto in presenza di una diversa struttura di *price earning*, adeguatamente decongestionata.

Per poter garantire l'autenticità del *driver* rialzista l'analisi storica del P/e richiede necessariamente il raggiungimento della cosiddetta *Bullish Area* (cfr. primo grafico), che identifica il *target* minimo di "riconversione" del *trend* (da Orso a Toro).

Un ritorno del multiplo lungo il limite inferiore (P) del canale ascendente di lungo periodo appare quindi non solo necessario per una corretta chiusura del ciclo di P/e ma anche e soprattutto propedeutico ad un ritorno definitivo del Toro.

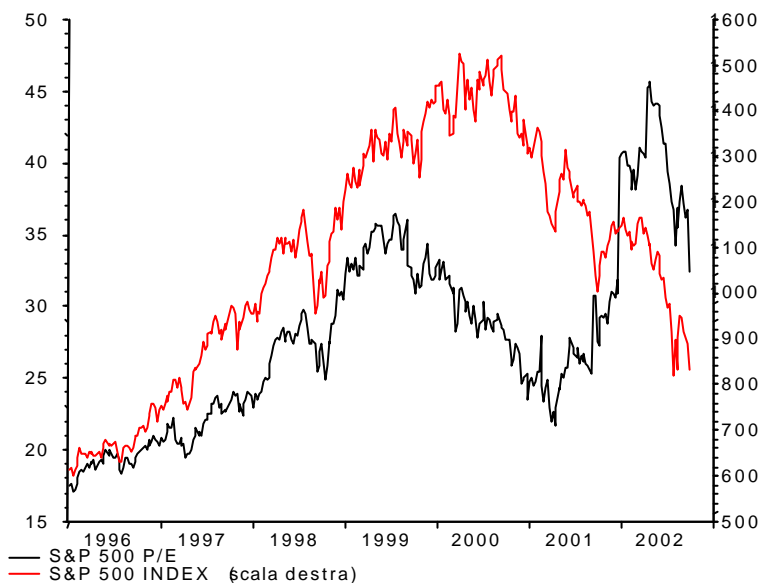
Tesi ulteriormente supportata dalla dichiarata natura anticipatoria del P/e (cfr. secondo grafico).

Si può infatti notare come il relativo indice insegue sempre e fedelmente le tracce dell'andamento del multiplo sottostante con un *gap* temporale certo e determinato.

## Wall Street dal 1980: cicli armonici di P/e



## L'indice insegue il P/e



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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	27/9/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	16.764	16.946	19.707	19.877	29.834	28.094	-1,1	-14,9	-15,7	-43,8	-40,3
MIB 30	22.562	22.716	26.953	28.096	42.906	41.477	-0,7	-16,3	-19,7	-47,4	-45,6
DOW JONES IND.	7.701	7.986	8.824	8.681	10.646	11.358	-3,6	-12,7	-11,3	-27,7	-32,2
NASDAQ	1.199	1.221	1.348	1.461	2.292	4.131	-1,8	-11,0	-17,9	-47,7	-71,0
STANDARD & POOR'S	827	845	935	1.019	1.283	1.455	-2,1	-11,5	-18,8	-35,5	-43,1
NIKKEI 225	9.530	9.481	9.907	9.697	13.786	18.934	0,5	-3,8	-1,7	-30,9	-49,7
FTSE100	3.907	3.860	4.450	4.764	6.175	6.930	1,2	-12,2	-18,0	-36,7	-43,6
CAC40	2.951	2.891	3.571	4.013	5.799	5.917	2,1	-17,4	-26,5	-49,1	-50,1
DAX30	2.919	3.066	3.851	4.185	6.290	6.751	-4,8	-24,2	-30,2	-53,6	-56,8
MADRID	595	608	693	713	879	1.012	-2,1	-14,1	-16,5	-32,3	-41,2
SINGAPORE	1.374	1.421	1.509	1.311	1.896	2.583	-3,3	-9,0	4,8	-27,5	-46,8
HONG KONG	9.294	9.328	10.186	9.601	14.870	17.370	-0,4	-8,7	-3,2	-37,5	-46,5
DJ EURO STOXX50	2.343	2.308	2.864	3.199	4.702	4.849	1,5	-18,2	-26,7	-50,2	-51,7
MSCI WORLD	752	761	854	907	1.202	1.422	-1,1	-12,0	-17,0	-37,4	-47,1
MSCI EMU	121	121	146	161	233	243	0,3	-17,3	-24,7	-48,1	-50,2
MSCI FAR EAST	1.714	1.699	1.843	1.851	2.572	3.605	0,9	-7,0	-7,4	-33,4	-52,5
MSCI NORTH AMERICA	828	846	940	1.032	1.302	1.525	-2,2	-11,9	-19,8	-36,4	-45,7

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 1° AL 7 OTTOBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 1	Stati Uniti: intervento del Segretario al Tesoro O'Neill Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve
...2/10	Area Euro: incontro IMF/World Bank sulle stime economiche
Mercoledì 2	Stati Uniti: intervento di Broaddus (Presidente della Federal Reserve di Richmond) Stati Uniti: intervento di Parry (Presidente della Federal Reserve di San Francisco)
Giovedì 3	Stati Uniti: intervento di Ferguson (Vice Presidente della Federal Reserve) Stati Uniti: intervento di Moskow (Presidente della Federal Reserve di Chicago) Stati Uniti: intervento di Broaddus (Presidente della Federal Reserve di Richmond)

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 1	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	settembre	-17	-19
	Italia	Indice direttori d'acquisto (manifat.)	settembre	51,6	51,9
Mercoledì 2	Francia	Indice direttori d'acquisto (manifat.)	settembre	52,2	51,7
	Germania	Indice direttori d'acquisto (manifat.)	settembre	49,1	48,8
	Area Euro	Indice direttori d'acquisto (manifat.) ☺	settembre	50,8	50,6
		Commercio al dettaglio	luglio	-0,5% m/m;-0,9% a/a	-0,2% m/m;-0,4% a/a
	Regno Unito	Indice direttori d'acquisto (manifat.)	settembre	51,0	51,4
	Germania	Dettagli settoriali dell'IFO	settembre	-9,3	-8,3
		Vendite al dettaglio	agosto	-0,9% m/m	1,0% m/m
Mercoledì 2	Regno Unito	CBI: indagine sul settore distributivo	settembre	5,0	15
	Area Euro	Indice di fiducia imprese/consumatori	ago/sett.	99,4	99,1
		Prezzi alla produzione	agosto	0,0% m/m;-0,6% a/a	0,1% m/m;-0,3% a/a
		Tasso di disoccupazione	agosto	8,3%	8,3%
Giovedì 3	Germania	Indice di fiducia sintetico	sett.	-0,35	-0,45
	Regno Unito	Indice direttori d'acquisto (servizi)	settembre	55,1	55,5
Venerdì 4	Area Euro	Indice direttori d'acquisto (servizi)	settembre	50,8	50,4

### STATI UNITI E GIAPPONE

Martedì 1	Stati Uniti	Vendite di auto	settembre	15,4 mln	14,0 mln
		Spese per costruzioni	settembre	0,0% m/m	-0,4% m/m
		Indice ISM (manifat.) ☺	settembre	50,5	50,2
Giovedì 3	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	28 sett.	406.000	410.000
		Indice ISM (non manifatturiero) ☺	settembre	50,9	50,5
		Ordini all'industria	agosto	4,7% m/m	-0,2% m/m
Venerdì 4	Stati Uniti	Lavoratori dipendenti (variaz.) ☺	settembre	39.000	35.000
		Tasso di disoccupazione ☺	settembre	5,7%	5,9%
		Salari medi orari	settembre	0,3% m/m	0,2% m/m