

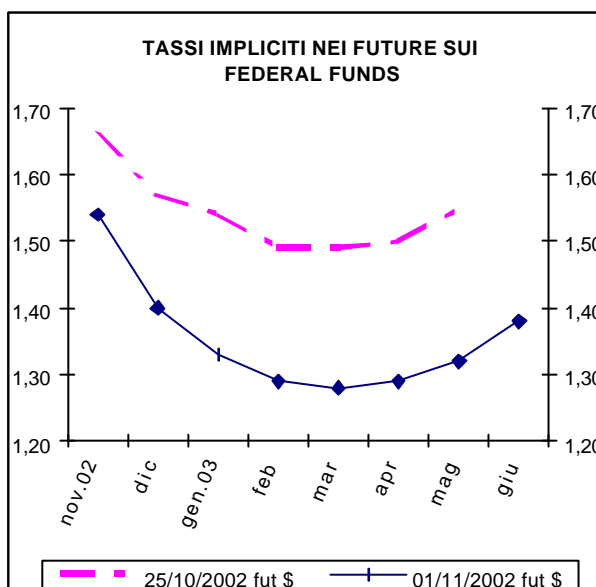
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

5 novembre 2002
n. 18 - 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



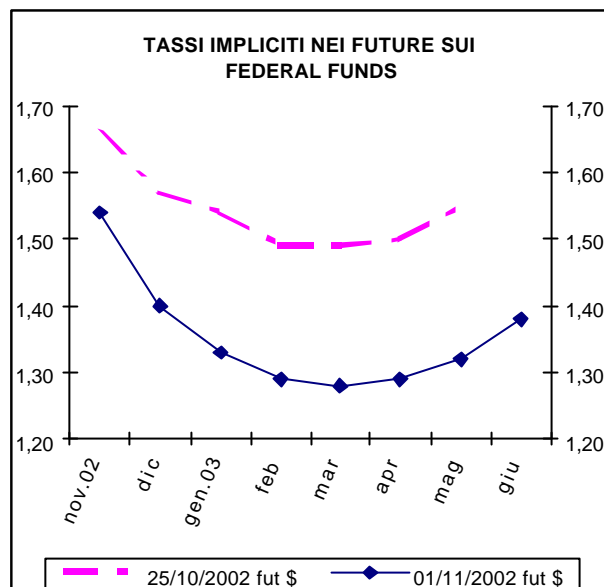
- ✓ **L'esito del referendum irlandese conferisce nuovo slancio al processo di allargamento dell'Unione europea. Per i candidati entranti diviene ora cogente il rispetto dei parametri di Maastricht. Nel caso della Polonia, il test più difficile da superare appare quello dei conti pubblici. Difficilmente il rapporto tra disavanzo pubblico e PIL scenderà al 3 per cento entro il 2005 in assenza di una crescita significativamente più vivace dell'attuale o di tagli strutturali della spesa.**
- ✓ **Le previsioni circa l'aumento del PIL polacco segnano un modesto +0,8% (a prezzi costanti) per il 2003. La quasi stagnazione polacca non stupisce se si osserva come ben il 30% delle esportazioni del paese siano destinate alla Germania (la cui crescita 2002 si dovrebbe posizionare poco sopra allo zero). In più, la politica monetaria di Varsavia mantiene elevati i tassi reali di interesse in funzione di controllo dell'inflazione.**

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, sono aumentate le attese di un ribasso di un quarto di punto dei tassi guida al Fomc del 6 novembre, all'indomani delle elezioni per il Congresso (5 novembre). Tutti i dati economici usciti la settimana scorsa puntano ad una perdita di slancio della ripresa per il trimestre in corso, specie in riferimento ai consumi privati. La crescita del Pil del terzo trimestre (+3,1% annualizzato t/t) è dovuta per più della metà agli acquisti di auto che in ottobre sono però calati drasticamente. Anche il mercato del lavoro ha registrato in ottobre una diminuzione dei nuovi occupati (-5.000) per il secondo mese consecutivo e un aumento del tasso di disoccupazione al 5,7%. L'unica nota positiva viene dagli investimenti in macchinari e software saliti nel terzo trimestre del +6,5% t/t dopo due anni di diminuzioni.

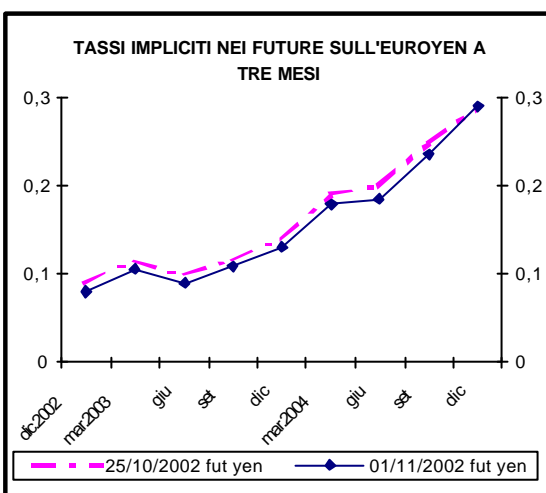
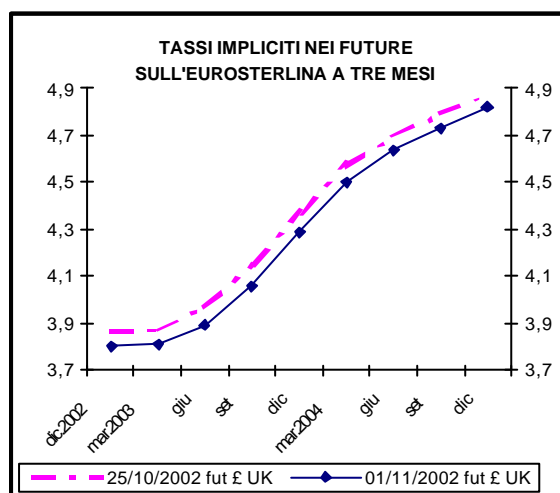
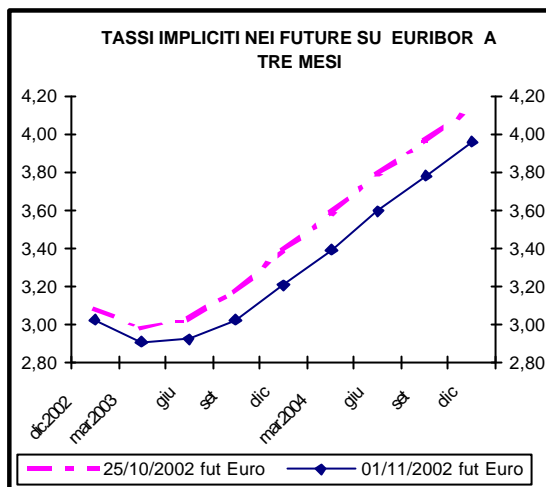
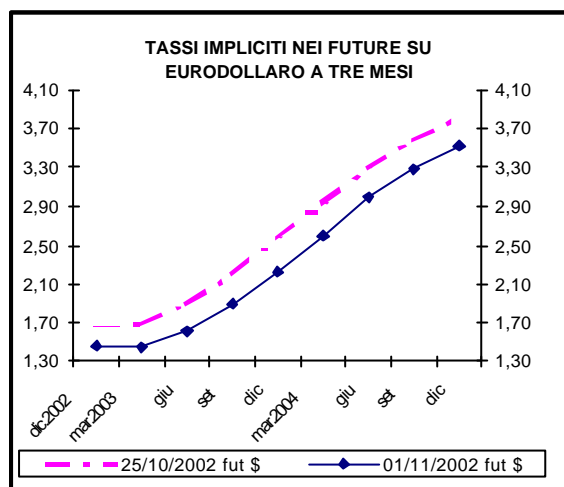


- La stima flash vede salire l'inflazione di Eurolandia in ottobre al 2,2% dal 2,1% del mese precedente. Gli interventi dei banchieri centrali di Olanda (Wellink) e di Germania (Welteke) della scorsa settimana hanno espresso toni preoccupati sia sui prezzi che sulle posizioni critiche assunte dai governi nei confronti del Patto di Stabilità e di Crescita. Nella serata di lunedì i commenti di Welteke a margine di una conferenza stampa successiva a un meeting tra i ministri delle finanze e i governatori di Germania e Francia, hanno riaperto le speranze di un taglio dei saggi guida da parte del mercato che si sono riflessi in un forte aumento dei *future* sui tassi Euribor. Queste attese sono comprensibili alla luce della fiacca dinamica congiunturale dell'area dell'euro. Le vendite al dettaglio sono rallentate in agosto all'1,5% a/a dall'1,7% del mese precedente, anche se meno delle attese. L'indice Pmi di ottobre sale a 49,14 da 48,90 di settembre, ma questo marginale miglioramento non muta il giudizio di complessiva debolezza dell'economia europea dato che il livello si posiziona sotto 50, il valore che funge da spartiacque tra crescita e contrazione. Anche la Francia per la prima volta scivola sotto la soglia psicologica di 50 in ottobre. L'indice di fiducia della Commissione europea segna in ottobre il minimo da 11 mesi. Un allentamento monetario rimane quindi probabile, anche se il *timing* più favorevole potrebbe collocarsi a inizio 2003 quando il profilo inflazionistico dovrebbe avvicinarsi più stabilmente al 2% e le leggi finanziarie dei paesi avranno assunto contorni più definiti.
- Le notizie sfavorevoli sull'economia americana e il possibile aumento del differenziale negativo dei tassi a breve e a lungo termine tra gli Usa e Eurolandia hanno spinto il dollaro a ridosso della parità con l'euro per la prima volta dal luglio scorso.
- Il governo giapponese ha presentato il 30 ottobre un piano anti-deflazione e di riforma del sistema bancario notevolmente diluito rispetto alla proposta iniziale. Le misure, che prolungano i tempi di attuazione e di fatto aggravano la soluzione dei problemi economici del paese, hanno tuttavia creato sui mercati un senso di sollievo. Questi infatti scontano minori fallimenti e disoccupazione rispetto a quelli che avrebbe provocato una più drastica soluzione. Lo yen si è così apprezzato, attestandosi a quota 122 nei confronti del dollaro e il rendimento su titoli del Tesoro a 10 anni è sceso sotto l'1% per la prima volta dal 1998. Al ribasso dei tassi a lunga ha contribuito anche la decisione della Banca centrale del Giappone di allentare la politica monetaria attraverso un aumento del 20% dell'acquisto mensile di titoli pubblici sul mercato (da 1.000 a 1.200 miliardi di yen al mese), pari al 40% circa delle nuove emissioni.

Previsioni	dato storico 04/11/02	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	122	125	125	126	127
dollaro-euro	0,996	0,995	1,000	1,010	0,990
yen-euro	122	124	125	127	125
sterlina-euro	0,640	0,642	0,643	0,644	0,646
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,66	1,65	1,65	1,70	2,05
euro	3,28	3,20	3,10	3,15	3,40
yen	0,05	0,06	0,07	0,07	0,09
sterlina	3,85	3,95	4,05	4,20	4,70
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,05	4,05	4,08	4,45	5,10
Germania	4,56	4,50	4,55	5,00	5,15
Giappone	0,98	1,05	1,20	1,27	1,40
Italia	4,82	4,75	4,77	5,22	5,35
Gran Bretagna	4,61	4,56	4,63	5,10	5,35

PANORAMA TASSI & EURO

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



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. % dell'euro contro le altre valute		
	1/11/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
	Dollaro USA-euro	0,997	0,976	0,986	1,179	2,16	1,15
Dollaro canadese-euro	1,553	1,528	1,564	1,800	1,66	-0,69	-13,74
Dollaro australiano-euro	1,792	1,757	1,819	1,910	1,95	-1,48	-6,20
Dollaro Nuova Zelanda-euro	2,037	2,006	2,100	2,223	1,55	-3,01	-8,39
Yen-euro	121,580	121,210	120,670	133,730	0,31	0,75	-9,09
Yen-dollaro USA	122,265	124,310	122,670	111,650	-1,65	-0,33	9,51
Franco svizzero-euro	1,461	1,466	1,457	1,617	-0,39	0,22	-9,66
Sterlina britannica-euro	0,637	0,629	0,628	0,711	1,30	1,45	-10,45
Corona svedese-euro	9,089	9,129	9,108	9,470	-0,44	-0,21	-4,02
Corona danese-euro	7,432	7,432	7,427	7,450	0,01	0,06	-0,24
Corona norvegese-euro	7,369	7,358	7,315	8,855	0,14	0,73	-16,79
Tallero sloveno-euro	229,125	228,975	227,917	189,045	0,07	0,53	21,20
Zloty polacco-euro	3,993	3,964	4,081	4,071	0,74	-2,15	-1,92
Corona ungherese euro	241,400	241,120	243,270	251,480	0,12	-0,77	-4,01

Fonte: Datastream

LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	107,2	107,6	108,2	108,8	109,4	109,5	109,2	109,1	109,5	109,6	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,9	111,4	111,6	111,5	111,3	111,4	111,7	112,0	112,0	112,1	111,4
2003	112,3	112,4	112,9	113,2	113,4	113,6	113,6	113,7	114	114,2	114,4	114,4	113,5
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	-0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2
2002	0,5	0,1	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2
2003	0,2	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,3	2,3	2,5	2,9	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,5
2002	2,7	2,4	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2
2003	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	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	103,1	103,4	103,5	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
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	0,0	-0,5	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,3	0,1	0,0	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
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,7
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,6	2,5	2,4	2,5
2003	2,3	2,4	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,5	1,9	2,0	2,1	2,0

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com (per Italia)

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

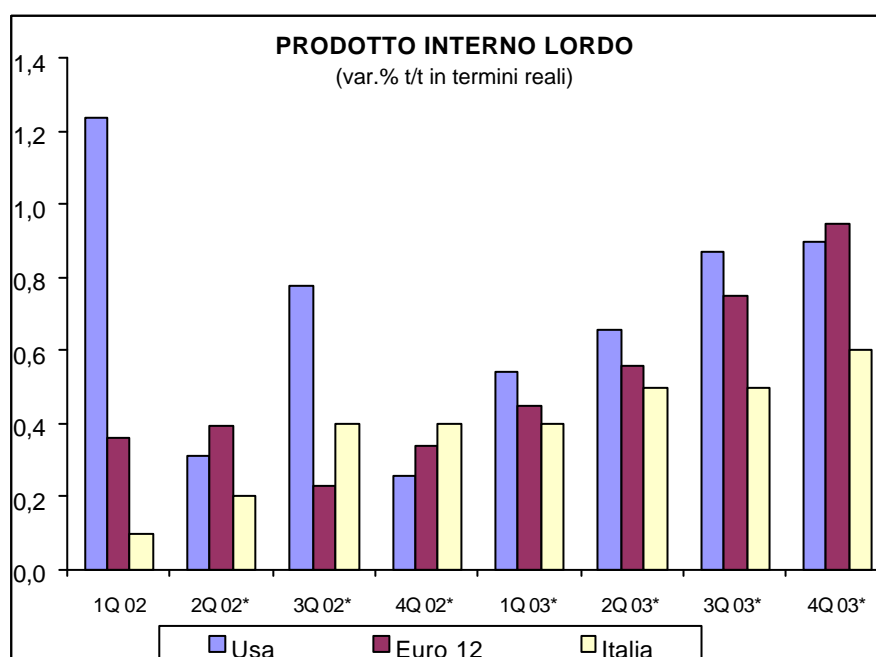
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	0,8	0,3	0,5	0,7	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	3,1	1,0	2,2	2,7	3,5	3,6
var.% anno su anno	0,3	2,3	2,4	1,4	2,2	3,0	2,6	1,9	2,3	2,3	3,0

AREA EURO

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

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



PIL 2001 (mld di euro)
a prezzi correnti

Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218

POLONIA STRETTA TRA RIGORE FISCALE E MONETARIO

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

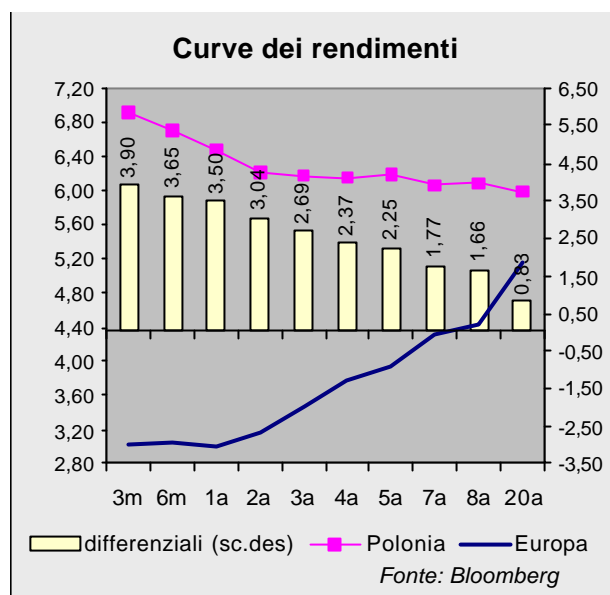
- **Obiettivo Unione economica europea entro il 2004.** Almeno due anni di permanenza dello zloty nello Sme e, se i restanti parametri di Maastricht dovessero essere in ordine, la Polonia potrebbe adottare l'euro nel 2007.
- **Ma la via è tortuosa.** Dopo un decennio di crescita sostenuta, il paese ha accusato una brusca frenata dal 2001 sulla scia della crisi economica internazionale e della stretta monetaria interna del 1999-2000. La fase di recupero si profila lenta e graduale: un mix stringente di politica monetaria e fiscale non favorisce il rilancio economico. La Banca centrale (BCP) ha iniziato a tagliare i saggi guida da marzo 2001 a fronte di un calo dell'inflazione, ma i tassi reali rimangono elevati e le condizioni monetarie restrittive per contrastare gli effetti dell'aumentato deficit di bilancio.
- **I conti pubblici rappresentano uno tra i maggiori fattori di rischio.** Difficilmente il disavanzo sarà ridotto al 3% entro il 2005, come si propone il governo, in assenza di una crescita più vivace dell'attuale o di tagli strutturali della spesa.

Dopo dieci anni di crescita sostenuta e ininterrotta, la Polonia ha rallentato bruscamente a partire dal 2001. Il Pil è cresciuto di appena l'1,1% su base annua, in drastico calo dal 4% del 2000. Si tratta del ritmo di sviluppo più modesto dal 1992 che scenderà probabilmente allo 0,8% nel 2002, per accelerare solo nel 2003 aiutato dalla svalutazione dello zloty soprattutto contro euro a partire da aprile 2002 e da una serie di allentamenti monetari.

La Polonia ha sofferto della crisi internazionale e del rallentamento dell'economia europea che rappresenta il principale mercato di sbocco. I destinatari preferiti dell'export polacco sono nell'ordine la Germania che acquista oltre il 30% dei prodotti destinati all'estero, l'Italia (6,3%), la Francia (5,2%), l'Olanda (5,1%), la Gran Bretagna (4,5%), ma anche la Repubblica Ceca ne compra circa il 3,8%. I paesi europei sono anche i principali fornitori della Polonia, cui si aggiungono Russia e Usa. I prodotti più venduti all'estero sono macchinari e mezzi di trasporto (circa il 32% del suo export), beni intermedi (25,5%), un ampio mix di prodotti manifatturieri (20,9%), alimentari e animali vivi (8%). Tra le attività di maggior rilievo figurano la siderurgia, l'estrazione del carbone, la costruzione di macchine e natanti, vetreria e tessile, ma anche la trasformazione di beni alimentari.

Oltre ai riflessi della crisi internazionale, la Polonia ha sofferto di una politica monetaria restrittiva inaugurata a settembre 1999 dalla BCP per combattere l'inflazione che allora era lievitata all'8% dal 6% di inizio 1999. La crisi economica mondiale ha acuito un rallentamento già in atto. La BCP ha invertito la rotta a marzo 2001, tagliando il tasso di riferimento di 750 punti base dal 19% all'11,5% nel 2001 e ha proseguito la manovra nel 2002 piegando il saggio guida, che si identifica col tasso sulle operazioni di mercato aperto a 28 giorni, fino al 7% dal 24 ottobre 2002. Con l'inflazione ai livelli più bassi del periodo post-comunista (1,3% a settembre) i tassi reali rimangono comunque elevati e le condizioni monetarie non possono ancora considerarsi accomodanti. Sono quindi attesi ulteriori allentamenti monetari come emerge anche dalla curva dei rendimenti invertita negativamente, anche se il governatore sembra propendere per un processo lento e graduale.

Il nuovo Governo, formato da una coalizione di Democratici di sinistra e Partito dei contadini emersa dalle elezioni di settembre 2001, ha attaccato la BCP per indurla ad allentare più rapidamente i cordoni del credito. Il Governatore Leszek Balcerowicz ha replicato di essere costretto a perseguire una strategia monetaria rigorosa per contrastare gli effetti della politica fiscale lassista adottata dal precedente Governo che ha fatto lievitare il deficit/Pil generale al 5,2% nel 2001 dal 2,7%. Il Ministro delle Finanze Grzegorz Kolodko ha fatto pressioni per ottenere ulteriori allentamenti monetari, circostanza che ha favorito un deprezzamento dello zloty soprattutto contro l'euro da aprile 2002, e ha promesso di ridurre il deficit/Pil sotto il 3% del Pil entro il 2005. Tuttavia, i conti pubblici rappresentano un nodo difficile da gestire. Nonostante una politica fiscale restrittiva adottata nella prima metà del 2002, il deficit del governo centrale è risultato in aumento al 6,9% del Pil tra gennaio-giugno 2002, dal 5,5% dello stesso periodo di un anno prima e dal 4,5% della media del 2002 a causa dell'assenza di entrate straordinarie: il 2002 non ha potuto contare sugli incassi per la vendita delle licenze Umsts, sui profitti della BCP e su entrate generate dalla vendita di titoli Usa. Misure per aumentare le entrate decise nella prima metà del 2002 (congelamento di sgravi fiscali sui redditi delle persone fisiche, l'introduzione di tasse su interessi ed elettricità) rendono probabile il contenimento del deficit governativo entro l'obiettivo del 5,2%. Presupponendo che anche i governi locali abbiano rispettato gli obiettivi, il disavanzo della PA potrebbe essere contenuto entro il 6% dal 5,2% di un anno prima. Ma in prospettiva la sua riduzione rischia di rimanere limitata in assenza di una crescita più sostenuta o di tagli strutturali alle spese.



Polonia	2000	2001	2002p	2003p
Popolazione in milioni	38,65	38,65		
Pil pro-capite in \$	4080	4560		
Pil reale (var a/a)	4,0	1,1	0,8	2,3
Prezzi al consumo (var.annue)	10,1	5,48	2,3	2,6
Tasso di disoccupazione	14,0	16,2	17,7	19,0
Deficit di parte corrente/Pil (%)	-6,3	-4,2	-4,0	-4,3
Deficit/Pil (%)	-2,7	-5,2	-6,0	-5,7
Deficit/Pil (%) gov.centrale	-2,2	-4,5	-5,4	-5,5
Cambio Zloty/\$	4,35	4,10	4,10	4,09
Cambio Zloty/€	4,01	3,67	3,86	4,08
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH	R&I
a lungo termine (Bloomberg)	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+
a breve termine (Bloomberg)	P-2	A-2	F2	NR

Fonti: IIF, Comm. Europea, Bloomberg.

UN QUADRO DELL'ECONOMIA ARGENTINA

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

- La situazione economica argentina presenta alcuni segnali di stabilizzazione: negli ultimi mesi l'andamento del Pil, il cambio e l'inflazione sono risultati migliori del previsto.
- Per uscire dalla crisi il paese ha bisogno di un sistema bancario solido, di una ripresa della domanda interna e di una maggiore apertura dei mercati esteri per i prodotti argentini.
- Le trattative per sbloccare gli aiuti finanziari a Buenos Aires sono in corso. L'Argentina potrebbe ottenere dal Fmi nel breve termine i primi fondi necessari per evitare il default con le istituzioni multilaterali e per stabilizzare l'economia.
- Per più decisi progressi della situazione potrebbe essere necessario attendere l'insediamento della nuova Amministrazione nel maggio del 2003.
- In via prioritaria servono misure che rimettano in funzione il sistema dei pagamenti e riducano la vulnerabilità del sistema finanziario.

A dieci mesi dalla svalutazione del peso e dalla dichiarazione di moratoria sul debito estero, l'economia argentina mostra segnali di stabilizzazione. Negli ultimi mesi l'andamento del Pil, il cambio e l'inflazione sono risultati migliori delle attese. Inoltre le riserve ufficiali e i depositi bancari hanno cessato di scendere. Tuttavia il miglioramento del quadro economico richiede conferme, in particolare il superamento delle incertezze sullo scenario politico e la ripresa dei finanziamenti internazionali. Sono state indette elezioni presidenziali anticipate per il marzo del 2003. Per una piena attuazione del programma di risanamento e di rilancio dell'economia potrebbe essere necessario attendere l'insediamento della nuova Amministrazione che avrà luogo nel maggio del prossimo anno.

Le trattative in corso con il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) hanno fatto progressi. L'Argentina potrebbe ottenere nel breve termine i primi fondi necessari per evitare la moratoria sui prestiti delle istituzioni multilaterali e per stabilizzare l'economia. Il Fmi condiziona la concessione di nuovi prestiti al raggiungimento di una lunga serie di obiettivi che vanno da una più rigorosa disciplina di bilancio a un percorso di risanamento per i bilanci delle Province, a una revisione del sistema di tassazione, al rafforzamento del sistema bancario, all'adozione di un'ancora monetaria.

L'economia del paese, in recessione dal 1999, sembra aver invertito la tendenza dopo il crollo registrato dal Pil nel primo trimestre di quest'anno (-16% in termini reali rispetto ad un anno prima). Si stima che nel periodo aprile-giugno 2002 il Pil abbia iniziato a recuperare (+0,9% sul trimestre precedente). Dopo una crescita negativa stimata nel 14% per il 2002, il Pil potrebbe tornare ad aumentare l'anno prossimo intorno all'1,5%.

I conti con l'estero sono migliorati rapidamente. Il saldo delle partite correnti è passato in territorio positivo a partire dal 2002, a seguito del deprezzamento del cambio e della recessione economica. Il surplus è stimato toccare quest'anno il 7% del Pil (-1,6% nel 2001). Il disavanzo dei servizi è diminuito con il drastico calo dei viaggi all'estero degli argentini, mentre l'aumento dell'avanzo commerciale è riconducibile al forte calo delle importazioni piuttosto che a una ripresa dell'export. Le esportazioni, specie quelle del settore manifatturiero, sono state penalizzate dalla mancanza di finanziamenti, da una domanda estera poco vivace e dal deprezzamento del real brasiliano, che ha tolto competitività alle merci argentine. Il Brasile è il primo partner commerciale dell'Argentina e assorbe il 23% (2001) delle sue esportazioni. L'Italia si situa al quinto posto con il 3% dell'export e il 4% dell'import. Nel 2001 l'Argentina ha importato dall'Italia merci per \$839 m, mentre ha esportato per \$852 m, con un saldo positivo per l'Argentina di \$13 m. Nel primo semestre del 2002, le importazioni argentine dall'Italia sono diminuite del 66% anno su anno, le esportazioni sono aumentate del 2,4% e il surplus si è portato a \$274 m.

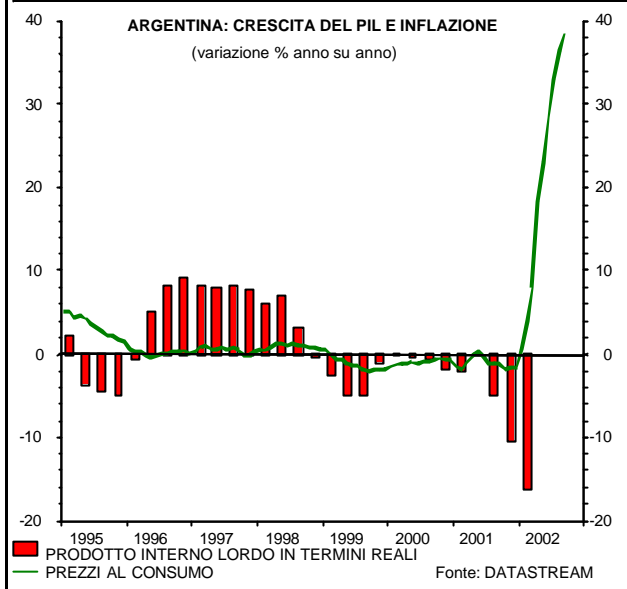
L'Argentina è riuscita ad evitare quella fiammata inflazionistica che molti temevano dopo l'abbandono del Currency Board (cambio 1 a 1 con il dollaro) nel gennaio 2002. Dopo una rapida accelerazione nella prima metà dell'anno, la crescita mensile dei prezzi è rallentata. Tra gennaio e settembre 2002 l'aumento cumulato dei prezzi al consumo è ammontato al 39%. Le ripercussioni negative della pronunciata svalutazione del cambio (oltre il 70% da inizio anno nei confronti del dollaro Usa) sono state arginate dal calo della domanda interna, dal congelamento delle tariffe dei servizi di pubblica utilità e dei prezzi di alcuni beni di prima necessità. A contenere l'inflazione ha inoltre contribuito lo stretto controllo dell'espansione monetaria da parte della Banca Centrale. Pressioni sui prezzi potrebbero tuttavia riemergere a fronte di un'eventuale ripresa della domanda interna e a causa di un possibile adeguamento al rialzo dei salari dei dipendenti pubblici e dello sblocco delle tariffe.

Il cambio del peso nei confronti del dollaro ha mostrato una certa stabilizzazione a partire dal luglio scorso anche a seguito del migliore andamento dell'inflazione e degli interventi di sostegno della Banca Centrale sul mercato dei cambi. In media negli ultimi quattro mesi il cambio si è attestato intorno a quota 3,6 pesos per dollaro. Il buon andamento del peso e un aumento delle esportazioni di prodotti agricoli hanno permesso negli ultimi mesi una risalita delle riserve ufficiali che, dopo aver toccato un minimo di \$9 mld a luglio (-38% da fine 2001), si sono riportate a \$9,8 mld a fine ottobre.

Nel giugno e nell'ottobre scorsi il governo ha iniziato ad allentare il blocco dei depositi bancari ("corralito-corrallon") introdotto nel dicembre 2001 per arginare la fuga di capitali. Le misure di liberalizzazione non hanno provocato una corsa al ritiro dei depositi né pressioni al ribasso sul cambio. Si tratta di prime misure di ripristino della funzione di intermediazione bancaria che, assieme al buon funzionamento del sistema dei pagamenti e a un quadro legale certo, costituisce un passaggio chiave per risolvere le difficoltà dell'economia argentina.

Argentina	2001	2002p	2003p
Popolazione (milioni di abitanti)	37,4		
Pil pro capite (in US\$)	7.379		
Pil (var. % annua)	-4,4	-14,0	1,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	-1,1	26,5	38,0
Cambio contro US\$ (media annua)	1,00	3,12	4,60

Fonte: ns elaborazioni su dati DATASTREAM



IL TESSILE SI TINGE DI NERO

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

- **Esportazioni in forte difficoltà, mercato interno stagnante, concorrenza sempre più agguerrita: la moda made in Italy accusa i colpi di un'annata difficile, particolarmente negativa per il tessile, mentre l'abbigliamento ha mostrato una maggiore tenuta dei livelli produttivi. Nel primo semestre di quest'anno, la produzione del settore ha registrato, nel complesso, una flessione del 3,5%. L'uscita dalla fase congiunturale negativa sarà lenta e l'appuntamento con la ripresa è rimandato alla seconda metà del 2003.**
- **La perdita di quote, anche su importanti mercati come quello statunitense, conferma la scarsa competitività delle aziende italiane. Lo sforzo che queste sono chiamate a compiere, al di là della fase congiunturale sfavorevole, dovrebbe concentrarsi su quattro punti: 1) migliorare l'accesso dei prodotti comunitari ai mercati terzi, contrastando il dumping dei produttori emergenti; 2) combattere importazioni illegali, frodi e contraffazioni; 3) valorizzare e distinguere i tessili prodotti in Italia; 4) investire in innovazione e ricerca.**

INDUSTRIA TESSILE-ABBIGLIAMENTO			
2002			
	I trim.	II trim.	III trim.
	var. % annue		
Tessile-abbigliamento	-3,2	-3,7	-1,1
di cui			
Abbigliamento, maglieria e calzetteria	1,6	-1,1	-0,2
Industria tessile-laniera	-13,5	-11,7	-4,5
Industria tessile-serica	-25	-2,6	-0,8

Fonte: Sistema Moda Italia

La debolezza della domanda estera e la scarsa vivacità del mercato interno hanno influito negativamente sull'attività produttiva della filiera tessile-abbigliamento italiana. Nella prima parte di quest'anno, la produzione complessiva del settore ha mostrato una contrazione del 3,5%, dato che riassume un andamento differenziato fra il comparto tessile e quello dell'abbigliamento. Il monte della filiera, strutturalmente molto più esposto alle oscillazioni del ciclo economico, ha registrato flessioni tendenziali molto accentuate, dell'ordine del 13% circa. I settori a valle, pur risultando in media scarsamente dinamici, hanno mostrato una maggiore resistenza alle spinte ribassiste, mantenendo i livelli produttivi sostanzialmente stabili rispetto al primo semestre del 2001. Anche all'interno di questo comparto si sono registrate dinamiche diverse fra i singoli segmenti di prodotto: incrementi a 2 cifre per l'abbigliamento in pelle e per bambino e situazioni di forte sofferenza per gli accessori (cravatte, bottoni). Inoltre sono apparsi più "tonici" i comparti maschili ove l'abbigliamento esterno ha segnato una crescita del 4% (a fronte di un calo del 3,5 di quello femminile) e la maglieria dell'1,5%.

Sul fronte delle esportazioni, il primo semestre dell'anno si è chiuso con una flessione del 6%. Il calo registrato sul fronte delle vendite estere è risultato di intensità via via minore passando da "monte" a "valle" della filiera: filati e tessuti hanno espresso una contrazione del 7% mentre nel comparto del vestiario (abbigliamento, maglieria e calzetteria) la flessione tendenziale delle esportazioni è risultata del 4,3%. Le vendite hanno risentito fortemente della minore domanda di Germania e Stati Uniti (rispettivamente primo e terzo mercato di destinazione della moda made in Italy) che hanno archiviato la prima parte dell'anno con flessioni degli acquisti dall'Italia superiori al 10 ed al 20% rispettivamente. Gli unici segnali positivi sono provenuti dal mercato inglese (+9,7% nei primi cinque mesi del 2002) e, soprattutto, da quello russo (+16,7%). Il rallentamento registrato nei flussi in entrata è risultato molto più contenuto: nei primi sei mesi dell'anno il calo delle importazioni di tessile-abbigliamento è risultato inferiore all'1%. Le flessioni nelle importazioni hanno infatti riguardato solamente i prodotti tessili (con l'unica eccezione del tessile-casa), mentre sia nella maglieria, sia, soprattutto, nell'abbigliamento si sono continuati a registrare significativi incrementi tendenziali (rispettivamente del 3,7% e del 12,6%). In questo contesto, l'attivo commerciale del settore è sceso, nel primo semestre, a 6,14 miliardi di euro, il 9,2% in meno rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno.

Il calo registrato sui mercati esteri non è stato compensato da un recupero sul fronte interno: i consumi complessivi delle famiglie, sono stati penalizzati dalla riduzione del reddito disponibile e da calo del grado di fiducia. Anche la percezione di un aumento dell'inflazione nettamente superiore ai dati ufficiali si è riflessa in un atteggiamento di cautela nei consumi di moda.

Le valutazioni degli operatori sull'evoluzione a breve del settore sono orientate a un moderato pessimismo. Gli ordini per la prossima stagione primavera/estate sono previsti in lieve aumento (inferiore al 2%) sia dall'interno sia dall'estero ma solo per l'abbigliamento. Per il tessile si può prospettare nel migliore dei casi, un arresto della dinamica riflessiva. L'uscita dalla fase congiunturale negativa sarà lenta e l'appuntamento con la ripresa è rimandato alla seconda metà del 2003.

Al di là di un quadro congiunturale decisamente sfavorevole, le aziende del settore vivono da alcuni anni una crisi strutturale che ha portato a una perdita di quote nei tradizionali mercati clienti della moda italiana. Nell'ultimo decennio, a fronte di un aumento di domanda di moda dagli USA - passata dal 25% sul totale dell'import mondiale al 32% - la quota dell'Italia sul mercato statunitense è scesa dal 5,7 al 4,5%. A livello mondiale la quota italiana si è addirittura dimezzata passando, nello stesso arco temporale dall'11 al 5,3%. L'emergere di nuovi concorrenti asiatici ma anche europei (la produzione di moda spagnola sta mostrando tassi di crescita notevoli) e il progressivo smantellamento di accordi di protezione (Accordo Multifibre) porterà a un'ulteriore restrizione delle quote di mercato. Lo sforzo che le aziende italiane sono chiamate a compiere dovrebbe pertanto indirizzarsi in quattro direzioni: 1) migliorare l'accesso dei prodotti comunitari ai mercati terzi, contrastando il dumping dei produttori emergenti; 2) combattere importazioni illegali, frodi e contraffazione; 3) valorizzare e distinguere i prodotti tessili prodotti in Italia; 4) sostenere innovazione e ricerca.

LA CHIMICA ITALIANA TENTA LA RIPRESA

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

- In Italia il settore chimico mostra deboli segnali di ripresa. Dopo la crescita dei primi sei mesi il comparto potrebbe chiudere l'anno a un livello superiore della media dell'intero settore industriale.
- La fine del fenomeno di smaltimento delle scorte a livello mondiale ha favorito una ripresa delle vendite all'estero e rinsaldato la propensione all'export del settore.
- Nel comparto chimico italiano si consolida la quota di produzione realizzata dalle imprese straniere presenti sul territorio. La quota degli investimenti esteri tuttavia, tende ad assottigliarsi.

Dopo un anno caratterizzato da un forte fenomeno di destoccaggio i settori clienti della chimica nel primo semestre del 2002 hanno ripreso una fase di accumulazione delle scorte. Ciò ha facilitato la ripresa del settore chimico italiano che, dopo la non brillante performance del 2001, nei primi sei mesi del 2002 è cresciuto del 2% rispetto al semestre precedente. Occorre tuttavia cautela prima di parlare di una ripresa definitiva. La crescita della produzione, infatti, deriva solo dalla ripresa della domanda di alcuni settori clienti (soprattutto quelli della trasformazione della plastica). Per altri sbocchi importanti (principalmente il settore auto, il tessile abbigliamento e l'arredamento) la situazione rimane negativa e non destinata quindi a rappresentare uno stimolo nel breve periodo.

I primi dati dei mesi autunnali sembrano inoltre precludere una fase di rallentamento, che tuttavia non dovrebbe comportare una revisione sostanziale della crescita annua, prevista per l'intero 2002 intorno al 2%. A crescere in modo più consistente dovrebbero essere soprattutto il comparto della chimica di base e delle materie plastiche, i prodotti della chimica per il consumo e in particolare i cosmetici (per i quali si prevede una crescita superiore al 4%). Non sono attesi invece segnali di ripresa significativi entro fine anno per le fibre chimiche, pitture e adesivi. Una ripresa definitiva per l'intero settore è attesa solo per il 2003, grazie alla ripresa della domanda dei principali settori clienti.

Nei primi sei mesi dell'anno, la debole risalita del ciclo chimico mondiale ha stimolato le esportazioni italiane, cresciute in termini di valore del 5% rispetto al secondo semestre del 2001. In ripresa sono sia i flussi diretti verso i paesi della Ue, sia quelli extra-Ue. Nel complesso, la maggior parte dell'export chimico italiano continua a essere diretto verso i paesi dell'Unione europea (54,5% nel 2001), e in particolare verso la Germania (14,5% del totale), la Francia (11,4%) e il Belgio (4%). I flussi extra-Ue sono invece assorbiti soprattutto dai paesi asiatici (13,3%), cui fanno seguito quelli dell'Europa dell'est (9,4%) e gli Stati Uniti (7,6%).

Nonostante il passivo registrato nel saldo con l'estero, la chimica rimane in Italia un settore con una forte vocazione all'export. Tra i vari comparti, è soprattutto la chimica di base a presentare il saldo peggiore (-7.709 milioni di euro nel 2001), a causa soprattutto della difficoltà, per le imprese nazionali, di soddisfare la crescente domanda interna di alcuni prodotti (in particolare per le plastiche). Saldo negativo si registra anche per la voce altri prodotti chimici (-1.469 milioni di euro) e per le fibre chimiche (-505); al contrario detersivi e cosmetici presentano un saldo positivo: +874 milioni di euro.

Tra il 1991 e il 2001, la quota di export sul fatturato è cresciuta di 16 punti, facendo registrare uno dei migliori risultati a livello europeo; inoltre, dal 1996 al 2001 la chimica (dopo i prodotti petroliferi) è stato il settore in cui l'aumento delle esportazioni è risultato più consistente fra i vari comparti industriali.

Al contrario di altri settori, nella chimica sono soprattutto le imprese di piccole dimensioni a presentare una forte propensione all'export. Nel complesso, circa il 39% delle imprese chimiche esporta la propria produzione, contro una media del 18% del totale dell'industria. La forbice tuttavia si allarga soprattutto nelle classi inferiori (fino a 24-49 addetti) dopodiché, pur rimanendo positiva, tende a stringersi.

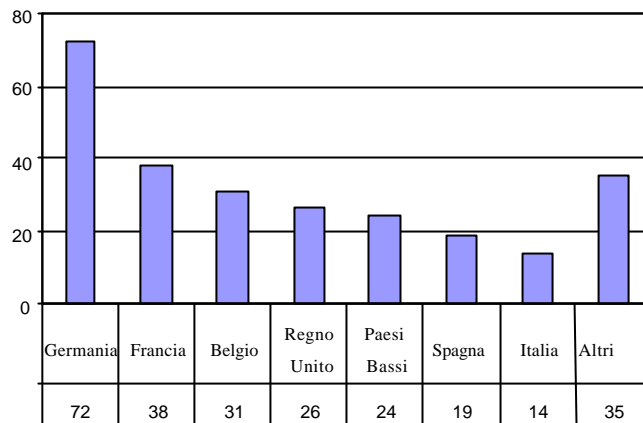
La forte interazione con il mercato estero è testimoniata anche dal peso consistente delle imprese chimiche straniere nel nostro paese: 214 nel 2000 (ultimo dato disponibile) che occupano poco più di 48.000 addetti e realizzano circa il 40% della produzione nazionale.

Negli ultimi dieci anni la presenza straniera è aumentata sia per un processo di crescita autonoma delle imprese già presenti, sia soprattutto per l'acquisizione di molte imprese italiane. Le imprese estere sono soprattutto europee (oltre il 60%) e localizzate in Lombardia. Gli stranieri, infine, prediligono le partecipazioni nelle imprese di grandi dimensioni.

Nonostante questi dati il nostro paese rimane ancora poco appetibile sotto il profilo degli investimenti diretti esteri nel settore: dei 1146 grandi impianti chimici da realizzare tra il 2000 e il 2006, solo 14 saranno dislocati in Italia, contro i 72 della Germania e i 38 della Francia.

In generale, gli stranieri continuano ad apprezzare la preparazione di base del personale chimico italiano e la disponibilità individuale (anche se spesso si lamenta una mancanza di preparazione tecnica specifica), oltre a un atteggiamento culturale non ostile nei confronti delle multinazionali. Tra i fattori negativi soprattutto i vincoli burocratici.

NUOVI IMPIANTI CHIMICI PIANIFICATI E ANNUNCIATI CON START UP TRA IL 2000 E IL 2006



Fonte: Federchimica 2001/2002

IL CREDITO ANCORA TRAINATO DALLE FAMIGLIE

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

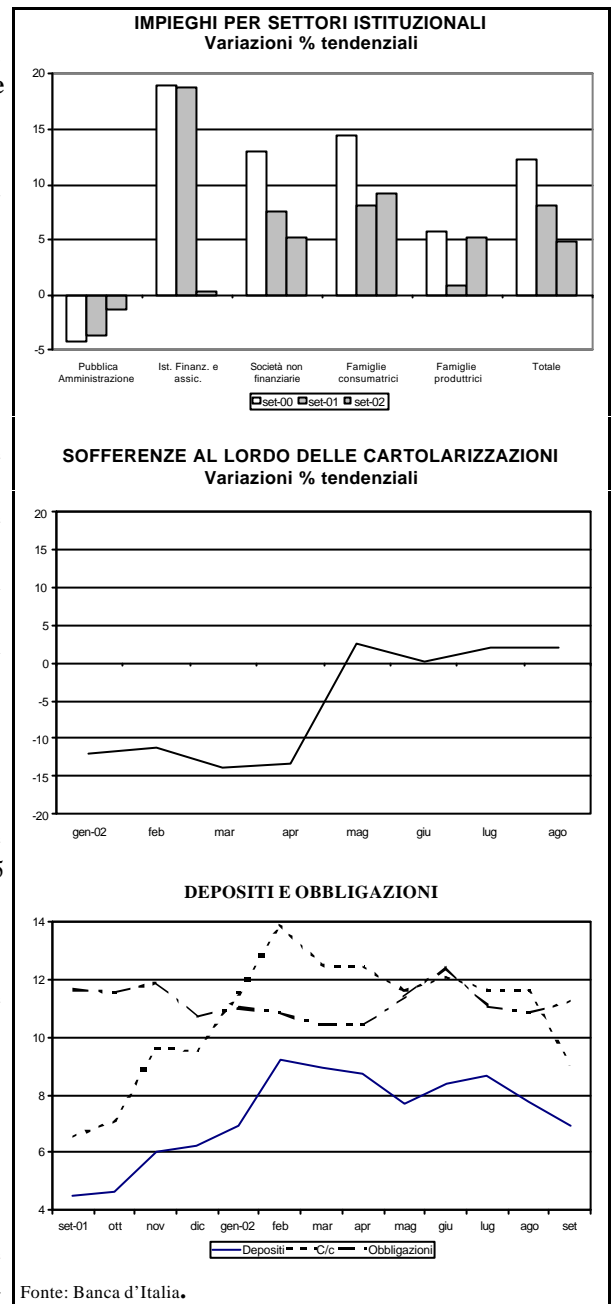
- **Ulteriore decelerazione dei prestiti bancari (+5% a/a), sintesi della contrazione del comparto a breve termine (-0,5% a/a) e della decisa crescita del m/l (+10,6%).**
- **Si consolida nel frattempo la crescita dei depositi in conto corrente (+9% a/a), confermando la forte preferenza per la liquidità.**

L'ultimo comunicato stampa della Banca d'Italia conferma le tendenze già evidenziate dall'inizio dell'anno per i principali aggregati bancari.

Gli impieghi vivi evidenziano infatti, anche nel mese di settembre un'ulteriore decelerazione (+5%) ribadendo un trend che dal settembre 2001 ha trovato in maggio l'unica eccezione. Le più recenti previsioni convergono nel confermare per fine anno l'attuale contenuto livello di crescita. Le due componenti dell'aggregato mostrano andamenti fortemente divergenti: gli impieghi a breve termine segnano per la prima volta dinamiche negative (-0,5%) mentre quelli a più lunga scadenza propongono un ulteriore, deciso incremento (+10,6% a/a). Nell'ambito del portafoglio prestiti, i crediti a m/l termine hanno raggiunto quota 52,6%. Rispetto alla stabilità delle quote che ha sempre contraddistinto le due durate, l'aumento del livello relativo al m/l termine si è realizzato in tempi brevi. Solamente all'inizio dell'anno infatti le consistenze erano ancora equamente ripartite.

La diversa tendenza dei due segmenti è da ricondursi tanto alla peculiarità del ciclo economico quanto a scelte strategiche operate dagli istituti di credito. Dal lato della domanda, le famiglie hanno modificato le abitudini di utilizzo del credito loro concesso. Dall'inizio dell'anno il credito a breve termine alle famiglie sta sperimentando tassi di crescita negativi, mentre quello oltre i 5 anni si mantiene costantemente sopra al 12% a/a. Se ne può dedurre la scelta di ridurre l'indebitamento a breve per privilegiare quello destinato ad acquisti di immobili ritenuti beni rifugio in situazioni di elevata incertezza sia economica che finanziaria. In particolare il totale dei mutui fondiari in essere alla fine di settembre ha superato i **116 mld** (il 12% circa del credito totale) e l'incremento mensile di oltre **3.700 mln** rispetto ad agosto è il più alto mai registrato. Nel complesso, i finanziamenti alle famiglie mostrano dinamiche più vivaci (+9% a/a circa) rispetto agli altri settori istituzionali. La non facile congiuntura emerge in maniera più evidente se si guarda al credito destinato alle imprese (oltre il 52% del totale dei finanziamenti bancari). L'incremento complessivo tendenziale (+5,2% a/a) mostra al suo interno un andamento differenziato a seconda delle scadenze. La riduzione del breve termine del 2% a/a circa e il sensibile aumento del medio/lungo del 12,6% a/a sembrano collegati da un lato a una contrazione del capitale circolante, dall'altro ad un maggiore utilizzo dei prestiti a più lunga scadenza utilizzati per beneficiare degli incentivi della legge Tremonti. Per quanto riguarda l'offerta di finanziamenti le banche stanno adottando criteri più prudenti nella concessione dei prestiti. In agosto la crescita dello stock delle sofferenze si è attestata al +2% a/a circa.

I dati relativi alla raccolta bancaria del mese di settembre (+7,1%) indicano un consolidamento della preferenza alla liquidità dei risparmiatori, tendenza avviatasi dopo gli attentati terroristici negli Stati Uniti del settembre 2001. In quel mese i depositi in conto corrente superarono per la prima volta stabilmente i **400 mld** con un incremento in un solo mese di oltre 20 mld. Malgrado l'effetto statistico non favorevole determinato dal "gradino" di settembre 2001, l'incremento dei conti correnti dello scorso settembre è risultato ancora molto consistente e pari a +9% a/a rispetto all'11,6% rilevato ad agosto. Questo nonostante la flessione del tasso di remunerazione offerto, diminuito rispetto ad un anno fa, di 42 centesimi, e rimasto durante il 2002 quasi stabilmente al di sotto dell'1,40%. Permangono distese e in riduzione le condizioni dei tassi attivi. In settembre il tasso sui prestiti a breve termine risulta del 5,77%; rispetto alle rilevazioni di agosto il tasso sulle erogazioni a m/l delle imprese si è ridotto di 13 centesimi (4,80%) e di 29 centesimi quello relativo ai prestiti a m/l termine alle famiglie.



PRIVATE BANKING: VERSO UN MODELLO MULTIMARCA

S.Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- Il mercato del private banking è stato caratterizzato a livello internazionale da tassi di sviluppo molto elevati che continueranno a mantenersi tali anche nel prossimo triennio.
- La necessità di rispondere a esigenze del cliente sempre più diversificate e personalizzate in termini di prodotti e servizi ha portato all'affermazione del modello di "open architecture", caratterizzato da una struttura di offerta multimarca.
- Aumenta l'interesse verso strumenti più sofisticati quali gli hedge funds, il cui impiego richiede tuttavia una dimensione del portafoglio elevata da parte del cliente e una competenza molto sviluppata da parte del private banker.

Il mercato del private banking è stato caratterizzato a livello internazionale da tassi di sviluppo molto elevati anche in un periodo, come l'ultimo biennio, caratterizzato da uno sfavorevole andamento dei mercati finanziari. In Italia il private banking si presenta in forte espansione, in ragione anche delle scelte strategiche di banche e intermediari che si attendono da questo business contributi crescenti in termini di redditività. Nel prossimo triennio si prevede una crescita media annua del private banking nell'ordine del 12 per cento per l'Europa e del 15 per cento in Nord America.

A livello internazionale i target di clientela cui si rivolge questo servizio sono denominati "Hnwi" (High net worth individuals), i soggetti cioè che presentano un patrimonio superiore a 1 milione di euro e gli "U-Hnwi" con patrimoni in media superiori agli 11 milioni di euro (in Italia tale soglia scende a sette milioni di euro).

Occorre tuttavia precisare che le soglie di accesso al private banking variano da operatore a operatore, così come variano le modalità di calcolo del patrimonio. Alcuni intermediari adottano il modello del "family office", considerano cioè non solo il patrimonio finanziario ma anche i redditi e le disponibilità diverse quali immobili, partecipazioni aziendali e attività disponibili a livello di nucleo familiare. Altri operatori applicano invece i parametri di valutazione al singolo cliente in modo da non creare disomogeneità all'interno del proprio portafoglio clienti, cosa che renderebbe più complessa la strutturazione di offerte mirate.

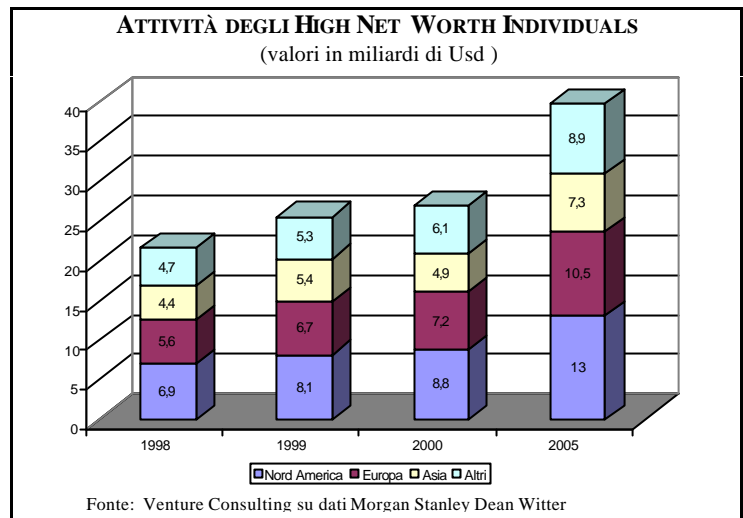
La necessità di rispondere a esigenze del cliente sempre più diversificate e personalizzate in termini di prodotti e servizi ha portato all'affermazione del modello di "open architecture", caratterizzato da una struttura di offerta multimarca che garantisca l'accesso ad un ampio spettro di prodotti di altri operatori in aggiunta ai propri. L'approccio multimarca oltre a rispondere alle aspettative di diversificazione del portafoglio, costituisce anche una garanzia di indipendenza del private banker che può orientare la strategia di investimento in modo ottimale integrando i propri prodotti con quelli offerti da altre realtà.

A questo punto diviene cruciale anche la scelta dei partners che devono garantire tempestività e completezza dei servizi di informazione tali da consentire al private banker di acquisire piena conoscenza sia delle logiche di gestione sia del profilo rischio-rendimento dei prodotti offerti.

Il funzionamento ottimale dei sistemi di *open architecture* richiede tuttavia uno spostamento del focus da logiche di prodotto a logiche di servizio. Attualmente si tende ad applicare commissioni di prodotto significative e commissioni di gestione più contenute, occorre invece strutturare una politica di pricing che meglio rifletta la percezione che la clientela ha del valore creato per il quale sarebbe disposta a pagare delle commissioni esplicite. La componente consulenziale, da molti clienti considerata in modo rilevante, non trova infatti attualmente un corrispettivo in termini di remunerazione. Naturalmente un modello così strutturato deve trovare larga applicazione nel mercato per non generare insoddisfazione del cliente e incentivi a orientarsi verso intermediari con modelli di business meno avanzati ma meno costosi.

Tra i vari prodotti offerti lo strumento che attualmente viene maggiormente impiegato è costituito dalle gestioni patrimoniali, la cui flessibilità consente un immediato adattamento alla combinazione rischio-rendimento richiesta dalla clientela. Si registra tuttavia un crescente interesse verso strumenti più sofisticati quali gli hedge funds, il cui impiego richiede tuttavia una dimensione del portafoglio elevata da parte del cliente e una competenza molto sviluppata da parte del private banker. Nel complesso le forme di investimento più complesse quali hedge funds, private equity funds etc. rappresentavano già nel 2000 il 4% delle attività investite dagli Hnwi e circa l'8% di quelle investite dagli U-Hnwi a livello mondiale e si prevede che tale incidenza sia destinata ad aumentare.

In risposta all'esigenza di innalzare e personalizzare la qualità della consulenza in Italia alcuni intermediari hanno pensato ad una estensione dei servizi di private banking a fasce più ampie della clientela, in particolare verso la fascia definita "affluent" (clienti con ricchezza da investire tra i 100 mila e i 500 mila euro) per la quale le banche stanno operando la creazione e il potenziamento di strutture dedicate, anche se la dimensione più contenuta dei capitali da investire non consente l'utilizzo di uno strumentario ampio come quello utilizzato per la clientela private vera e propria.



UN TORO AFFRETTATO

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

Miglior ottobre (+13,7%) dal lontano 1915 e *best performance* a livello mensile da 16 anni (gennaio 1987).

Gli investitori preferiscono così anticipare il dodicesimo taglio dei tassi da parte della Fed cedendo ad una contagiosa ansia da acquisti.

Dopo lunghi mesi di *Bear market* meglio non rischiare di rimanere fuori al primo accenno di rally, che la lunga astinenza ha reso ancor più appetibile.

Anche se l'economia reale ancora non è pronta a seguire un Toro troppo veloce che continua a correre sul ghiaccio. Il rischio è quello di anticipare troppo e troppo a lungo.

L'investimento in azioni resta esposto al richiamo, anche tardivo, dei fondamentali e non può assimilarsi ad una scommessa, dove il rischio è fuori controllo e non misurabile.

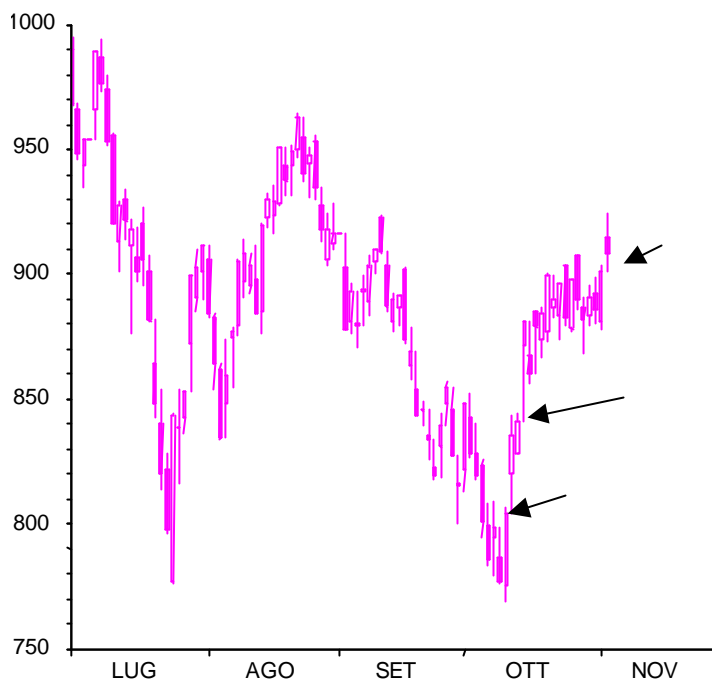
La forte contraddizione tra congiuntura macro e finanza altera la percezione delle reali potenzialità dei listini che dall'inizio del 2002, malgrado la spinta energetica del rally d'autunno, restano ancora abbondantemente in perdita (con una media del 19-20%).

Tecnicamente, oltre ai vincoli tattici dell'ipercomprato il mercato ha soprattutto necessità di ritracciare per andare a chiudere le discontinuità, i *gap* (vuoti di prezzo) lasciati aperti durante la veloce ascesa.

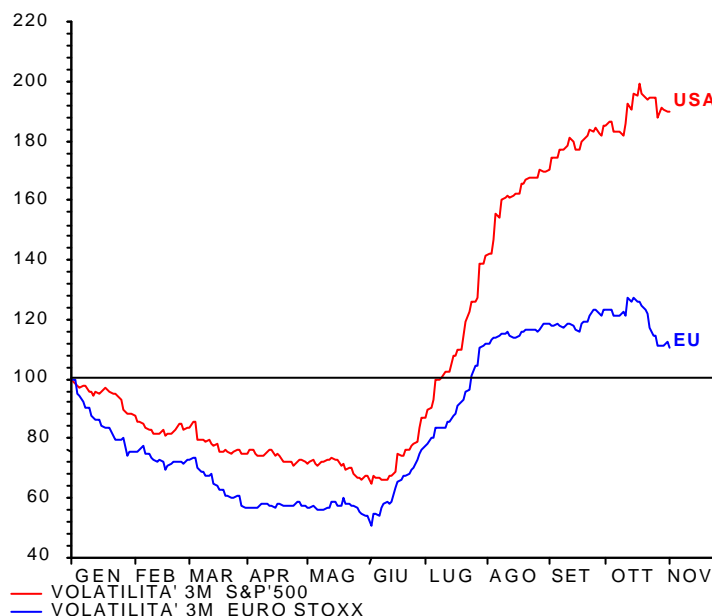
La base di accumulazione si costruisce infatti attraverso movimenti fluidi (senza "buchi") dell'indice e non mediante bruschi salti di isola in isola.

Il rischio di *downside* non è quindi tanto legato alla straordinaria e ingombrante presenza di resistenze-chiave, quanto alla necessità di ripulire i grafici dai *gap* di prezzo sparsi lungo la strada del rialzo, attuabile solo mediante un movimento correttivo adeguato.

S&P 500: attrazione fatale dei gap



Differenziale di volatilità



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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	1/11/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	17.366	17.333	16.176	21.639	29.834	28.094	0,2	7,4	-19,7	-41,8	-38,2
MIB 30	23.462	23.489	21.715	30.746	42.906	41.477	-0,1	8,0	-23,7	-45,3	-43,4
DOW JONES IND.	8.518	8.444	7.939	9.264	10.646	11.358	0,9	7,3	-8,1	-20,0	-25,0
NASDAQ	1.361	1.331	1.214	1.746	2.292	4.131	2,2	12,1	-22,1	-40,6	-67,1
STANDARD & POOR'S	901	898	848	1.084	1.283	1.455	0,4	6,3	-16,9	-29,8	-38,1
NIKKEI 225	8.686	8.726	9.162	10.347	13.786	18.934	-0,5	-5,2	-16,1	-37,0	-54,1
FTSE100	3.997	4.051	3.797	5.071	6.175	6.930	-1,3	5,3	-21,2	-35,3	-42,3
CAC40	3.110	3.057	2.829	4.367	5.799	5.917	1,7	9,9	-28,8	-46,4	-47,5
DAX30	3.165	3.102	2.865	4.636	6.290	6.751	2,0	10,5	-31,7	-49,7	-53,1
MADRID	643	639	570	764	879	1.012	0,6	12,7	-15,8	-26,8	-36,4
SINGAPORE	1.428	1.472	1.355	1.348	1.896	2.583	-3,0	5,3	5,9	-24,7	-44,7
HONG KONG	9.408	9.723	9.072	10.159	14.870	17.370	-3,2	3,7	-7,4	-36,7	-45,8
DJ EURO STOXX50	2.488	2.457	2.267	3.509	4.702	4.849	1,3	9,8	-29,1	-47,1	-48,7
MSCI WORLD	799	793	756	959	1.202	1.422	0,8	5,7	-16,7	-33,5	-43,8
MSCI EMU	128	126	117	176	233	243	1,4	9,7	-27,0	-45,0	-47,2
MSCI FAR EAST	1.611	1.602	1.661	1.906	2.572	3.605	0,5	-3,0	-15,5	-37,4	-55,3
MSCI NORTH AMERICA	903	899	849	1.092	1.302	1.525	0,4	6,4	-17,3	-30,7	-40,8

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 5 ALL'11 NOVEMBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 5	Stati Uniti: elezioni Stati Uniti: FOMC 📞 Area Euro: riunione ECOFIN
Giovedì 7	Area Euro: incontro di politica monetaria della BCE 📞 Stati Uniti: minute dell'incontro del FOMC del 24/9 Regno Unito: incontro di politica monetaria della Banca d'Inghilterra

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 5	Area Euro	PMI (servizi)	ottobre	44,6	44,5
		Tasso di disoccupazione	settembre	8,3%	8,3%
	Germania	Vendite al dettaglio	settembre	1,0% m/m;-2,2% a/a	-0,7% m/m;-1,9% a/a
	Regno Unito	Produzione industriale	settembre	-0,3% m/m;-3,5% a/a	0,0% m/m;-2,3% a/a
		Produzione industriale (ind. manifatt.)	settembre	0,0% m/m;-3,7% a/a	0,1% m/m;-2,2% a/a
		PMI (servizi)	ottobre	55,5	54,8
Mercoledì 6	Germania	Ordinativi	settembre	1,2% m/m;0,7% a/a	-0,5% m/m;3,6% a/a
Giovedì 7	Area Euro	PIL (revisione)	II tr. 02	0,4% t/t;0,3% a/a	0,4% t/t;0,7% a/a
Venerdì 8	Germania	Produzione industriale	settembre	1,3% m/m;-1,3% a/a	-1,0% m/m;-1,1% a/a

STATI UNITI E GIAPPONE

Martedì 5	Stati Uniti	ISM (servizi)	ottobre	53,9	52,0
		Produttività nel settore non agricolo	III tr. 02	1,5% t/t	4,3% t/t
		Costo del lavoro per unità di prodotto	III tr. 02	2,1	-0,9
		Richieste sussidio di disoccupazione	2 nov.	410.000	400.000
Giovedì 7	Stati Uniti	Credito al consumo	settembre	\$ 4,2 mld	\$ 6,0 mld