

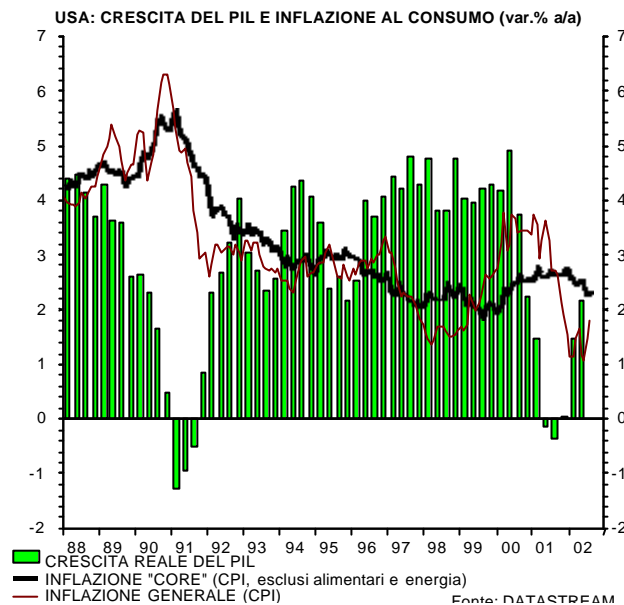
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

8 ottobre 2002  
n. 14 - 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



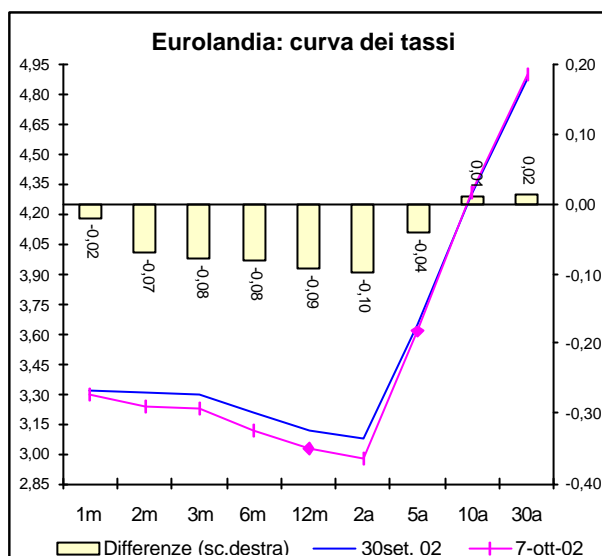
- ✓ **Ci può essere anche la deflazione tra i rischi futuri dello scenario dell'economia americana? No, almeno nel breve termine. Le attese circa la futura evoluzione degli indici generali dei prezzi al consumo continuano a segnare numeri superiori a zero. Livelli dei prezzi in effettivo calo si registrano solo in alcuni settori dove più forte sono la competizione e gli effetti del progresso tecnologico. In più, il comportamento delle famiglie americane non denuncia alcuna sindrome giapponese: non si rinvia a domani l'acquisto che si può fare oggi nell'attesa di prezzi più convenienti.**
- ✓ **Cina e India possono divenire due grandi realtà dell'economia mondiale. Il peso delle esportazioni dei due paesi verso le economie industrializzate sta crescendo rapidamente. In settori come quello italiano del tessile e abbigliamento la concorrenza asiatica diviene sempre più temibile. Si pone un problema di maggiore apertura di quei paesi alle importazioni di prodotti europei. Vanno rimosse le barriere non tariffarie.**

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- Negli Stati Uniti, la debolezza dell'occupazione richiama l'attenzione sulla possibile tenuta dei consumi privati, il vero pilastro della ripresa. Il reddito "reale" disponibile delle famiglie continua ad aumentare a ritmi sostenuti, ma il mercato del lavoro è stagnante e crea incertezze sulla sicurezza del posto di lavoro. A settembre i dati sono contraddittori. Il calo dell'occupazione (-43.000) si combina a una sorprendente, ma poco credibile diminuzione del tasso di disoccupazione (al 5,6%). Nonostante la revisione al rialzo dei nuovi posti di lavoro di agosto (+107.000), l'occupazione è scesa complessivamente di 36.000 unità da inizio anno confermando uno scenario di ripresa senza nuova occupazione.
- Le prospettive per gli investimenti sono migliorate, secondo i dati sugli ordinativi di beni capitali che escludono la difesa e i velivoli. Ma il miglioramento è appeso allo scenario per i consumi che potrebbero subire un rallentamento nel quarto trimestre a causa del calo della Borsa, dell'elevato indebitamento delle famiglie e di un "effetto saturazione" sugli acquisti di abitazioni, di beni durevoli per la casa e di auto.
- A fronte di un peggioramento degli indici anticipatori e di fiducia (in settembre, l'Ism manifatturiero sotto 50, indice di fiducia Università del Michigan in ulteriore calo, dato negativo per gli ordinativi alla fabbriche) cresce la probabilità di un taglio dei tassi guida il 6 novembre, anche perché al Fomc del 24 settembre vi sono state 2 voci su 12 a favore di un calo.
- Anche in Eurolandia aumentano i segnali negativi provenienti dagli indici anticipatori. Questa settimana il PMI di settembre sia del settore manifatturiero che di quello dei servizi è sceso sotto la soglia psicologica di 50, che funge da spartiacque tra espansione e contrazione dell'attività economica. L'indice della Commissione europea ha confermato il peggioramento del clima di fiducia nel terzo trimestre del 2002, anche se a settembre ha mostrato un leggero miglioramento su agosto a 98,9 da 98,7. A parte la revisione subita dalla serie storica, l'informazione appare isolata rispetto all'andamento di tutti i principali indici di fiducia nazionali e del PMI che puntano a un deterioramento in settembre. L'indicazione prevalente è comunque quella di una decelerazione nel terzo trimestre del 2002 rispetto alla già poco brillante performance del secondo. La stima flash di settembre indica un profilo inflazionistico in tensione al 2,2% che potrebbe peggiorare nei mesi successivi sulla scia dei corsi petroliferi. Il mercato ha reagito attribuendo crescente probabilità a un taglio dei saggi guida a partire da novembre. Lo *schatz* tedesco a 2 anni, particolarmente sensibile alle suggestioni delle strategie monetarie, ha perso circa 10 centesimi su lunedì della scorsa settimana e si è portato sotto la soglia psicologica del 3%. Questo movimento ha provocato un netto irripidimento della curva dei rendimenti europea dei titoli di Stato: il differenziale tra il tasso decennale e quello biennale è aumentato fino a 130 centesimi, contro i 110 di inizio settembre.
- Alle crescenti attese di un allentamento monetario si contrappone la moderazione dei banchieri centrali, preoccupati per la crescita, ma cauti su aperture a manovre sui tassi almeno in tempi brevi. Pesa probabilmente l'attesa di crescenti tensioni sull'inflazione europea da qui a fine anno anche se per motivazioni prevalentemente esogene al contesto europeo. Condizioni favorevoli a un taglio dei tassi potrebbero verosimilmente concretizzarsi nei primi mesi del prossimo anno, in vista di un rientro della dinamica dei prezzi al consumo sotto la soglia del 2% sul finire del primo trimestre del 2003.
- La Bank of England dovrebbe lasciare i tassi di interesse invariati alla riunione di politica monetaria di giovedì prossimo. Diversamente da Usa e Eurolandia il Pmi britannico resta sopra 50 e l'effetto ricchezza negativo legato al calo della Borsa è ancora compensato dal forte aumento del prezzo delle case.



Previsioni	dato storico 07/10/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	124	125	126	123	125
dollaro-euro	0,982	0,990	0,993	1,010	0,990
yen-euro	122	124	125	124	124
sterlina-euro	0,627	0,632	0,642	0,644	0,645
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,76	1,70	1,65	1,65	1,95
euro	3,23	3,20	3,10	3,10	3,35
yen	0,08	0,07	0,07	0,08	0,10
sterlina	3,94	4,00	4,05	4,15	4,65
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,63	3,65	3,75	4,30	5,00
Germania	4,31	4,25	4,25	4,40	4,90
Giappone	1,18	1,20	1,30	1,40	1,50
Italia	4,52	4,48	4,47	4,62	5,10
Gran Bretagna	4,43	4,37	4,40	4,55	5,10

## 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	111,9	112,1	112,2	112,3	111,4
2003	112,4	112,5	112,9	113,2	113,4	113,6	113,6	113,7	114	114,2	114,4	114,4	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	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2
2003	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	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	2,2	2,3	2,5	2,5	2,3
2003	2,1	2,1	1,8	1,6	1,6	1,9	2,1	2,1	1,9	1,9	2,0	1,9	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

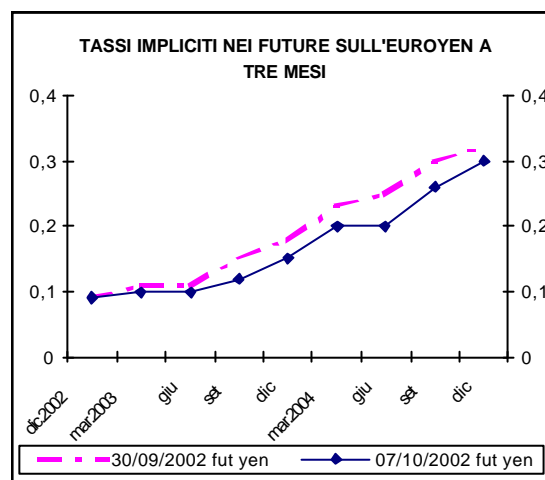
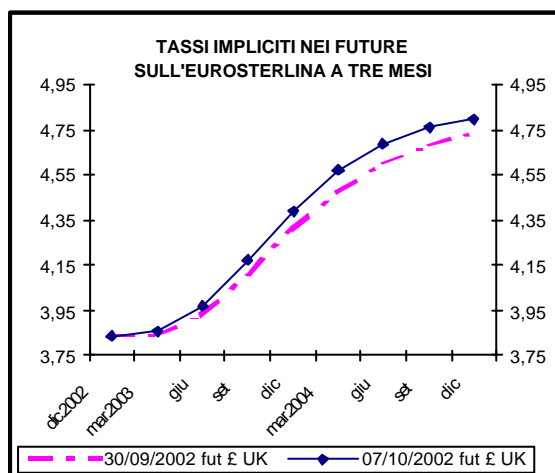
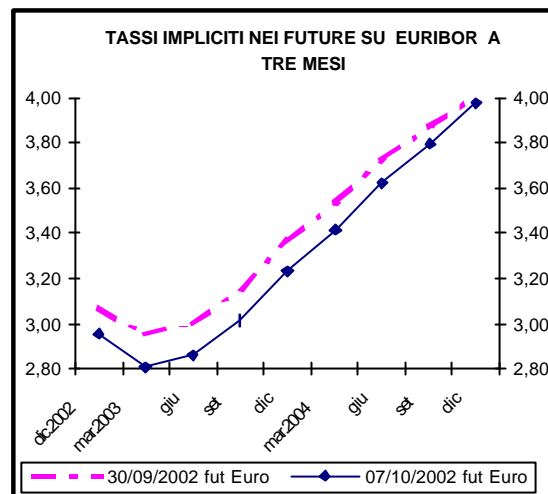
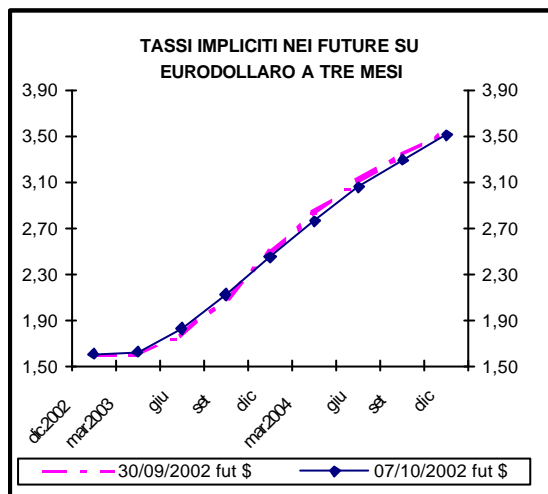
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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						
	4/10/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	0,987	0,978	0,995	1,179	0,88	-0,82	-16,32
Dollaro canadese-euro	1,567	1,541	1,544	1,800	1,66	1,43	-12,99
Dollaro australiano-euro	1,802	1,795	1,826	1,910	0,42	-1,30	-5,63
Dollaro Nuova Zelanda-euro	2,065	2,075	2,134	2,223	-0,45	-3,21	-7,09
Yen-euro	121,110	119,810	117,050	133,730	1,09	3,47	-9,44
Yen-dollaro USA	123,260	122,545	117,980	111,650	0,58	4,48	10,40
Franco svizzero-euro	1,462	1,467	1,465	1,617	-0,33	-0,19	-9,59
Sterlina britannica-euro	0,629	0,628	0,635	0,711	0,13	-1,01	-11,55
Corona svedese-euro	9,091	9,106	9,344	9,470	-0,17	-2,71	-4,00
Corona danese-euro	7,429	7,428	7,426	7,450	0,01	0,03	-0,29
Corona norvegese-euro	7,304	7,333	7,443	8,855	-0,39	-1,86	-17,52
Tallero sloveno-euro	228,525	228,215	227,888	189,045	0,14	0,28	20,88
Zloty polacco-euro	4,094	4,064	4,095	4,071	0,73	-0,03	0,55
Corona ungherese euro	244,050	243,110	246,050	251,480	0,39	-0,81	-2,95

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

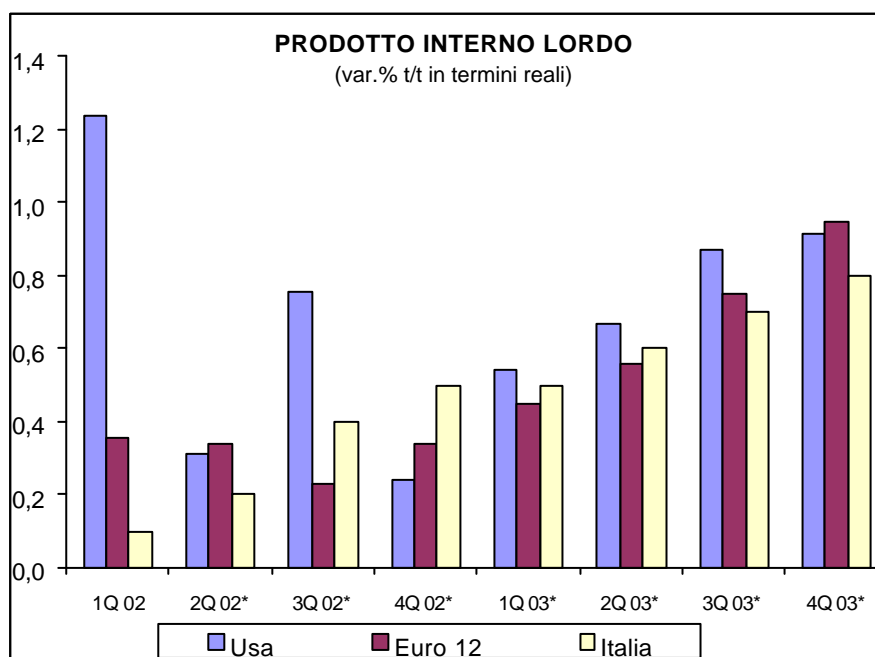
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	0,8	0,2	0,5	0,7	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	3,1	1,0	2,2	2,7	3,5	3,7
var.% anno su anno	0,3	2,3	2,4	1,4	2,2	3,0	2,6	1,9	2,2	2,3	3,0

#### 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	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0
var.% trim su trim annualizzato				0,3	0,6	0,6	1,3	1,4	1,6	2,1	2,7
var.% anno su anno	1,5	0,7	2,0	1,4	1,4	0,9	1,4	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	2,0	2,4	2,8
var.% anno su anno	1,8	0,5	2,0	0,0	0,2	0,5	1,2	1,6	1,9	2,1	2,3



PIL 2001 (mld di euro)  
a prezzi correnti

Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218

## LO SPETTRO DELLA DEFLAZIONE NON SPAVENTA GLI STATI UNITI

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

- Per la seconda volta dalla Grande Depressione degli anni trenta emergono timori di deflazione negli Usa.
- Anche se i pericoli di una discesa generalizzata dei prezzi sono cresciuti negli ultimi tempi, uno scenario di deflazione è poco probabile negli Stati Uniti perché mancano importanti sintomi caratteristici della malattia.
- Un calo dei prezzi colpisce attualmente solo alcuni settori e può spesso considerarsi "benigno" perché dovuto alle nuove tecnologie e all'aumento della competitività.
- Resta elevata l'espansione della moneta, non si rileva una stretta creditizia e, soprattutto, non sembra essersi insinuata nella psicologia di famiglie e imprese una mentalità deflazionistica, cioè l'attesa di un continuo ribasso dei prezzi.
- Al fine di evitare la "sindrome giapponese" risultano determinanti la tenuta della domanda di consumo e il deprezzamento del cambio del dollaro.

Per la seconda volta dalla Grande Depressione degli anni trenta si ripropone negli Stati Uniti lo spettro della deflazione, ossia un calo generalizzato del livello dei prezzi dei beni e servizi. Un timore simile si era verificato nel 1998, dopo la crisi asiatica e russa e il fallimento del Ltcn, quando l'Economist parlò di un "nuovo pericolo" per l'economia mondiale.

La deflazione è un fenomeno ben più temibile dell'inflazione perché priva le autorità monetarie della capacità di portare i tassi di interesse "reali" in negativo al fine di stimolare la crescita dell'economia; penalizza i debitori, aggravando il fardello del servizio del debito misurato in termini reali; frena la crescita della domanda interna perché induce famiglie e imprese a rinviare le decisioni di spesa in attesa di un'ulteriore discesa dei prezzi.

Timori di deflazione sono in parte incorporati nei bassissimi rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine che, per la scadenza a 10 anni, hanno di recente toccato il livello di 3,60%, un minimo degli ultimi 40 anni, anche se il calo riflette in gran parte le attese di un ulteriore ribasso dei tassi guida e soprattutto un fenomeno di avversione al rischio e di ricerca di un "porto sicuro" causati dal crollo dei mercati di Borsa, dalle difficoltà di numerosi paesi emergenti e dal rischio di guerra in Iraq.

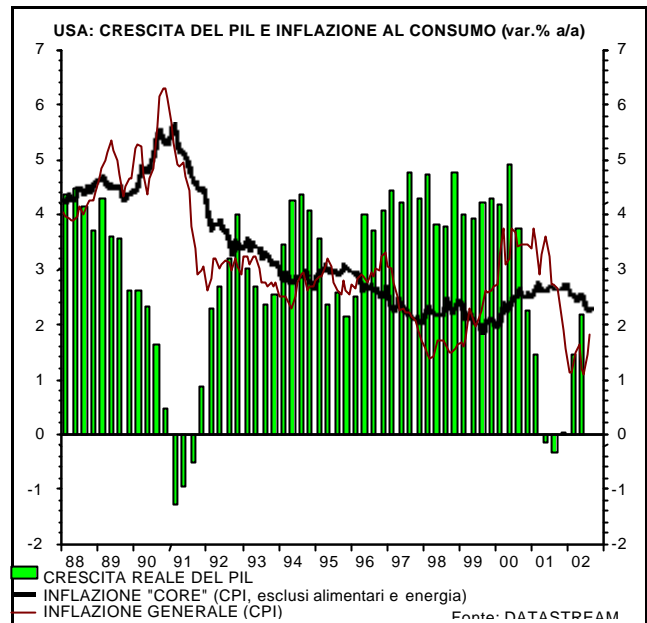
Il ragionamento è il seguente: se lo scenario per gli Stati Uniti è quello di una crescita economica per lungo tempo inferiore al suo potenziale, questo potrebbe produrre un aumento dell'*output gap*, divenuto negativo già dal 2001 secondo le valutazioni dell'Ocse. Ne conseguirebbero il persistere di un eccesso di capacità produttiva e un ulteriore rallentamento dell'inflazione, che dall'attuale basso livello rischia quindi di passare in territorio negativo. I prezzi al consumo infatti (CPI), nonostante l'accelerazione registrata in agosto, stanno aumentando ad un tasso tendenziale dell'1,8% solamente (2,4% a/a se si escludono gli alimentari e l'energia).

Anche se i pericoli sono cresciuti negli ultimi tempi, uno scenario di deflazione è poco probabile perché mancano importanti sintomi caratteristici della malattia, mentre vi sono importanti antidoti. Infatti, seppure si possano scorgere segnali di un calo del livello dei prezzi al consumo in alcuni settori, il fenomeno non è generalizzato. Il ribasso non riguarda i servizi, che continuano a crescere ad un tasso del 3% annuo, ma si concentra su alcuni beni di consumo, tra cui in particolare quelli durevoli che secondo i dati del US Department Commerce sono in calo dal 1995. Si tratterebbe quindi di un fenomeno che colpisce solo alcuni settori e che può spesso considerarsi "benigno" perché in molti casi non è dovuto a un crollo della domanda, ma è riconducibile al progresso tecnologico, alla diffusione delle tecnologie dell'informazione e all'aumento della competitività internazionale. La crescente apertura sull'estero dell'economia americana e, soprattutto, l'aumento della quota di beni importati dalla Cina a prezzi molto competitivi portano al contenimento della crescita dei prezzi all'importazione e riducono il "pricing power" delle imprese americane. Nei primi sette mesi di quest'anno, la quota delle importazioni dalla Cina sul totale è salita al 9,6% dal 7,8% di un anno prima.

Non si denotano spinte alla deflazione provenienti dall'andamento dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali, anche a causa del recente aumento del prezzo del petrolio. Sicuramente non punta alla deflazione l'elevata espansione della moneta che solo in parte riflette motivazioni precauzionali legate alle crescenti incertezze sui mercati finanziari. La crescita di M3, sia pure in rallentamento dall'inizio del 2002, si attesta al +8,3% a/a in agosto. Inoltre, il paese non sperimenta una stretta creditizia che spesso accompagna uno scenario di deflazione.

Soprattutto non sembra essersi insinuata nella psicologia delle famiglie e delle imprese americane quella mentalità deflazionistica che caratterizza il Giappone, dove si sconta la possibilità di un continuo calo dei prezzi dei beni e servizi. Lo si vede nell'aumento dei salari in termini reali e nelle attese implicite nei titoli del Tesoro Usa a 10 anni indicizzati ai prezzi al consumo (TIPS). Le aspettative di inflazione incorporate nei TIPS sono diminuite dal 2% dell'aprile-maggio scorsi all'1,5%, ma rimangono ampiamente sopra lo 0,6% toccato nell'ultimo trimestre del 1998 nel pieno della crisi, quando elevati erano i timori di deflazione. Per quel che riguarda le prospettive di inflazione a 12 mesi, dall'indagine sui consumatori dell'Università del Michigan di settembre si ricava un calo del livello atteso rispetto alle rilevazioni effettuate nel secondo trimestre. Tuttavia, le aspettative di inflazione restano positive e pari al 2,5%, ben al di sopra dello 0,4% registrato nel novembre scorso dopo gli attentati terroristici.

Sempre dall'ultima indagine dell'Università del Michigan emerge che le attese sull'inflazione a 5 anni, pur rimanendo positive, sono le più basse dei 25 anni di storia di questa indagine. L'attuale prospettiva di crescita moderata per gli Stati Uniti nei prossimi anni prelude a una stabilizzazione dell'inflazione sugli attuali bassi livelli piuttosto che a uno scenario di deflazione che spesso si associa alla debolezza del sistema bancario, una condizione attualmente non riscontrabile negli Usa. Per allontanare lo spettro della deflazione resta determinante la tenuta dei consumi privati, in attesa di una ripresa degli investimenti, come pure un ulteriore deprezzamento del cambio del dollaro che spinge al rialzo i prezzi all'importazione e aumenta la competitività dell'export.



## FRANCIA IN RALLENTAMENTO, MA PIU' VELOCE DELL'UEM

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

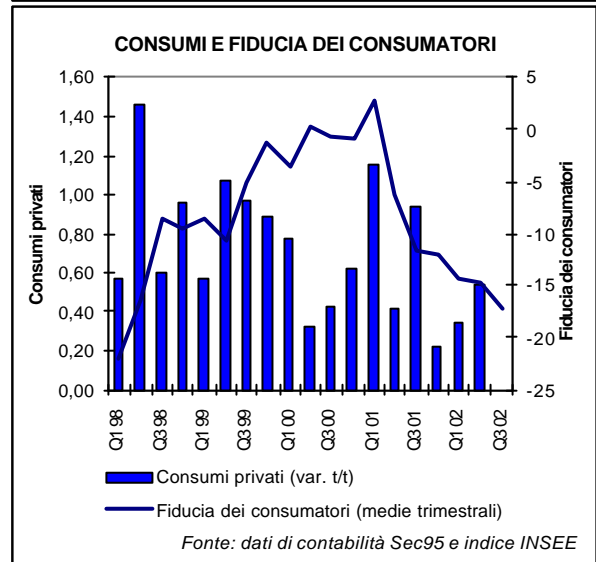
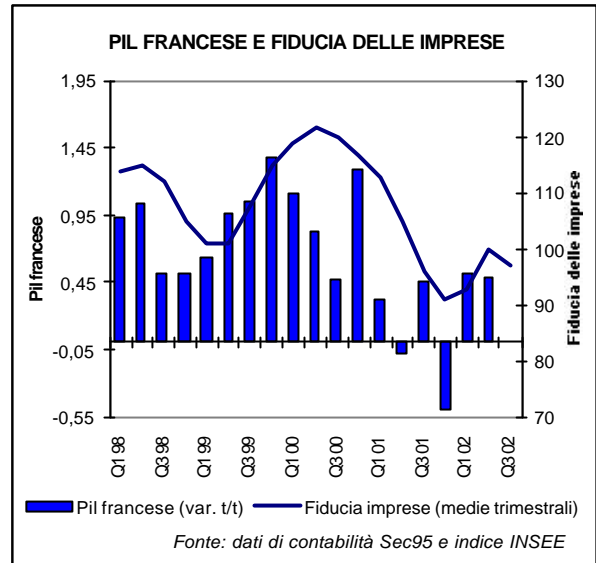
- La Francia decelera il ritmo di crescita sulla scia del rallentamento globale, ma rimane tra i paesi più dinamici dell'area dell'euro.
- La manovra fiscale del 2003 punta a sostenere la crescita, anche a costo di rimandare il "quasi pareggio" del bilancio oltre i termini richiesti in sede europea.

La Francia è, dopo la Germania, il maggior contributore del Pil europeo con una quota superiore al 20% che segue quella tedesca al 33%. Dal 1998, la Francia si è imposta come la locomotiva europea perché ha sviluppato sistematicamente ritmi di crescita superiori alla media dell'area, compensando almeno in parte le difficoltà della Germania, a fronte di un'inflazione moderata. Ma la crisi economica mondiale non ha risparmiato nemmeno la Francia che nel 2002 dovrebbe vedere rallentare la crescita annua intorno all'1%, dopo l'1,8% del 2001. Nonostante gli evidenti sintomi di affaticamento, l'incremento tendenziale del Pil francese nel primo semestre del 2002 (+ 0,7%) è rimasto superiore a quello dei principali partner europei come Germania (- 0,09), Italia (+ 0,1%) e Olanda (+ 0,2%) e si avvia a confermare questa migliore posizione anche in media d'anno in compagnia della Spagna che nel primo semestre ha messo a segno un aumento tendenziale del Pil del 2%.

Tra i propulsori della crescita francese spiccano i consumi privati e pubblici, più sostenuti della media europea. Gli indicatori relativi al clima di fiducia delle famiglie hanno però evidenziato un progressivo deterioramento tra luglio e settembre che potrebbe spiegarsi con la minore crescita del reddito disponibile attesa sulla scia dell'aumento del tasso di disoccupazione, salito dall'8,6% del giugno 2001 all'attuale 9%. E' comunque possibile che questo effetto avverso sia compensato nel resto dell'anno dal positivo impulso derivante da minori imposte. La dinamica degli investimenti fissi lordi è rimasta fiacca e la fiducia delle imprese mostra un progressivo deterioramento. E' continuato anche nel secondo trimestre il ciclo di decumulo delle scorte, che in prospettiva potranno sostenere l'andamento del Pil. Il contributo netto dall'estero è risultato nullo nel primo semestre, come conseguenza di un andamento negativo nel primo trimestre e positivo nel secondo. E' probabile un ulteriore modesto rallentamento congiunturale della crescita del Pil francese nel terzo trimestre che, seguito da una tenuta nel quarto, è coerente con un incremento dell'1% nella media del 2002.

La legge finanziaria per il 2003 disegna gli obiettivi ipotizzando uno sviluppo del 2,5% per l'anno prossimo. Un'ipotesi che sembra ottimistica perché sconta un'accelerazione ciclica non indifferente nel 2003, coerente con incrementi congiunturali trimestrali nell'ordine dello 0,8% che al momento sembrano improbabili, per quanto non impossibili. L'obiettivo deficit/Pil rimane invariato al 2,6% nel 2002-2003 così da consentire un ulteriore, seppure modesto, taglio delle tasse dello 0,2% del Pil. Se il prossimo anno la crescita economica dovesse confermarsi tra il 2-2,5% è probabile che questi obiettivi risultino realistici e che l'architettura della manovra finanziaria produca anche un sostegno al ciclo. Se il ritmo di sviluppo dovesse invece rimanere inferiore al 2%, il disavanzo delle pubbliche amministrazioni potrebbe portarsi in prossimità del 3% costringendo il governo a correggere la politica fiscale in senso più restrittivo nel corso del 2003.

Complessivamente, la manovra ha predisposto tagli delle tasse per oltre 4 miliardi di euro, pari a circa lo 0,3% del Pil. Ma il governo probabilmente aumenterà altri tipi di imposte, come la tassa sul tabacco che dovrebbe subire un incremento a gennaio, limitando gli sgravi fiscali effettivi a circa 3,2 miliardi di euro pari allo 0,2% del Pil. Solo il 15% di queste agevolazioni saranno destinate alle famiglie, il resto favorirà le imprese. Gli incrementi di spesa più consistenti sono destinati a difesa e sicurezza sociale in sintonia con le promesse elettorali. Disattendendo le disposizioni preliminari di Bruxelles, la Francia progetta di avvicinarsi al "quasi pareggio" del bilancio (-0,5%) nel 2007, invece del 2006 come richiesto dalla recente revisione del Patto di Stabilità; un anticipo al 2006 richiederebbe una crescita del 3% secondo i calcoli di Parigi.



FRANCIA	1999	2000	2001	2002*	2003*
(variazioni % annue)					
<b>Pil (reale)</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>
Consumi privati	3,5	2,8	2,8	1,8	2,1
Consumi pubblici	1,5	2,9	2,4	2,9	2,8
Investimenti	8,3	8,3	2,7	0,3	1,9
Exp. beni e servizi	4,2	13,6	1,5	0,7	4,4
Imp. beni e servizi	6,2	15,0	0,8	0,2	3,2
Tasso d'inflazione	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Deficit/Pil	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
Saldo strutturale	<b>-0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,3</b>
Debito/Pil	<b>58,5</b>	<b>57,3</b>	<b>56,9</b>	<b>57,2</b>	<b>57,0</b>

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

## LA CINA: TROPPO VICINA, TROPPO LONTANA

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

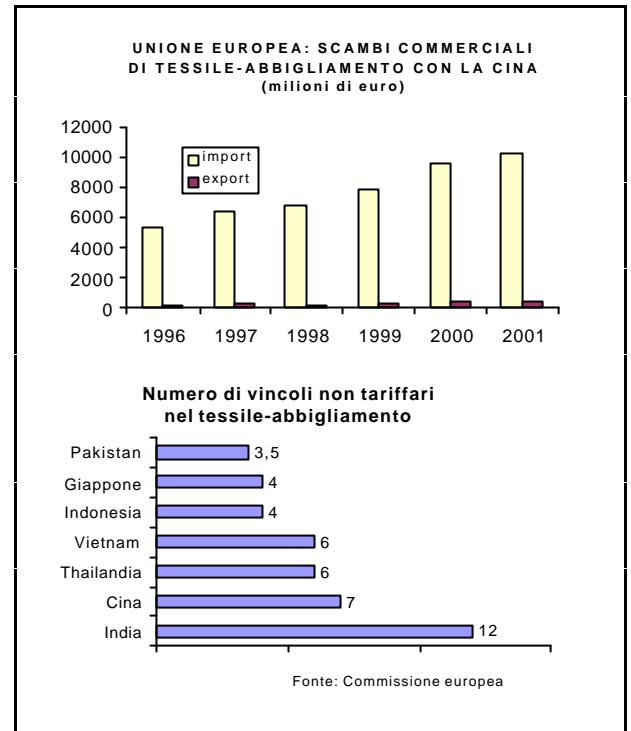
**Un paese in continua e rapidissima crescita, un mercato vastissimo e ricco di opportunità, una minaccia per molti settori produttivi italiani ed europei: la Cina è tutto questo. Con l'ingresso nel WTO, il paese asiatico avrà sempre più peso in settori come quello del tessile-abbigliamento. Una realtà che non può essere ignorata dagli operatori della moda per i quali il mercato cinese rappresenta ugualmente un'opportunità da non perdere e un pericolo da tenere accuratamente sotto controllo.**

Humen, piccolo distretto amministrativo nella provincia di Guangdong, non lontano da Hong Kong e Macao, ha conquistato il primo posto in Cina nella produzione del tessile-abbigliamento. L'industria della confezione è nata qui nel 1993 per volontà del governo del distretto e di alcuni uomini d'affari della zona: in pochi anni vi sono sorte più di 600 aziende che danno lavoro a oltre 150.000 addetti, con una produzione annua che supera i 70 milioni di pezzi. Questi stabilimenti fanno paura ai produttori occidentali non solo per la quantità di merce che ne esce ma per la crescente qualità della fattura che somiglia sempre di più allo stile del *made in Italy*. Da questo angolo della Cina parte l'invasione dei mercati occidentali: lo scorso anno, la UE ha esportato in Cina tessuti per un valore di circa 500 milioni di euro contro 10 miliardi di importazioni. Nel primo semestre di quest'anno, l'Italia ha acquistato "moda cinese" per 1,5 miliardi di euro contro una vendita di *made in Italy* di soli 143 milioni. La minaccia appare particolarmente grave per il nostro paese ove l'industria del Tessile-Abbigliamento-Calzature rappresenta - con il 24% dell'occupazione manifatturiera, il 16,5% del valore aggiunto e il 17% delle esportazioni - un settore di specializzazione per l'economia nazionale. L'Italia con una quota pari a circa il 35% è il maggior produttore di moda in Europa, davanti a Germania (20%) Francia (17%) e Regno Unito (10%). Inoltre, nonostante la concorrenza dei paesi emergenti, il sistema moda Italia continua a occupare la terza

posizione nelle esportazioni mondiali con una quota del 6,6%. Il dato preoccupante riguarda proprio questa quota: in dieci anni si è dimezzata, passando dall'11% del 1990 al 6,6% del 2000. Nello stesso periodo, la Cina ha registrato una crescita straordinaria: la sua quota ha superato il 18%, per un valore dell'export pari a 36 miliardi di dollari, tre volte l'export delle imprese italiane (oltre 13 miliardi). Per ogni euro di tessile-abbigliamento esportato dall'Italia in Cina ne giungono in direzione contraria 176, favoriti dal basso prezzo. Dall'industria delle calzature giunge un altro dato significativo: nel 2001, la Cina ha immesso sul nostro mercato 55 milioni di scarpe contro le 125 mila importate dall'Italia. L'interscambio commerciale appare dunque molto sbilanciato a Est e le cause non vanno ricercate nella congiuntura ma nelle protezioni di cui i paesi asiatici, e i Pvs in generale, godono nonostante il piano di smantellamento previsto dall'Accordo Multifibre. Questo accordo aveva il fine di regolare gli scambi della maggior parte dei prodotti tessili e di abbigliamento attraverso limitazioni quantitative nell'importazione da parte dei paesi industrializzati (Europa, USA e Giappone) che tentavano di proteggere le proprie industrie tessili ed i loro mercati dall'invasione di manufatti provenienti dai paesi sottosviluppati, estremamente concorrenziali nei costi di produzione. Dopo gli accordi di Marrakech (1994) per lo smantellamento progressivo del sistema delle quote all'importazione, l'accesso al mercato europeo è aumentato notevolmente, mentre molti paesi di Asia e America Latina sono rimasti chiusi alla penetrazione commerciale europea, continuando a godere del sistema protezionistico riservato ai paesi in via di sviluppo. I dazi ancora applicati da questi stati ne sono una prova: in Cina la media è del 21% mentre superano largamente il 30% in India, Indonesia, Argentina, per citare alcuni esempi. Ai dazi si aggiunge una miriade di barriere non tariffarie, vale a dire ostacoli tecnico-procedurali (tortuosità burocratiche, controlli severi, ritardi nello sdoganamento, etichette troppo dettagliate) che restringono l'accesso a questi mercati e si rivelano costosi quanto i dazi stessi. Secondo uno studio della Commissione Europea che ha censito il numero delle barriere non tariffarie, i mercati asiatici più chiusi sono la Cina con 7 ostacoli e l'India dove bisogna superarne 12.

Quest'ultimo paese costituirebbe un mercato potenziale del valore di 60 miliardi di dollari nel settore dei beni di consumo (alimentari, prodotti per la casa e della moda). A fronte di tale cifra potenziale, la penetrazione dei prodotti italiani, che pure godono di un'ottima reputazione in termini di innovazione, design e qualità, è ancora limitata rispetto ad altri paesi del Sud-Est asiatico non solo a causa del basso livello medio del reddito nazionale ma anche della forte impronta protezionistica adottata da questo paese. Nel periodo 2000-2001, in un volume di scambi complessivo di 2.019 milioni di dollari, l'Italia ha importato dall'India prodotti per 1.300 milioni di dollari e ne ha esportati 715. Rispetto al 1999-2000, le esportazioni italiane sono diminuite del 2,8% mentre le importazioni sono aumentate del 16,4%. Nel settore dell'abbigliamento in particolare, l'India ha aumentato le vendite in Italia del 9% circa mentre ha diminuito gli acquisti del 29%. Benché all'Uruguay Round l'India avesse accettato di applicare limiti tariffari massimi a circa 6.600 delle sue 11.000 categorie merceologiche, le rimanenti categorie sono rimaste prive di tetti tariffari. Esse includono un buon numero di beni di consumo, quali alcuni prodotti alimentari, alcolici, tessili, auto, prodotti personali, gioielleria, ecc. Su tali prodotti l'India è ancora libera di imporre qualsiasi livello di dazio senza violare le norme del WTO.

La progressiva perdita di competitività dell'industria europea del tessile abbigliamento sarà destinata ad acuirsi a partire dal 2005, quando verranno meno le regole introdotte dall'Accordo Multifibre, grazie al quale è stato finora possibile disciplinare i flussi in Europa di prodotti provenienti dai paesi in via di sviluppo. Dalla situazione che si verrà a creare, l'Europa risulterà la più accessibile e permeabile, tra le maggiori aree geografiche di consumo a livello mondiale, alle importazioni di prodotti del tessile-abbigliamento. Inoltre, per effetto degli alti dazi mantenuti dai paesi terzi e dalle barriere non tariffarie che vengono erette a protezione delle industrie nazionali, essa continuerà ad incontrare fortissime difficoltà ad esportare in questi mercati prodotti che si potrebbero collocare nelle fasce di prezzo medio-alto. Gli stessi effetti non si avranno in altre aree economiche i cui paesi, potendo contare su un sistema di tariffe doganali particolarmente elevate (non solo Cina e India ma anche Stati Uniti), troveranno ancora il modo di proteggere il proprio mercato.





## IN ITALIA MOLTO CREDITO MA BASSO CONSUMO

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

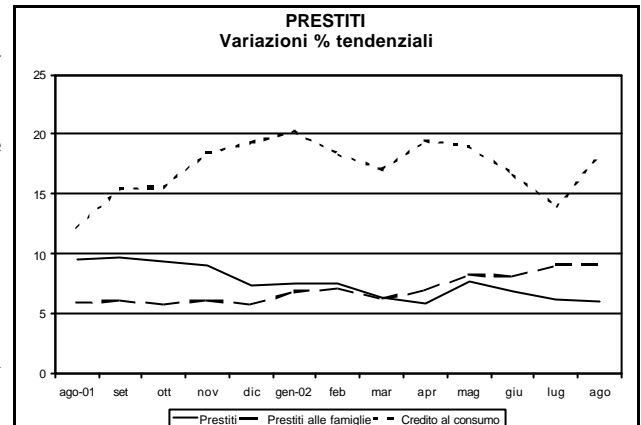
- Prosegue a ritmo elevato la crescita tendenziale del credito al consumo bancario (+18,3% a/a in agosto) seppure in presenza di un forte rallentamento della spesa delle famiglie iniziato già nel corso del 2001.
- A differenziare il mercato italiano dal resto dell'eurozona è soprattutto la durata del credito, che in Italia è più concentrata nella fascia media (tra 1 e 5 anni), mentre nell'area euro è preferita la scadenza più protratta (oltre i 5 anni).

Nel panorama del rallentamento generale dell'economia, che si è riflesso anche sugli andamenti dei prestiti bancari, fanno eccezione i finanziamenti alle famiglie. Dal secondo trimestre del 2002 i prestiti concessi a questo settore hanno riportato, infatti, tassi di crescita tendenziali sempre maggiori dell'aggregato totale, con una forbice che si è andata sempre più allargando negli ultimi mesi. Nell'ambito della distinzione per destinazione del finanziamento alle famiglie, il credito al consumo, sebbene nel nostro paese rivesta una importanza ancora limitata (9,5%), riporta una crescita assai rilevante e circa doppia rispetto al totale dei crediti alle famiglie. I mutui (42,5%) e i finanziamenti al comparto delle "produttrici" (48%) ne assorbono la restante parte. In rapporto al PIL il credito al consumo in Italia è ancora poco sviluppato (circa il 3% rispetto ad una media dell'8% dei principali paesi dell'area euro). Un fenomeno a parte riguarda la Gran Bretagna dove la diffusione del credito al dettaglio è assai più elevata (oltre il doppio rispetto all'Italia) in considerazione anche della maggiore consuetudine dei consumatori alla rateizzazione delle proprie spese. Risulta evidente che il mercato italiano è lontano dall'essere maturo e presenta ampi margini di sviluppo. Le istituzioni finanziarie comunque fanno la loro parte per avvantaggiarsi di questa nicchia di mercato redditizia ma rischiosa.

A differenziare il mercato nazionale dal resto dell'eurozona è soprattutto la durata del credito, che in Italia è più concentrata nella fascia media (tra 1 e 5 anni), mentre nell'area euro è preferita la scadenza più protratta (oltre i 5 anni). Da un'analisi della Commissione Europea (maggio 2002) emergono differenze sostanziali anche nei tassi applicati. A dispetto della accresciuta concorrenza tra gli istituti finanziari dei paesi dell'eurozona non esiste un tasso unico di riferimento. Esistono invece differenze da paese a paese che possono essere ricondotte al diverso grado di rischiosità, di tassazione e regolamenti interni. Il processo di convergenza risulta ancora lontano dal realizzarsi.

Dal lato della domanda il mercato del credito al consumo, risente però della recente congiuntura sfavorevole. Sull'espansione del mercato agisce, tra l'altro, una riduzione della ricchezza finanziaria delle famiglie di circa l'8% nel 2001. L'effetto di tale "impoverimento" è stato quello di aumentare la propensione al risparmio a scapito di quella al consumo e, in particolare, di beni non alimentari. Mentre la spesa media mensile delle famiglie è rimasta invariata (2.178 correnti nel 2000 e nel 2001) si sono modificate le singole componenti. In incremento le spese per cibi e bevande (+1,7%) e in leggera riduzione (-0,4%) quelle destinati ai consumi non alimentari. Nel dettaglio, i comparti più penalizzati risultano quelli dei beni durevoli in cui è maggiormente diffuso il ricorso al credito al consumo: mezzi di trasporto e comunicazioni arredamenti/elettrodomestici. Il finanziamento di autoveicoli assorbe oltre il 67% dei crediti erogati dalle istituzioni finanziarie specializzate e circa il 29% di quello delle banche.

Le criticità del settore riguardano la rischiosità della clientela ma tendono ad essere contenute da sempre più affinati processi di *credit scoring* e facilitazioni a clienti già "accreditati". Nel 2001 l'Italia si è collocata al secondo posto per numero di nuovi contratti accesi, che si sono concentrati, grazie alle recenti incentivazioni, nel settore automobilistico. Ulteriori agevolazioni sono allo studio ma non sembrano riferirsi al futuro immediato.



### CREDITO AL CONSUMO DEI PAESI ADERENTI A EUROFINAS - 2001

Paese	Consistenze		Flussi		Nuovi contratti	
	mln. €	Var. %	mln. €	Var. %	migliaia	Var. %
B	74.793	5	14.693	0	1.380	-2
CH	3.489	7	3.007	5	189	-3
D	60.073	6	32.496	7	4.369	7
E	18.934	n.d.	15.568	19	5.255	-4
F	56.118	5	33.398	-1	5.401	0
FI	4.261	9	2.917	8	318	-4
<b>I</b>	<b>39.727</b>	<b>14</b>	<b>28.723</b>	<b>15</b>	<b>7.649</b>	<b>6</b>
IRL	10.228	0	5.606	0	2.163	0
MA	1.952	-1	893	-5	397	2
N	4.103	13	1.661	10	233	27
NL	15.981	5	9.707	-9	0	n.d.
P	4.576	23	3.519	26	613	13
S	13.755	22	6.336	17	209	-16
TUR	420	-54	668	-55	2.027	-6
UK	97.758	4	102.364	6	18.185	2
<b>Totale</b>	<b>406.168</b>	<b>11</b>	<b>261.556</b>	<b>6</b>	<b>48.388</b>	<b>2</b>

### FINANZIAMENTI BANCARI AL SETTORE DELLE FAMIGLIE

Composizione % e consistenze in mld di a giugno 2002

	Area Euro			Consistenze
	Fino a 1 anno	Tra 1 e 5 anni	Oltre 5 anni	
Credito al consumo	20,1	34,3	45,6	511
Mutui	1,2	3,0	95,9	2097
Altri prestiti	24,5	17,4	58,0	591
<b>Italia</b>				
Credito al consumo	21,6	53,3	25,1	25
Mutui	0,4	2,1	97,5	112
Altri prestiti	31,8	33,0	35,2	127

Fonte: Banca d'Italia, Eurofinas.

# LA LATITANZA DEI BUY BACK

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

Scenari immutati per i mercati azionari, volatilità e scoperto ancora congelati ai massimi storici.

Al di là delle problematiche geopolitiche, il pieno svolgersi della campagna delle trimestrali delle imprese statunitensi sconsiglia l'assunzione di rischio con l'apertura di nuove posizioni.

Ma la prudenza è dettata anche da fenomeni nuovi, come l'anomala contrazione delle operazioni di riacquisto.

Nei periodi di crisi, infatti, alla collaudata operatività di Ipo tipica dei boom azionari dovrebbe sostituirsi una ben più aggressiva attività di Opa, complice il deterioramento dei valori di Borsa.

Ad oggi, invece, il fenomeno resta isolato e i tempi prematuri, testimoniati dal brusco rallentamento dei piani di buy back e dall'esiguo numero di riacquisti da parte delle società quotate nell'ultimo trimestre a Wall Street.

Malgrado quotazioni spesso addirittura inferiori al valore nominale, il top management, forte di una conoscenza privilegiata e confidenziale delle tematiche aziendali interne, preferisce così aspettare valutazioni più attraenti tradendo chiare aspettative ribassiste.

Il bilancio negativo della congiuntura azionaria viene inoltre appesantito dalla lentezza con cui si è distribuita nel tempo l'attuale fase Orso: maggiore è il numero di sedute al ribasso, maggiore sarà l'affidabilità del trend poiché la costanza ne rafforza la struttura e contribuisce a diluire il livello di ipervenduto.

Nonostante infatti il lungo cedimento dei listini, i principali indicatori di analisi tecnica non hanno raggiunto i massimi relativi e non presentano ancora figure di inversione particolarmente rilevanti.

Le speranze del fronte rialzista restano invece affidate alla formazione di un "doppio minimo" (come avvenne nel 1974) sui livelli più bassi di settembre.

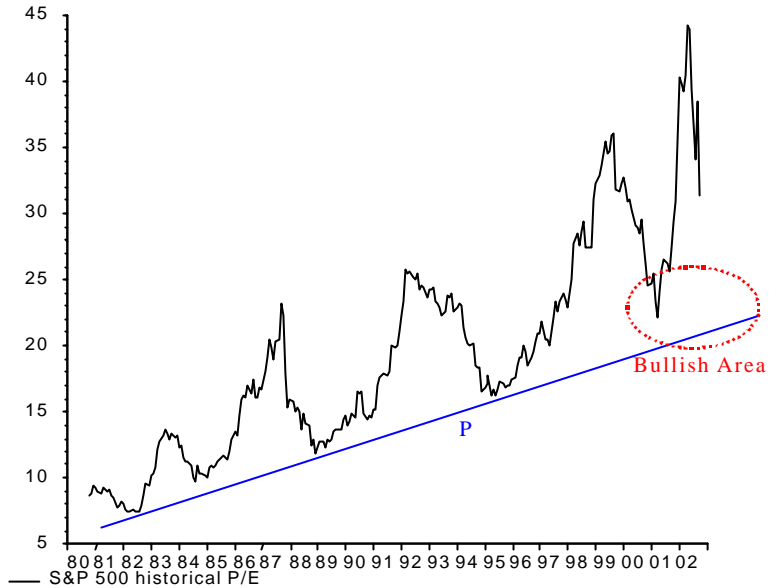
Ma ancor più che tecnicamente, il Toro confida nei nuovi segnali provenienti dall'analisi fondamentale.

Negli ultimi mesi il premio a rischio (convenienza ad investire in azioni piuttosto che in obbligazioni) è cresciuto in modo esponenziale fino a riportare il parametro al livello di sei anni fa (cfr. secondo grafico).

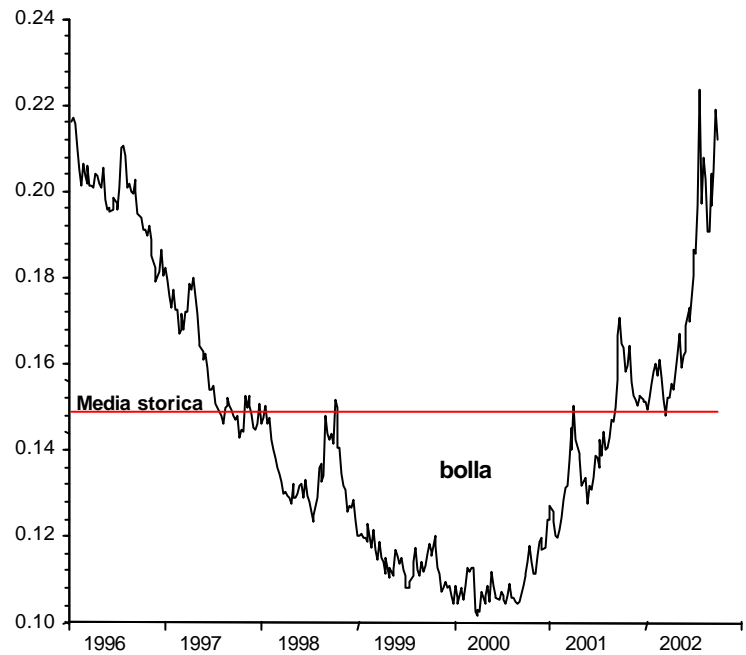
La perfetta chiusura della bolla prima, e il ritorno ai livelli pre-boom del 1996 poi, gettano le basi per una nuova fase di accumulazione che premi il capitale di rischio a danno del reddito fisso.

Pur cambiando le priorità dell'asset allocation la ritrovata appetibilità dell'investimento in azioni dovrà comunque scontrarsi con una congiuntura sfavorevole, alti P/e ed un sentiment ostile. La riconquista di competitività da parte dei titoli azionari rappresenta comunque il primo tassello indispensabile per la costruzione di un nuovo mercato Toro.

Inversione di tendenza al raggiungimento della Bullish Area



Il nuovo richiamo del premio al rischio (convenienza ad investire in azioni)



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

	Dati		storici		inizio '01		inizio '00		Variazioni percentuali				
	4/10/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	-1 mese	-1 anno	-1 mese	-1 anno	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	16.060	16.764	18.157	21.283	29.834	28.094	-4,2	-11,5	-24,5	-46,2	-42,8		
MIB 30	21.546	22.562	24.602	30.216	42.906	41.477	-4,5	-12,4	-28,7	-49,8	-48,1		
DOW JONES IND.	7.528	7.701	8.425	9.061	10.646	11.358	-2,2	-10,6	-16,9	-29,3	-33,7		
NASDAQ	1.140	1.199	1.292	1.597	2.292	4.131	-4,9	-11,8	-28,6	-50,3	-72,4		
STANDARD & POOR'S	801	827	893	1.070	1.283	1.455	-3,2	-10,4	-25,2	-37,6	-45,0		
NIKKEI 225	9.028	9.530	9.075	10.205	13.786	18.934	-5,3	-0,5	-11,5	-34,5	-52,3		
FTSE100	3.814	3.907	4.027	5.016	6.175	6.930	-2,4	-5,3	-24,0	-38,2	-45,0		
CAC40	2.766	2.851	3.169	4.196	5.799	5.917	-6,3	-12,7	-34,1	-52,3	-53,3		
DAX30	2.715	2.919	3.426	4.548	6.290	6.751	-7,0	-20,8	-40,3	-56,8	-59,8		
MADRID	582	595	645	736	879	1.012	-2,2	-9,7	-20,9	-33,7	-42,5		
SINGAPORE	1.368	1.374	1.457	1.378	1.896	2.583	-0,5	-6,2	-0,7	-27,9	-47,1		
HONG KONG	9.051	9.294	9.820	10.286	14.870	17.370	-2,6	-7,8	-12,0	-39,1	-47,9		
DJ EURO STOXX50	2.225	2.343	2.534	3.395	4.702	4.849	-5,1	-12,2	-34,5	-52,7	-54,1		
MSCI WORLD	728	752	804	951	1.202	1.422	-3,3	-9,5	-23,5	-39,5	-48,8		
MSCI EMU	115	121	131	170	233	243	-4,8	-12,3	-32,4	-50,6	-52,6		
MSCI FAR EAST	1.632	1.714	1.704	1.954	2.572	3.605	-4,8	-4,2	-16,5	-36,5	-47,7		
MSCI NORTH AMERICA	801	828	897	1.082	1.302	1.525	-3,2	-10,7	-26,0	-38,5	-47,4		

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'8 AL 14 OTTOBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 8	Area Euro: Ecofin Area Euro: intervento di Mc Donough (Presidente della Federal Reserve di New York) al Parlamento Europeo Area Euro: intervento di Duisenberg al Parlamento Europeo 📞
Mercoledì 9	Stati Uniti: intervento di Ferguson (Vice Presidente della Federal Reserve di Boston)
Giovedì 10	Regno Unito: incontro di politica monetaria (annuncio tassi) 📞 Area Euro: incontro di politica monetaria della BCE. Segue conferenza stampa. 📞
Venerdì 11	Pubblicazione del bollettino mensile dell'ente internazionale dell'energia
Lunedì 14	Stati Uniti: Columbus Day. Mercati chiusi per festività.

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 8	Germania	Tasso di disoccupazione 📞	settembre	9,9%	9,9%
Mercoledì 9	Germania	Produzione industriale	agosto	-1,0% m/m	-0,3% m/m
	Regno Unito	Bilancia commerciale (globale)	agosto	-£ 2.465 mld	-£ 2.387 mld
Giovedì 10		Bilancia commerciale (non UE)	agosto	-£ 1.946 mld	-£ 1.945 mld
	Germania	Prezzi al consumo	settembre	-0,2% m/m; 1,1% a/a	-0,1% m/m; 1,1% a/a
	Area Euro	PIL (2 <sup>a</sup> rev.)	II tr. 02	0,3% t/t; 0,3% a/a	0,3% t/t; 0,6% a/a
	Germania	Bilancia commerciale	agosto	12,1 mld di euro	11,0 mld di euro
Venerdì 11		Bilancia partite correnti	agosto	0,5 mld di euro	4,0 mld di euro
	Francia	Bilancia commerciale	agosto	2,38 mld di euro	1,80 mld di euro
		Prezzi al consumo (prel.)	settembre	0,2% m/m; 1,8% a/a	0,4% m/m; 2,0% a/a
		Pil (2 <sup>a</sup> rev.)	II tr. 02	0,5% t/t; 0,4% a/a	0,5% t/t; 1,0% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 8	Giappone	Prezzi all'ingrosso	settembre	0,0% m/m; -0,9% a/a	-0,9% m/m; -1,0% a/a
		Ordini alle industrie (macchinari)	agosto	1,9% m/m	0,0% m/m
Giovedì 10	Giappone	M2+CDs	settembre	3,5% a/a	3,4% a/a
	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	settembre	0,3% m/m	0,3% m/m
Venerdì 11	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	5 ottobre	410.000	410.000
		Scorte all'ingrosso	agosto	0,6%	0,2%
		Prezzi alla produzione	settembre	0,0% m/m	0,1% m/m
		Vendite al dettaglio 📞	settembre	0,8% m/m	-1,8% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto)	settembre	0,4% m/m	-0,1% m/m
		Indice fiducia Università Michigan	ottobre	86,1	86,0