

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

20 dicembre 2002
n. 24 - 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

VENEZUELA

	2001	2002	2003
Popolazione (milioni di abitanti)	24,53	24,85	25,15
Pil pro capite (in US\$)	5300	4650	4750
Pil (var. % annua)	2,7	-6,5	0,8
Prezzi al consumo (var. % annua)	12,3	36,0	28,0
Cambio bolivar/US\$ (media annua)	724	1250	1700

fonte: IIF e ns. elaborazioni

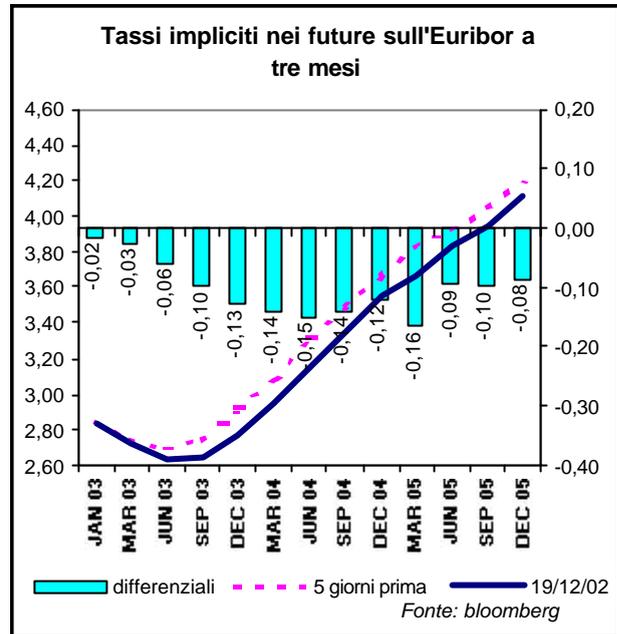
- ✓ **L'economia venezuelana si avvia a chiudere un 2002 caratterizzato da una forte recessione. La liberalizzazione del mercato dei cambi ha determinato una consistente svalutazione del bolivar che, a sua volta, si è riflessa in un netto aumento dell'inflazione ed in elevati tassi di interesse. Le tensioni politiche interne non agevoleranno la ripresa nel 2003. Un nodo centrale rimane la forte dipendenza dell'economia venezuelana dal petrolio in uno scenario dei prezzi del greggio che continua ad essere particolarmente incerto.**
- ✓ **Le grandi banche tedesche soffrono di seri problemi, ma il rischio di una "sindrome giapponese" è ancora modesto. Le difficoltà delle banche discendono in buona misura dal forte rallentamento economico che si riflette in un consistente aumento dei fallimenti delle imprese tedesche. In più, in Germania le grandi banche appaiono in ritardo rispetto alle consorelle europee sul fronte dell'efficienza. Il rapporto tra costi e ricavi presso le prime quattro istituzioni creditizie germaniche si è attestato nell'ultimo triennio intorno all'80%.**

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- I dati economici confermano uno scenario incerto per gli Stati Uniti, dove la ripresa è in corso, ma resta fiacca e non priva di rischi. Nel IV trimestre il Pil è atteso crescere meno dell'1% t/t in ragione d'anno (dal 4,1% del III trimestre), confermando quell'andamento altalenante che ha caratterizzato tutto il 2002. La debolezza della crescita Usa è in gran parte dovuta allo scoppio della bolla sull'azionario, agli scandali sui bilanci societari e ai sovra-investimenti della seconda metà degli anni novanta, ma anche alle incertezze legate al quadro geopolitico. Le imprese tendono così a ridimensionare i piani di investimento e a ritardare l'aumento dell'occupazione, anche per l'insicurezza sulla tenuta dei consumi. Le vendite al dettaglio di novembre (+0,4% m/m) sono state migliori delle attese, le richieste di sussidi di disoccupazione peggiori, in linea con i dati sfavorevoli sul mercato del lavoro di novembre, quando il tasso di disoccupazione è salito dal 5,7 al 6%. A sostegno della crescita dei consumi, il pilastro dello sviluppo, gioca il miglioramento dell'indice di fiducia della famiglie dell'Università del Michigan e la crescita del reddito reale disponibile che dal marzo del 2001 è aumentato del 5,2% (8,1% in termini nominali). Sfavorevoli sono, invece, il livello ancora relativamente basso del tasso di risparmio delle famiglie (4,2% in ottobre) e l'elevato indebitamento, che si associa a un onere del servizio del debito (14% del reddito disponibile) rimasto alto nonostante il drastico calo dei tassi di interesse. A sostegno della crescita si annovera il basso livello delle scorte delle imprese (1,36 in ottobre per il rapporto scorte/vendite, un minimo degli ultimi 10 anni) che prelude ad una loro rapida ricostituzione con la ripresa della produzione, ma soprattutto politiche monetaria e fiscale espansive che si sommano al deprezzamento del dollaro.



- In Europa, non si intravedono sintomi decisivi di miglioramento e la Germania continua a inanellare risultati preoccupanti. La scorsa settimana l'indice Zew, che sintetizza le aspettative economiche di un campione di analisti finanziari, è diminuito in dicembre a 0,6 da 4,2. In calo per l'ottavo mese consecutivo anche l'IFO di dicembre, che fotografa il clima di fiducia del mondo imprenditoriale, a 87,1. La produzione industriale di ottobre è diminuita del 2,1% m/m e del 1,4% a/a, ben oltre le aspettative. Nei primi dieci mesi del 2002 la produzione risulta in calo del 2,2% su base annua. Ma nonostante gli sviluppi congiunturali europei ben più modesti di quelli Usa, l'euro si è avvantaggiato degli spunti di debolezza intrinseci nel dollaro per superare stabilmente la parità.
- Il Bollettino di dicembre della Bce approfondisce i fattori, già enucleati da Duisenberg, alla base del taglio di mezzo punto. Emerge una crescente preoccupazione per l'evoluzione della crescita economica inferiore alle attese e la convinzione che la debole dinamica congiunturale concorrerà a limitare i potenziali rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, anche se l'inflazione potrebbe mantenersi sopra il 2% per alcuni mesi a venire. Le proiezioni formulate dall'Eurosistema rivedono al ribasso le stime di crescita rispetto a quanto ipotizzato a giugno 2002: il Pil nel 2002 dovrebbe aumentare tra 0,6%-1% (da 0,9-1,5% di giugno 2002), nel 2003 tra l'1,1-2,1% (da 2,1-3,1%). L'inflazione dovrebbe oscillare nel 2003 tra l'1,3% e il 2,3%. Il proseguimento della fiacca crescita europea rimane compatibile con una stabilità dei saggi guida nel prevedibile futuro. La Bce sembra però lasciare aperta la possibilità a un nuovo allentamento monetario qualora si verificasse un aggravamento del quadro congiunturale nel 2003, probabilmente sulla scia di un peggioramento dello scenario geopolitico. I tassi impliciti nei future sull'Euribor a tre mesi scontano il proseguimento della manovra monetaria espansiva nella prima metà del 2003.

Previsioni	dato storico	previsioni			
	19/12/02	a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	121	125	124	128	132
dollaro-euro	1,027	1,025	1,030	1,000	0,995
yen-euro	124	128	128	128	131
sterlina-euro	0,640	0,640	0,641	0,644	0,646
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,44	1,43	1,45	1,50	1,95
euro	2,96	2,90	2,85	2,85	3,00
yen	0,04	0,05	0,05	0,07	0,09
sterlina	4,00	4,05	4,10	4,30	4,75
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,06	4,10	4,20	4,50	5,15
Germania	4,29	4,35	4,45	4,60	4,95
Giappone	0,95	1,00	1,15	1,25	1,35
Italia	4,50	4,57	4,67	4,82	5,15
Gran Bretagna	4,47	4,54	4,64	4,79	5,15

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	107,5	108,1	108,8	109,3	109,5	109,2	109,1	109,4	109,5	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,8	111,4	111,5	111,5	111,3	111,4	111,7	112,0	111,9	112,0	111,3
2003	112,3	112,4	112,9	113,3	113,5	113,6	113,5	113,6	114	114,2	114,1	114,2	113,5
variazioni congiunturali													
	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	0,5	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	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	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2	2,2	2,2
2003	2,0	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	98,7	98,2	99,2	99,9	100,3	100,5	100,3	99,9	100,3	100,8	101,0	101,1	100,0
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,8	103,9	102,6
2003	104,0	103,5	103,7	104,3	104,8	104,9	104,7	104,5	104,8	105,4	105,6	105,7	104,7
variazioni congiunturali													
	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	0,5	0,2	0,1	0,2
2003	0,1	-0,5	0,2	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1
variazioni tendenziali													
	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	2,8	2,8	2,8	2,6
2003	2,9	2,7	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,6	1,7	1,7	1,7	2,0

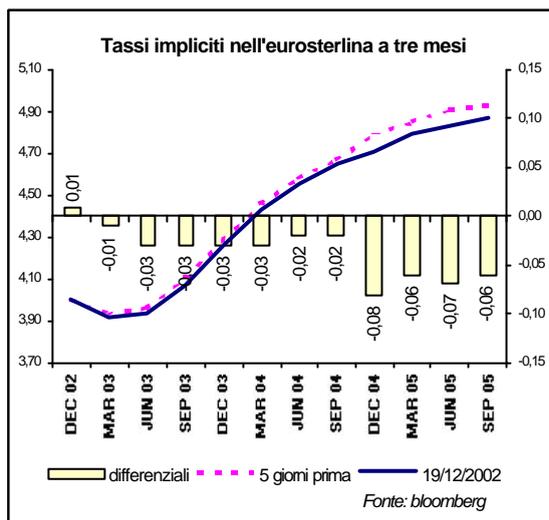
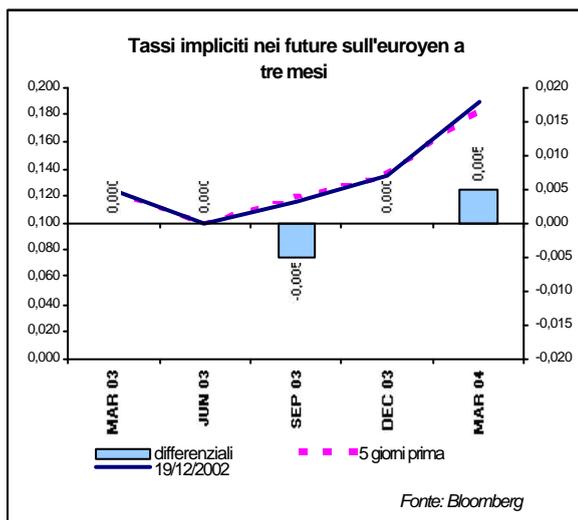
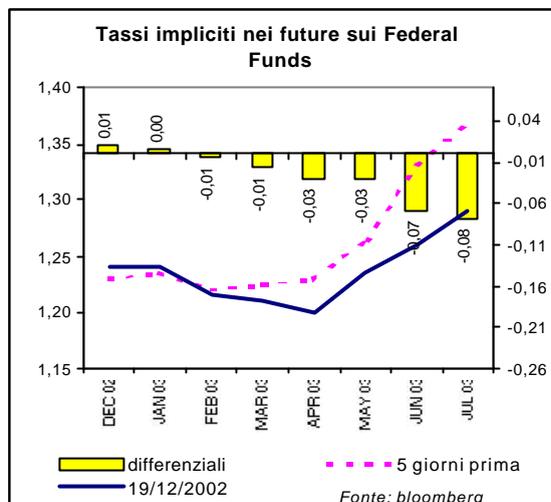
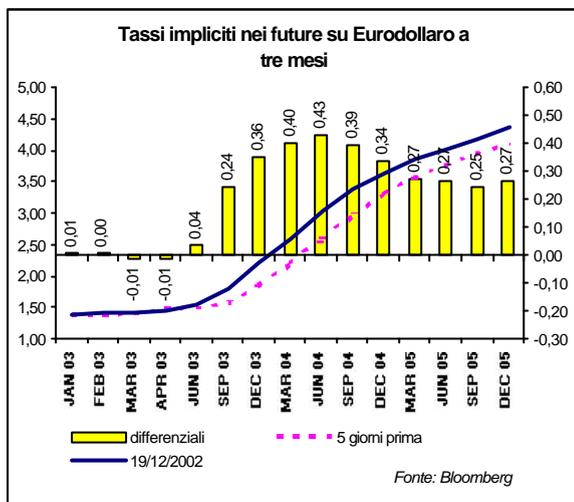
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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	120,0	120,1	118,8
2003	120,3	120,5	120,6	120,8	121,0	121,1	121,2	121,3	121,4	121,8	122,0	122,1	121,2
variazioni congiunturali													
	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	0,3	0,1	0,2
2003	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
variazioni tendenziali													
	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	2,8	2,8	2,5
2003	2,5	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	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						
	18/12/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	1,024	1,007	1,007	1,179	1,72	1,74	-13,14
Dollaro canadese-euro	1,588	1,569	1,593	1,800	1,20	-0,33	-11,79
Dollaro australiano-euro	1,812	1,796	1,790	1,910	0,92	1,25	-5,13
Dollaro Nuova Zelanda-euro	1,987	2,004	2,024	2,223	-0,85	-1,83	-10,61
Yen-euro	124,350	124,180	121,980	133,730	0,14	1,94	-7,01
Yen-dollaro USA	120,885	123,670	121,010	111,650	-2,25	-0,10	8,27
Franco svizzero-euro	1,466	1,474	1,468	1,617	-0,52	-0,09	-9,31
Sterlina britannica-euro	0,640	0,641	0,637	0,711	-0,05	0,45	-9,96
Corona svedese-euro	9,090	9,070	9,073	9,470	0,23	0,19	-4,01
Corona danese-euro	7,425	7,426	7,426	7,450	-0,01	-0,01	-0,33
Corona norvegese-euro	7,313	7,344	7,314	8,855	-0,42	-0,01	-17,41
Tallero sloveno-euro	230,095	230,082	229,090	189,045	0,01	0,44	21,71
Zloty polacco-euro	3,995	3,970	3,935	4,071	0,63	1,52	-1,87
Corona ungherese euro	235,230	236,060	237,030	251,480	-0,35	-0,76	-6,46

Fonte: Datastream

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

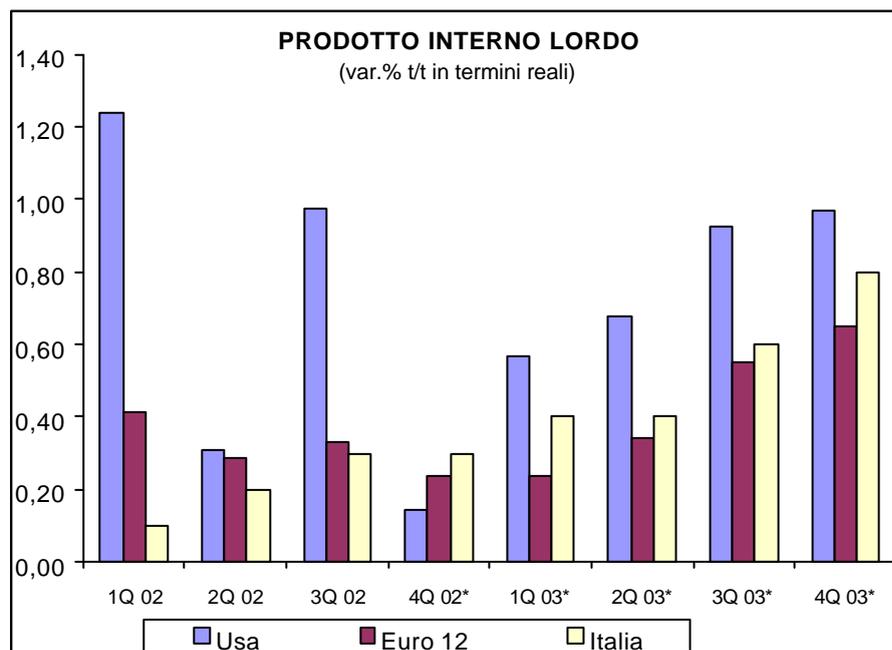
AREA EURO

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

ITALIA

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

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



LA CRISI DEL VENEZUELA INFIAMMA IL PETROLIO

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

- **L'escalation del conflitto politico tra il presidente Chavez e l'opposizione sta minando seriamente le potenzialità dell'economia venezuelana. Gli investimenti esteri sono crollati. La liberalizzazione del mercato dei cambi avvenuta nel febbraio scorso ha provocato una svalutazione del bolivar di circa il 50% in poco più di otto mesi e l'inflazione non è più sotto controllo. I mercati mostrano uno spread di poco più di 1000 punti nei confronti dei titoli di stato americani.**
- **Dopo le performance positive del biennio 2000-2001, l'economia venezuelana è tornata in recessione nell'anno in corso. I proventi da petrolio, le cui quotazioni sono apparse in forte risalita nelle ultime settimane a causa del riaccendersi del rischio guerra in Iraq e dello sciopero a oltranza in Venezuela, non sono sufficienti a spingere in positivo la crescita. Nel consuntivo del 2002, il Pil subirà una flessione di oltre il 6%. Il 2003 potrebbe essere ancora un anno di stagnazione.**

L'andamento dell'economia venezuelana è fortemente condizionato da una situazione politica esplosiva, in cui il Paese è spaccato a metà nel sostegno o l'avversione al presidente Hugo Chavez, che nel 1999 ha introdotto una "repubblica bolivariana" a carattere populista. Il malessere della popolazione contraria a Chavez è culminato prima nel tentativo di golpe dell'aprile scorso, poi nei recenti scioperi a oltranza seguiti da un vero e proprio stato d'assedio da parte del governo. Il "coordinamento democratico", che raggruppa partiti e movimenti di opposizione, ha proposto un referendum entro il primo trimestre 2003, per poi indire elezioni anticipate. La costituzione prevede la possibilità di referendum solo a partire da agosto.

La liberalizzazione del mercato dei cambi in Venezuela avvenuta nel febbraio scorso ha provocato una svalutazione del bolivar di oltre il 50% in poco più di otto mesi. All'indomani della notizia, i prezzi dei titoli del debito estero del Venezuela aumentarono di circa il 10%. La decisione sarebbe servita soprattutto a proteggere le riserve internazionali del Paese, diminuite di circa un terzo nel corso del 2001: si stima che lo scorso anno siano stati trasferiti all'estero almeno 9-10 miliardi di dollari. Successivamente alla svalutazione, l'inflazione ha iniziato a crescere portandosi oltre il 40%, dal 12% della media dello scorso anno. Sul fronte del debito pubblico, il Paese ha sempre più problemi a rifinanziare i titoli di Stato in scadenza, dato che le banche venezuelane stentano ad acquistarli. Il governo ha esercitato forti pressioni sul sistema bancario ma senza particolare successo. E' questo uno dei motivi principali per cui Moody's ha tagliato il rating nel settembre scorso. Il deficit pubblico, nonostante la forte recessione, è stimato scendere nel 2002 intorno al 3% del Pil, dal 4,8% del 2001. E' la conseguenza di una valuta, il bolivar, assai debole, dei corsi del petrolio in media 2002 più elevati del previsto e di una spesa pubblica inferiore a quanto progettato.

L'economia del Venezuela è legata a doppio filo alle quotazioni del petrolio e alle decisioni Opec in termini di distribuzione di quote. Il petrolio è una risorsa che da sola rappresenta il 70% del totale delle esportazioni e copre oltre il 50% delle entrate fiscali. E' intorno al petrolio che si sta giocando la partita venezuelana. Il greggio è il vero nodo dell'economia del paese e tutte le strategie sono mirate a controllarne la produzione. Gli oppositori stanno attualmente bloccando le navi al largo di Maracaibo e il governo ha risposto con la militarizzazione di alcune navi. Lo sciopero del settore petrolifero dovrebbe finora aver tagliato la produzione a meno del 20% dei livelli normali, da quota 3 milioni di barili al giorno a meno di 500 mila, con pesanti riflessi sulla produzione della benzina, derivati e gas.

I tempi per l'avvio della ripresa in Venezuela appaiono a questo punto estremamente incerti e fortemente condizionati dalla situazione politica. Nel 2003, la crescita potrebbe tornare positiva e attestarsi poco al di sotto dell'1%. Per uno sviluppo più consistente occorrerà comunque il ritorno della fiducia degli investitori esteri, difficile da ipotizzare in un clima generale così poco affidabile e con l'attuazione di politiche economiche che hanno finora avuto il sapore di misure tampone, non volte a risolvere i problemi strutturali del Paese. I futuri policy makers del Paese sono di fronte alla scelta di permettere agli elevati tassi di interesse (attualmente il tasso di riferimento è posizionato al 19% circa) di proteggere le riserve, con la conseguenza di deprimere le prospettive di crescita, ovvero accelerare la svalutazione del bolivar, per creare un freno alla fuga di capitali e nel contempo favorire la competitività. Nel frattempo, senza alcun segnale chiaro di risoluzione politica, ogni prospettiva economica per il Venezuela resta flebile. I rischi maggiori potrebbero venire da una flessione prolungata dei corsi del petrolio sui mercati internazionali, che farebbe precipitare l'economia in una crisi profonda.

VENEZUELA

	2001	2002	2003
Popolazione (milioni di abitanti)	24,53	24,85	25,15
Pil pro capite (in US\$)	5.300	4.650	4.750
Pil (var. % annua)	2,7	-6,5	0,8
Prezzi al consumo (var. % annua)	12,3	36,0	28,0
Cambio bolivar/US\$ (media annua)	724	1250	1700

fonte: IIF e ns. elaborazioni

LE ESPORTAZIONI DELLE REGIONI ITALIANE

G. Felici ☎ 06-47027967 – giovanni.felici@bnlmail.com

- La decelerazione del commercio mondiale, già avvertita nel 2001, si è riflessa negativamente sugli scambi con l'estero dell'Italia nei primi tre trimestri del 2002. L'export ha subito un netto rallentamento soprattutto nei riguardi della UE, degli Stati Uniti e dell'America Latina mentre in espansione risultano le esportazioni verso i paesi dell'Europa orientale e dell'ex Russia.
- Nel 2002 le esportazioni italiane hanno ulteriormente diminuito la loro quota di mercato seppure con andamenti differenti per le singole regioni. In particolare meno penalizzate risultano le regioni centrali (-1,8%) e quelle del comparto nord-orientale (-2,6%), mentre la flessione è più consistente per l'Italia nord-occidentale (-5,0%) e per l'Italia meridionale (-4,1%). Infine, particolarmente evidente risulta la contrazione delle esportazioni nell'Italia insulare (-12,8%).

La flessione delle esportazioni durante i primi nove mesi del 2002 ha registrato un calo percentuale, rispetto alla media nazionale dell'anno precedente, del 3,9% complessivo. Il calo delle esportazioni è risultato più contenuto sia nell'Italia centrale (-1,8%) che nord-orientale (-2,6%) mentre nell'Italia nord-occidentale (-5,0%), nell'Italia meridionale (-4,1%) e, soprattutto, nell'Italia insulare (-12,8%) è risultato superiore alla media nazionale.

Va registrato, comunque, che nonostante il momento poco favorevole alcune regioni come il Lazio (+4,3%), l'Umbria (+2,9%), il Molise (+1,3%), la Basilicata (+31,7%) e la Provincia di Bolzano (+5,3%), hanno conseguito risultati in controtendenza.

Particolarmente negativo, per il segmento nord-occidentale è stato il risultato conseguito in Liguria (-8,6%), determinato dal calo di richieste di apparecchi elettrici e di precisione oltre che da una riduzione delle esportazioni di commesse navali. Segue la Valle d'Aosta (-5,2%) sempre a seguito del calo di richieste di apparecchi elettrici e di precisione. Significativi, inoltre, i risultati negativi di Lombardia (-5,1%) e Piemonte (-4,4%) dovuti rispettivamente ad una flessione generalizzata delle vendite in tutti i settori economici con esclusione del comparto agro-alimentare e di quello dei prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali mentre per il Piemonte risultano legati alla contrazione della domanda nei settori metalmeccanico, dei trasporti, del tessile e dell'abbigliamento in genere.

Tra la ripartizione nord-orientale si evidenzia negativamente la contrazione del Friuli Venezia Giulia (-5,3%) a seguito delle minori vendite di prodotti in metallo e di apparecchiature elettriche e di precisione e la contrazione delle esportazioni del Veneto (-4,2%) dovuta alla diminuzione delle vendite nel settore metalmeccanico (mezzi di trasporto esclusi) e dalla riduzione della domanda di prodotti in cuoio, mentre riduzioni inferiori alla media nazionale sono state riportate dalle altre regioni del comparto.

Nell'Italia centrale si segnala l'inversione di tendenza rappresentata dal Lazio (+4,3%) e dall'Umbria (+2,9%) per l'aumento, in entrambe le regioni, della vendita di materiali e prodotti in metallo e dei mezzi di trasporto ai quali si è aggiunto nel Lazio il risultato positivo delle vendite dei prodotti chimici, gomma e materie plastiche, prodotti alimentari, bevande e tabacco. Al contrario la Toscana ha registrato una flessione (-5,1%) superiore alla media nazionale conseguenza di una contrazione della domanda riguardo i prodotti tessili e di abbigliamento, per il cuoio ed i prodotti in cuoio.

Particolarmente consistente nelle regioni dell'Italia meridionale si manifesta il risultato della Basilicata (+31,7%) dovuto al forte incremento della vendita dei mezzi di trasporto e del settore manifatturiero cui si affianca il pur ridotto incremento del Molise (+1,3%) mentre, all'opposto, una forte perdita percentuale di Campania (-9,6%), Calabria (-4,9%) e Puglia (-4,3%) concorrono ai risultati negativi (-4,3%) del comparto conseguenti, rispettivamente, ad una diminuzione generalizzata di vendite nel settore metalmeccanico, del cuoio e dei prodotti in cuoio per la Campania, da una flessione nel settore dell'agricoltura e della pesca per la Calabria, mentre per la Puglia oltre i prodotti dell'agricoltura e della pesca la contrazione si estende anche al settore metalmeccanico.

L'Italia insulare registra una diminuzione percentuale di meno 12,8% rispetto all'anno precedente facendo registrare la più marcata flessione nel settore che risulta nettamente superiore alla media nazionale (Sardegna -16,1%, Sicilia -1,4%) per entrambi causata, quasi esclusivamente, dalla contrazione nel valore delle vendite dei prodotti petroliferi raffinati.

Esportazioni per ripartizione geografica e regione

Gennaio-Settembre 2001 e 2002

RIPARTIZIONE REGIONI	2001		2002		2002/2001
	Mil. di euro	%	Mil. di euro	%	
					Variaz. %
Italia nord-occidentale	83.619,3	41,4	79.430,6	40,9	-5,0
Piemonte	22.821,6	11,3	21.821,0	11,2	-4,4
Valle d'Aosta	288,0	0,1	273,0	0,1	-5,2
Lombardia	57.583,9	28,5	54.663,2	28,1	-5,1
Liguria	2.925,8	1,4	2.673,4	1,4	-8,6
Italia nord-orientale	62.672,5	31,0	61.068,2	31,4	-2,6
Trentino-Alto Adige	3.279,1	1,6	3.276,1	1,7	-0,1
Bolzano-Bozen	1.656,5	0,8	1.745,0	0,9	5,3
Trento	1.622,6	0,8	1.531,1	0,8	-5,6
Veneto	29.193,2	14,4	27.958,3	14,4	-4,2
Friuli-Venezia Giulia	6.764,4	3,3	6.404,2	3,3	-5,3
Emilia-Romagna	23.435,8	11,6	23.429,6	12,1	0,0
Italia Centrale	32.999,8	16,3	32.390,1	16,7	-1,8
Toscana	16.685,8	8,3	15.827,8	8,1	-5,1
Umbria	1.767,4	0,9	1.819,4	0,9	2,9
Marche	6.223,4	3,1	6.059,2	3,1	-2,6
Lazio	8.323,2	4,1	8.683,7	4,5	4,3
Italia Meridionale	16.290,3	8,1	15.625,1	8,0	-4,1
Abruzzo	4.049,0	2,0	3.919,2	2,0	-3,2
Molise	413,6	0,2	418,9	0,2	1,3
Campania	6.323,1	3,1	5.713,7	2,9	-9,6
Puglia	4.437,0	2,2	4.244,2	2,2	-4,3
Basilicata	857,4	0,4	1.129,2	0,6	31,7
Calabria	210,2	0,1	199,9	0,1	-4,9
Italia Insulare	5.888,8	2,9	5.132,7	2,6	-12,8
Sicilia	4.099,2	2,0	3.630,6	1,9	-11,4
Sardegna	1.789,5	0,9	1.502,1	0,8	-16,1
Province diverse e non specificate	573,5	0,3	587,9	0,3	2,5
ITALIA	202.044,2	100,0	194.234,6	100,0	-3,9

Fonte: ISTAT.

LA MODA VINCENTE È SPORTIVA

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

- Con un giro d'affari che ammonta a 6,5 miliardi di euro, l'industria dello *sportswear* ha mostrato, nel 2001, una crescita tendenziale dell'8%. I risultati si profilano positivi anche per l'anno in corso, sebbene con tassi di crescita più contenuti, intorno al 4-5% in media annua. Il settore mostra ancora ampi margini di sviluppo, sostenuto dalla crescente tendenza dei consumatori a orientarsi verso capi informali ove il marchio, la qualità e le performance tecniche sono i fattori determinanti per l'acquisto.
- Nell'ambito del mercato mondiale dello *sportswear*, valutato intorno ai 90 miliardi di euro, l'Italia detiene una quota di produzione del 7% e occupa il quarto posto tra i principali mercati di consumo internazionali e il secondo tra i paesi europei, dopo la Germania.

Nella critica fase congiunturale che sta caratterizzando l'attività produttiva del sistema moda da monte a valle della filiera, il comparto dell'abbigliamento sportivo ha rivelato, nel 2001, un notevole dinamismo. Con un giro d'affari che ammonta a 6,5 miliardi di euro, l'industria dello *sportswear* ha mostrato, rispetto al 2000, una crescita del fatturato pari all'8%. I risultati si profilano positivi anche per l'anno in corso sebbene con tassi di crescita più contenuti, intorno al 4-5% in media annua. Un settore, quello dell'abbigliamento sportivo, che mostra ancora ampi margini di sviluppo, tanto da orientare molte aziende italiane alla creazione di modelli sportivi di lusso. A influire notevolmente sul successo di questo settore, che da solo ricopre il 36% delle entrate nel mercato dell'abbigliamento italiano, sono le marche, veri e propri valori d'orientamento per i consumatori che nel *brand* vedono una garanzia di qualità e la sicurezza di vestire all'ultima moda. I produttori di *sportswear* sono passati in pochi anni da un mercato di nicchia legato all'abbigliamento tecnico a una collezione da indossare tutti i giorni. Il solo segmento uomo-casual è passato negli ultimi dieci anni dal 5,8% del '90 all'8,5% del 2000; al contrario, il look classico è sceso dal 35,6% al 27,6%.

Nell'ambito del mercato mondiale dello *sportswear*, valutato intorno ai 90 miliardi di euro, l'Italia è giunta a coprire un ruolo di rilievo. Se tra i mercati di consumo, gli Stati Uniti rappresentano senza dubbio l'attore principale a livello internazionale con una quota stimata del 40% circa, il nostro paese occupa il quarto posto con una quota del 7% e il secondo in Europa davanti a Francia, Gran Bretagna e Spagna.

In Italia, il mercato dell'abbigliamento sportivo si divide equamente tra capi *outerwear* (3,25 miliardi di euro) e pantaloni, camicie polo (3,25 miliardi di euro). Il 40% della produzione è costituita da articoli di fascia bassa, il 30% da prodotti di fascia media, il 23% da capi di qualità medio-alta e il 7% dal "lusso". Quest'ultimo segmento vale da solo circa 450 milioni di euro ed è quello che al momento attuale mostra qualche segno di sofferenza. La *performance* di mercato mostra una flessione del 4-5%. Considerando le aziende di medie dimensioni, insieme alle *griffe* più note (Gucci, Prada, Marzotto), il calo si accentua giungendo a sfiorare l'8%. Molto più brillanti sono apparsi i risultati della fascia media e medio-alta, che registra, soprattutto per i marchi più noti, tassi di crescita a due cifre.

Particolare importanza nel settore riveste il segmento delle calzature sportive che genera un fatturato di 1,6 miliardi di euro suddiviso in 100 milioni nella fascia alta, 350 in quella medio-alta, 450 in quella media e 700 in quella bassa.

L'evoluzione del settore ha portato inoltre a significative trasformazioni nell'ambito della distribuzione. Sono nati e si stanno sviluppando i negozi dello *sportswear*, un fenomeno che ha portato all'evoluzione delle boutique del formale e dell'*active* (capi con maggior contenuto tecnico). Le prime hanno introdotto progressivamente capi comodi e informali, le seconde hanno seguito la strada della specializzazione o si sono spostate verso lo *sportswear*. Al momento i 6,5 miliardi di euro di fatturato del settore, nel 2001, sono distribuiti per il 70% presso la distribuzione *sportswear* e *formalwear* cui fa capo un giro d'affari di 4.550 milioni di euro, mentre per il 30% derivano dal canale dell'*active* con un valore di 1.950 milioni di euro. Per quanto riguarda le scarpe sportive, la quota più alta di fatturato (850 milioni di euro pari al 53% del totale) viene realizzata dai punti vendita multimarca, mentre il 7% proviene dalle catene specializzate e dalla grande distribuzione. Come principali fattori dell'acquisto, emergono il prezzo, la qualità, il marchio, la ricerca e il servizio ma, se nei negozi del formale è il marchio il protagonista incontrastato, nei canali dello *sportswear* la ricerca e il marchio hanno la medesima importanza mentre nei negozi dell'*active* si privilegiano ricerca e *performance*.

Alla luce di tali presupposti la sfida per i dettaglianti è quella essere sempre più propositivi e stimolanti a livello di ricerca del prodotto e di investimento sul fronte del servizio, mentre per i produttori è imprescindibile l'investimento in ricerca e innovazione.



PRINCIPALI MERCATI DI CONSUMO
(valori in %)

USA	39
Germania	11
Giappone	11
Italia	7
Francia	6
Gran Bretagna	5
Spagna	3
Altri	18

IL MERCATO ELETTRICO NELLA UE: LA SITUAZIONE A FINE 2002

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

- A fine 2002 la quota di mercato elettrico aperta per la media degli stati membri della Ue è pari al 64% circa. Francia, Irlanda e Danimarca presentano percentuali di apertura del mercato elettrico ancora molto basse.
- A fronte di una generalizzata convergenza dei prezzi dell'elettricità tra i vari paesi, persistono notevoli differenze nei confronti relativi tra le diverse categorie utilizzatrici. Le famiglie continuano a pagare prezzi proporzionalmente più elevati rispetto ai grandi utenti.
- Nella maggior parte dei paesi della Ue, la facoltà di scegliere il fornitore di elettricità rimane appannaggio solo dei grandi utenti.

Dopo il Consiglio europeo di Barcellona del marzo 2002, che ha fissato gli obiettivi di apertura e liberalizzazione dei mercati del gas e dell'elettricità, la Commissione europea ha stabilito di effettuare un controllo sullo stato di attuazione delle direttive in occasione di ogni Consiglio primaverile. Al momento sono disponibili alcuni dati preliminari dell'indagine.

Relativamente al mercato elettrico, la quota aperta alla concorrenza, per la media degli stati membri, è pari a circa il 64%. Accanto a paesi come l'Austria, la Finlandia, la Svezia e il Regno Unito, che rispettivamente dal 2001, 1997, 1998 e 1998 hanno aperto totalmente i loro mercati, ne esistono altri in cui la quota è ancora bassa: 30% per la Francia, 34% per la Grecia, 35% per la Danimarca. La maggior parte degli stati membri, e in modo particolare Belgio, Paesi Bassi e Portogallo hanno comunque ampliato considerevolmente la propria quota di apertura nell'ultimo anno e hanno fissato un termine per il raggiungimento dell'obiettivo del 100%. Quattro paesi (Francia, Grecia, Lussemburgo e Italia) non hanno ancora stabilito un termine preciso, anche se l'Italia ha previsto un'apertura totale per gli operatori diversi dalle famiglie entro il 2004.

Relativamente al livello dei prezzi, i dati mostrano un fenomeno di generale convergenza nel corso del 2002, con l'eccezione della Spagna, dove le tariffe rimangono molto al di sopra della media. I prezzi appaiono simili anche tra paesi con diversi gradi di apertura: in Francia, ad esempio, per la classe 2.300-7.000 Mwh il livello è di 13,2 euro/Mwh, contro i 12,1 euro del Regno Unito e i 14 euro dei paesi nordici. La forbice si amplia nella categoria dei piccoli utilizzatori: dai 24,1 euro del mercato francese si passa infatti ai 21,4 del Regno Unito e ai 16,4 di Svezia e Finlandia.

A prescindere dalla convergenza rivelata dal confronto tra i prezzi assoluti, i prezzi applicati alle diverse categorie di utenti, in proporzione a quelli dei grandi utilizzatori, lasciano intravedere considerevoli disparità tra i vari paesi. Infatti, posto pari a 100 il prezzo della fascia dei grandi utilizzatori (24 Gwh) l'onere relativo imposto agli altri gruppi cresce, fino a raggiungere un picco nella categoria 50 Mwh. Tale massimo è più elevato per i paesi con un basso grado di apertura dei mercati; al contrario, per il Regno Unito, la Finlandia e la Svezia (100% di apertura) i prezzi relativi, pur mostrando un trend ascendente al diminuire della grandezza degli utilizzatori, appaiono decisamente più contenuti. Interessante è anche l'analisi dell'evoluzione dei prezzi per i diversi comparti utilizzatori; il confronto effettuato a partire da gennaio 1999 mostra che nel Regno Unito, in Austria e in Germania tali importi sono tra i più bassi per tutti i gruppi di utenti, mentre in Svezia e Finlandia sono in discesa. La bolletta elettrica più bassa è a carico delle famiglie inglesi, svedesi, finlandesi e danesi, anche se una tendenza a una riduzione più marcata si osserva soprattutto per le prime. Le famiglie italiane sono tra quelle che pagano prezzi più elevati, anche se questi sono andati gradualmente diminuendo dal 1999. In tutti i paesi della Ue, inoltre, ai clienti idonei è data la possibilità di scegliere il proprio fornitore. L'idoneità, tuttavia, è garantita quasi sempre solo ai grandi utilizzatori; solo Austria, Finlandia, Germania, Svezia e Regno Unito offrono questa possibilità anche ai piccoli utenti commerciali e alle famiglie. Ovunque fosse permesso, comunque, gli utenti hanno approfittato di questa possibilità cambiando fornitore, oppure rinegoziando le condizioni di acquisto. Le percentuali più elevate si osservano in Italia, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito, dove tutti i grandi clienti idonei hanno modificato il loro rapporto con il fornitore. Nel caso delle famiglie (dove ciò è permesso), tali percentuali sono molto più contenute: 5-10%, con un picco del 30-50% nel Regno Unito.

MISURE ADOTTATE DAGLI STATI MEMBRI PER L'ATTUAZIONE DELLE DIRETTIVE COMUNITARIE

	% di apertura del mercato	soglia di idoneità	data prevista per l'apertura del 100%
AUSTRIA	100	-	2001
BELGIO*	52	1/10GWh	2003/07
DANIMARCA	35	1 GWh	2003
FINLANDIA	100	-	1997
FRANCIA	30	c.16GWh	-
GERMANIA	100	-	1999
GRECIA	34	1kV	-
IRLANDA	40	1GWh	2005
ITALIA**	45	9GWh	-
LUSSEMBURGO	57	20GWh	-
PAESI BASSI	63	3*8 A	2003
PORTOGALLO	45	1kV	2003
SPAGNA	55	1GWh	2003
SVEZIA	100	-	1998
REGNO UNITO	100	-	1998

* la soglia inferiore si riferisce alle sole regioni delle Fiandre

** In Italia i piccoli utenti possono raggrupparsi per raggiungere la soglia richiesta. Per il 2004 il mercato elettrico sarà aperto per tutti i consumatori tranne che per le famiglie

INDICATORI DI CONCORRENZIALITÀ DEL MERCATO ELETTRICO

	Compagnie con almeno il 5% della capacità installata*	Prime 3 compagnie (% di capacità installata)*	Capacità installata (GW)
AUSTRIA	5	45	18,2
BELGIO*	2	96	15,7
DANIMARCA	3	78	12,7
FINLANDIA	4	45	16,6
FRANCIA	1	92	115,4
GERMANIA	4	64	118,3
GRECIA	1	97	10,3
IRLANDA	1	97	4,8
ITALIA**	4	69	78,1
LUSSEMBURGO	-	-	1,2
PAESI BASSI	6	59	20,6
PORTOGALLO	3	82	10,7
SPAGNA	4	83	52,6
SVEZIA	3	90	33,6
REGNO UNITO	8	36	78,9

* valori al 2000

** I dati possono sottostimare il grado di concentrazione a causa di proprietà incrociate (è il caso ad esempio di Italia e Germania)

Fonte: Commissione europea, ottobre 2002

NIENTE SINDROME GIAPPONESE PER LE GRANDI BANCHE TEDESCHE

S. Carletti ☎ 06-4702.8440 – silvano.carletti@bnlmail.com

- Il sistema bancario tedesco, e in particolare i gruppi di maggiore dimensione, stanno vivendo la peggiore crisi degli ultimi cinquanta anni.
- L'evoluzione particolarmente negativa della congiuntura economica e finanziaria interna, oltre a consolidate debolezze, sono la causa principale delle difficoltà del sistema bancario della Germania.
- La crisi delle grandi banche, tuttavia, non sembra per ora aver indotto fenomeni di "credit crunch" in Germania né può essere accostata alla ben più difficile condizione delle banche giapponesi.

Il sistema bancario tedesco sta vivendo la peggiore crisi degli ultimi cinquanta anni. Tutti i maggiori gruppi bancari del paese, infatti, hanno chiuso il terzo trimestre 2002 in perdita: **181 m per Deutsche Bank**, **133 m per Commerzbank**, **972 m per Dresdner Bank**, **447 m HypoVereinsbank (HVB)**. L'ipotesi di un consuntivo negativo per l'intero 2002 viene per ora esclusa solo per Deutsche Bank.

A metà ottobre, Otmar Issing, capo economista e membro del consiglio direttivo della BCE, avvertiva: "sarebbe esagerato parlare di crisi bancaria ma la situazione è comunque drammatica". Sempre ad ottobre, autorevoli esponenti della vigilanza tedesca sono dovuti intervenire per smentire il rischio di una crisi di liquidità. La Borsa di Francoforte assiste sempre più preoccupata all'evoluzione della situazione e penalizza fortemente i titoli bancari: dall'inizio dell'anno, quello della Deutsche Bank ha perso quasi il 40%, quello della Commerzbank quasi il 50%, quello di HVB il 53%. I negativi risultati della Dresdner, poi, sono responsabili di gran parte della ancor più grave flessione (quasi 60%) registrata dal titolo del gruppo assicurativo Allianz, sua controllante. La capitalizzazione di Borsa di tutti i principali gruppi bancari è oggi inferiore al loro patrimonio netto contabile.

Come si è potuto arrivare a questa situazione? Una prima, fondamentale parte della risposta viene dalla constatazione che nel Vecchio Continente l'economia tedesca è tra quelle in condizione più critica, circostanza che per le banche si traduce sia in minori ricavi sia in un maggiore volume di prestiti in difficoltà: i fallimenti delle aziende tedesche sono aumentati nel 2002 di oltre il 30% e sono ora più di un quarto di quelli dell'intera Europa. Ne deriva un rilevante fabbisogno di accantonamenti a difesa della qualità del portafoglio: secondo stime aggiornate, rispetto allo scorso anno nel 2002 si dovrebbe arrivare ad un raddoppio di questi stanziamenti. Le banche in una condizione economico-patrimoniale relativamente migliore (ad esempio, la Deutsche Bank) sembrano orientate verso incrementi anche più consistenti.

Il negativo andamento dei mercati finanziari ha poi avuto sulle banche tedesche un impatto maggiore rispetto a gran parte dei concorrenti stranieri. Anche se recentemente la situazione è in qualche misura migliorata, è opportuno sottolineare che tra la fine del secondo trimestre e l'ottobre scorso le plusvalenze del portafoglio partecipazioni di HVB si sono ridotte da **4,2 mld** ad appena **180 m**, quelle della Deutsche Bank da **5,5 mld** a **2,2 mld** mentre per Commerzbank la plusvalenza di **180 m** si è trasformata in una minusvalenza di quasi **2 mld**.

A queste negative circostanze di carattere congiunturale si aggiungono alcune consolidate debolezze. Da tempo le grandi banche tedesche hanno un equilibrio reddituale incerto: nel triennio 1999 – 2001, il loro ROE netto è risultato in media pari al 6,1% contro il quasi 15% di quelle italiane e valori ancora più elevati per quelle inglesi. Nello stesso triennio il cost/income ratio dei 4 maggiori gruppi (80%) ha superato quello già elevato registrato a livello di intero sistema bancario tedesco (68,6%). E' quindi comprensibile che i progetti di rilancio muovano prima di tutto da una decisa riduzione dei costi: i quattro gruppi maggiori hanno già annunciato il taglio di quasi 40mila addetti ed un forte ridimensionamento della rete domestica (rispetto al 1995, la loro rete di sportelli risulta diminuita del 29% e si punta ad un'ulteriore riduzione del 10% per il prossimo biennio).

Più complessi e generalmente meno chiari sono i progetti di rilancio dei ricavi, anche perché essi mettono spesso in discussione costosi processi di diversificazione decisi solo pochi anni fa. La sorte da tempo largamente incerta della banca d'investimento Dresdner Kleinwort Wasserstein è in questo senso emblematica. L'alienazione di attività con redditività insufficiente e/o troppo lontane da quello che si ritiene debba essere il core business viene portata avanti con decisione soprattutto dalla Deutsche Bank: alla vendita delle storiche partecipazioni in Allianz e Munich Re avvenuta nella prima metà dell'anno sono seguite altre cessioni per complessivi 5 mld di euro.

Il parziale e a volte completo insuccesso dei progetti di diversificazione intrapresi nel passato rende più grave la tradizionale debolezza nell'ambito del retail domestico. Nel caso della tipica intermediazione creditizia (raccolta-impieghi) la quota di mercato congiunta delle 4 maggiori banche è inferiore al 15%; nell'ambito del risparmio gestito si riscontra una presenza più consistente (38% per le assicurazioni vita, 49% per i fondi comuni). La tesi più volte ribadita dai managers dei maggiori gruppi è che questa modesta presenza è soprattutto il risultato della situazione di consolidato privilegio di cui godrebbero le banche pubbliche. In effetti, le autorità della UE hanno da tempo riconosciuto una situazione di distorsione concorrenziale, imponendo la restituzione di fondi pubblici e la cessazione nel 2005 di ogni garanzia statale sulle emissioni di obbligazioni delle banche a prevalente capitale pubblico.

La difficile situazione delle grandi banche tedesche suscita più di qualche timore. Potrà il caso tedesco evolvere in modo analogo a quello giapponese, vale a dire possono le difficoltà delle banche diventare un serio ostacolo sulla strada della ripresa economica del Paese? A questa domanda si risponde (per ora) in modo negativo facendo leva soprattutto su tre argomenti: solidità patrimoniale ancora discreta; sufficiente trasparenza e attendibilità dei bilanci; nessuna esperienza in Germania di bolla immobiliare.

La seconda questione è di natura più congiunturale: possono queste difficoltà determinare una situazione di "credit crunch" in Germania? Dati recenti indicano che effettivamente le grandi banche tedesche sono diventate molto più selettive nel concedere finanziamenti (-4,3% a/a nel terzo trimestre 2002) ma a questo orientamento si contrappone il resto del sistema bancario (+2%). L'attuale debole crescita del credito in Germania è quindi soprattutto un problema di domanda.

LA STANCHEZZA DEL TORO

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

Il mercato ha disatteso le aspettative rialziste che confidavano nel rispetto della tradizione secondo il collaudato "effetto-Natale".

È dalla prima seduta di dicembre, infatti, che il Toro ha abbandonato i listini al *trend* ribassista. Non tanto per contraddire la statistica, ma perché aveva già anticipato il *rally* natalizio con l'ascesa verticale di novembre.

Dalle ultime ottave così, i mercati ripiegano approfittando del pretesto Irak - "prezzato" già nei minimi di luglio - per smaltire l'eccesso di tossine (ipercomprato) accumulato durante la straordinaria corsa partita il 9 ottobre scorso.

L'A/D Index (*Advance/Decline*) è l'indice cumulativo di ampiezza del mercato, calcolato come somma algebrica delle azioni in rialzo e in ribasso. Fotografa quindi il reale coinvolgimento della maggioranza dei titoli ai movimenti di borsa.

Come si può notare dall'analisi nel primo grafico il *bull market* appare ancora poco convinto manifestando forte resistenza in prossimità del livello neutrale (0), vero spartiacque tra mercato rialzista e ribassista.

Oltre ai vincoli tecnici, in realtà, il Toro si trova a disagio sui fondamentali, troppo sbilanciato in avanti rispetto ad un'economia reale più riflessiva e ad una ripresa ancora non del tutto definita.

Perplessità che si ritrovano nella dinamica del dollaro e nei rialzi del greggio e dell'oro.

Ma non sono soltanto variabili tecniche o fondamentali ad impedire la corretta messa a fuoco del reale stato di forma della congiuntura.

La *Corporate America* continua a lavorare sotto pressione sia per i profitti sia per il profondo rinnovamento nelle procedure di *governance* e *auditing*.

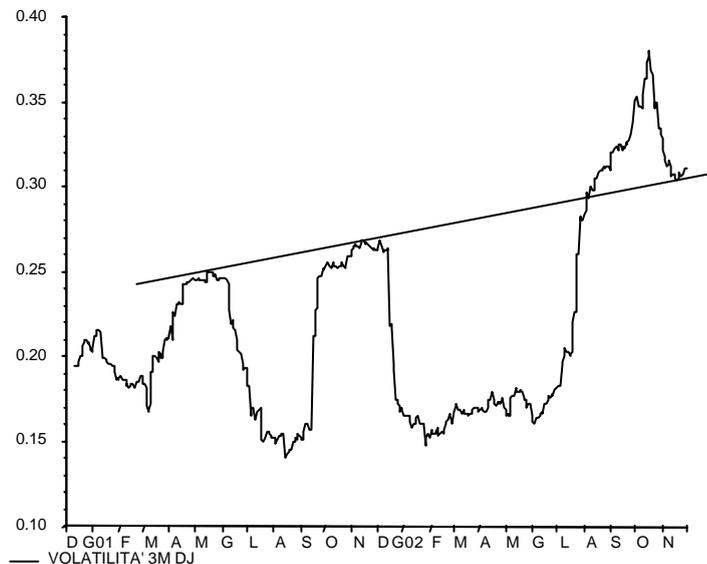
L'esigenza irrinunciabile di maggior trasparenza contabile non trova completo ascolto nelle nuove leggi anti-frodi (Sarbanes-Oxley).

La stagione della manipolazione dei bilanci non è infatti ancora finita. Con il pretesto delle chiusure di fine anno, il *General Accounting Office* stima un notevole incremento della pratica di *restatement* dei bilanci aziendali (modifiche nella contabilizzazione degli utili) con oltre 260 imprese statunitensi coinvolte.

A/D Index: le reali intenzioni del Toro



Volatilità congelata ai massimi storici



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

	Dati storici					Variazioni percentuali					
	18/12/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	17.640	18.085	18.029	22.487	29.834	28.094	-2,5	-2,2	-21,6	-40,9	-37,2
MIB 30	24.094	24.754	24.627	31.684	42.906	41.477	-2,7	-2,2	-24,0	-43,8	-41,9
DOW JONES IND.	8.447	8.589	8.487	9.998	10.646	11.358	-1,7	-0,5	-15,5	-20,7	-25,6
NASDAQ	1.362	1.397	1.394	2.005	2.292	4.131	-2,5	-2,3	-32,1	-40,6	-67,0
STANDARD & POOR'S	891	905	900	1.143	1.283	1.455	-1,5	-1,0	-22,0	-30,6	-38,8
NIKKEI 225	8.344	8.728	8.346	10.432	13.786	18.934	-4,4	-0,0	-20,0	-39,5	-55,9
FTSE100	3.835	3.975	4.116	5.151	6.175	6.930	-3,5	-6,8	-25,5	-37,9	-44,7
CAC40	3.077	3.190	3.208	4.480	5.799	5.917	-3,5	-4,1	-31,3	-46,9	-48,0
DAX30	3.023	3.196	3.218	5.040	6.290	6.751	-5,4	-6,1	-40,0	-51,9	-55,2
MADRID	647	666	663	834	879	1.012	-2,9	-2,5	-22,4	-26,4	-36,1
SINGAPORE	1.335	1.374	1.397	1.584	1.896	2.583	-2,9	-4,5	-15,7	-29,6	-48,3
HONG KONG	9.549	9.785	9.920	11.487	14.870	17.370	-2,4	-3,7	-16,9	-35,8	-45,0
DJ EURO STOXX50	2.427	2.515	2.573	3.681	4.702	4.849	-3,5	-5,6	-34,1	-48,4	-49,9
MSCI WORLD	792	804	806	996	1.202	1.422	-1,6	-1,8	-20,5	-34,1	-44,3
MSCI EMU	125	130	132	185	233	243	-3,6	-5,1	-32,3	-46,3	-48,4
MSCI FAR EAST	1.546	1.581	1.561	1.807	2.572	3.605	-2,2	-1,0	-14,5	-39,9	-57,1
MSCI NORTH AMERICA	895	909	902	1.152	1.302	1.525	-1,5	-0,8	-22,3	-31,3	-41,3

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 19/12/02 AL 3/1/03)

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

GIORNO	EVENTI
Giovedì 19	Riunione della BCE
	Stati Uniti: discorso di Greenspan sull'economia americana all'Economic Club of New York
Venerdì 20	Stati Uniti: discorso di Poole della Federal Reserve su "Growth Prospects for US Economy"
Lunedì 23	Giappone: festa nazionale per il compleanno dell'Imperatore

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Giovedì 19	Italia	Bilancia commerciale extra-Ue	novembre	1979 mln	2100 mln
		ISAE – Indice fiducia consumatori	dicembre	109,8	109,5
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	novembre	0,8% m/m;6,0% a/a	0,1% m/m;4,6% a/a
		Fabbisogno settore statale	novembre	-£ 2,53	£ 6,6 mld
	Area Euro	Produzione industriale	ottobre	-0,2% m/m;-0,7% a/a	-0,6% m/m;-0,1% a/a
Venerdì 20	Germania	Prezzi al consumo (Laender) [Ⓐ]	dicembre	-0,4% m/m;1,1% a/a	0,2% m/m;1,2% a/a
		Prezzi al consumo armonizzati (prel.)	dicembre	-0,5% m/m;1,0% a/a	0,2% m/m;1,1% a/a
		Prezzi alla produzione	novembre	0,3% m/m;0,3% a/a	-0,2% m/m;0,4% a/a
	Francia	Prezzi al consumo armonizzati (def.)	novembre	0,2% m/m;1,9% a/a	-0,1% m/m;2,1% a/a
		Spesa per consumi	novembre	1,0% m/m;2,3% a/a	-0,1% m/m;2,4% a/a
	Italia	Ordini industriali	ottobre	0,5% m/m;10,0% a/a	0,3% m/m;1,9% a/a
		Fatturato industriale	ottobre	1,5% m/m;4,0% a/a	0,5% m/m;1,7% a/a
		Prezzi al consumo (12 città) [Ⓐ]	dicembre	0,3% m/m;2,8% a/a	0,1% m/m;2,8% a/a
Lunedì 23	Italia	Tasso di disoccupazione	ottobre	9,1%	9,0%
	Regno Unito	Pil	III tr. 02	0,8% m/m;1,8% a/a	0,8% m/m;1,8% a/a

STATI UNITI E GIAPPONE

Giovedì 19	Stati Uniti	Richieste sussidi di disoccupazione	14 dic.	441.000	405.000
		Indicatori anticipatori [Ⓐ]	novembre	0,0%	0,6%
		Indice Fed. di Philadelphia [Ⓐ]	dicembre	6,1	4,7
Venerdì 20	Giappone	Indice settore terziario	ottobre	-0,1% m/m	-0,2% m/m
	Stati Uniti	Pil (rev.)	III tr. 02	4,0% a/a	4,0% a/a
		Deflatore del Pil (rev.)	III tr. 02	1,0% a/a	1,0% a/a
Lunedì 23	Stati Uniti	Redditi personali	novembre	0,1%	0,3%
		Consumi personali	novembre	0,4%	0,6%
Martedì 24	Stati Uniti	Ordinativi beni durevoli	ottobre	2,4% m/m	-0,5% m/m
		Ordinativi beni durevoli (escl. trasporti)	ottobre	1,6% m/m	1,4% m/m
Venerdì 27	Stati Uniti	Vendita nuove case	novembre	1.007.000	980.000