

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

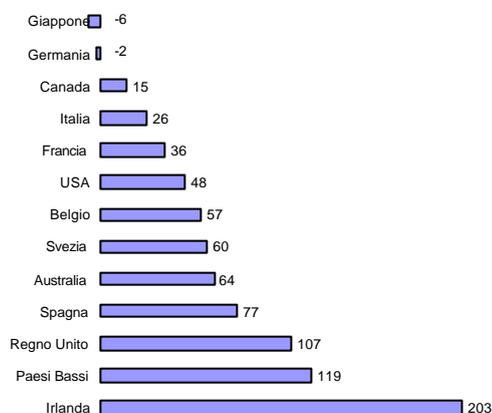
**11 marzo 2003**  
**n. 9 - 2003**

**Coordinamento:**  
**Giovanni Ajassa**  
*capo economista*  
☎ 06 4702 8414  
[giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto: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

VARIAZIONE DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI IN ALCUNI PAESI  
EUROPEI (var % annue dal 1995 al 2002)



Fonte: The Economist

- ✓ Il mercato immobiliare continua a far registrare incrementi sostenuti delle quotazioni in tutti i paesi industrializzati. Nel corso del 2002 Regno Unito, Australia, Spagna e Irlanda hanno osservato aumenti dei prezzi a due cifre. Il rischio dello scoppio di una bolla immobiliare appare però piuttosto limitato.
- ✓ Il mercato mondiale dell'arte ha un valore stimato in 27 miliardi di euro. Il 55% delle transazioni fa capo agli Stati Uniti. L'incerta evoluzione economica e l'andamento negativo dei mercati finanziari rilanciano gli acquisti di oggetti artistici come beni rifugio.
- ✓ Un recente studio della SEC analizza la posizione delle agenzie di rating nello scenario post-Enron. In evidenza i problemi relativi alle barriere all'entrata e ai conflitti di interesse.
- ✓ Le iniziative della Commissione europea e le decisioni recenti del CICR contribuiranno a rendere più trasparente il rapporto tra banca e clienti. Intanto, i dati congiunturali confermano la vivacità del credito alle famiglie e il buon andamento dei conti correnti.

## UNGHERIA: UNA DISCIPLINA RIGOROSA PER CONQUISTARE L'EURO

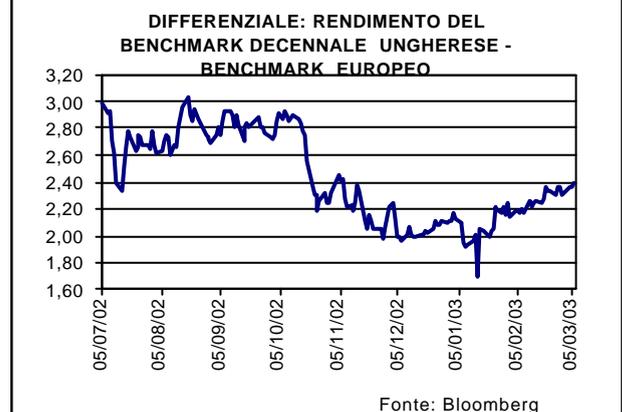
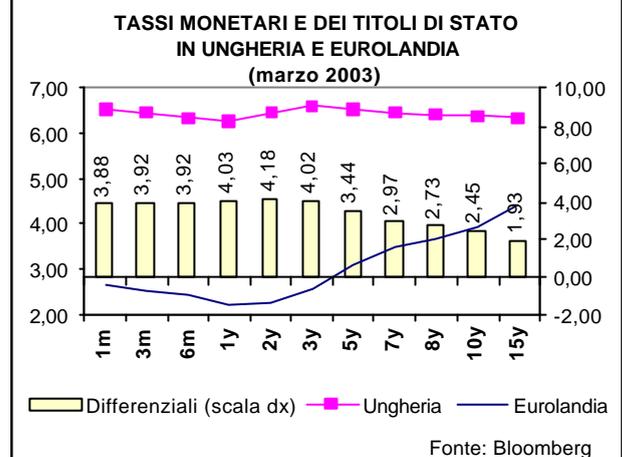
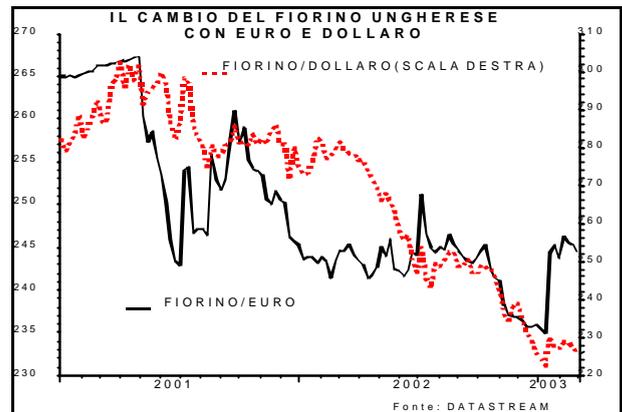
A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com)

- Il governo di ispirazione socialista emerso dalle elezioni di aprile 2002 ha confermato tra i suoi obiettivi prioritari una rapida adozione dell'euro: forse entro il 2008, dopo l'ingresso nell'Unione europea (Ue) nel 2004.
- Ulteriori tagli di inflazione e deficit rimarranno il "leit motive" della politica economica ungherese
- Un'accelerazione della crescita economica nel 2003 potrebbe trovare supporto in investimenti infrastrutturali, ma non essere agevolata dal mix di politiche monetaria e fiscale rigoroso.

Dopo il collasso dell'URSS nel 1991, L'Ungheria ha saldato i legami politici ed economici con l'Europa occidentale ed è entrata a far parte della NATO nel 1999. Tra i partner commerciali più stretti figurano la Germania, l'Austria, l'Italia e l'Olanda. La Russia fornisce energia all'Ungheria. Tra le produzioni di spicco si annoverano apparecchi elettrici di precisione, parti di autoveicoli e motori, costruzioni e telecomunicazioni sviluppate con l'utilizzo di tecnologia importata.

Le elezioni parlamentari dell'aprile 2002 hanno dato vita a un esecutivo di ispirazione socialista guidato da Peter Medgyessy, che segue un quadriennio di governo del centro-destra. La nuova leadership si è impegnata a portare l'Ungheria nella Ue e a creare le condizioni ideali per sostituire l'euro al fiorino. Questo implica politiche fiscali restrittive che dovranno tagliare il deficit/Pil lievitato al 9,3% nel 2002 sulla scia di spese anti-cicliche e pre-elettorali. Nel 2001-2002 l'Ungheria non è sfuggita al rallentamento economico globale che ha indotto un calo dell'export magiaro, accentuato dal rafforzamento del fiorino. Il governo si trova di fronte alla difficile situazione di contenere il deficit/Pil, che intende tagliare al 4,5% nel 2003 e al 3% nel 2004, trovando contemporaneamente nuove forme di finanziamento per ammodernare le infrastrutture. Il supporto popolare a una rapida adozione dell'euro dà all'esecutivo la forza politica per concretizzare i tagli di spese necessari all'aggiustamento fiscale. D'altra parte, per trovare risorse utili a finanziare lo sviluppo il governo ipotizza di accelerare le privatizzazioni, con le banche in prima linea. Si progetta la privatizzazione di PostaBank, della FHB, della Konzum Bank, poi toccherà alla compagnia aerea di bandiera, alle poste e ai gestori del gas ed elettricità. L'esecutivo ungherese ha anche approvato un programma di sviluppo della rete stradale con un costo previsto in circa 4,48 miliardi di euro, finanziati con il concorso dello Stato, della Bei, della Bers, di istituzioni finanziarie locali e di fondi Ue. Tra il 2004-2006 saranno resi disponibili per l'Ungheria 3 miliardi di euro di fondi strutturali Ue destinati allo sviluppo infrastrutturale. Un'accelerazione economica nel 2003-2004 troverà sostegno negli investimenti infrastrutturali, ma sarà limitata da un mix di politiche monetaria e fiscale rigorose e finalizzate ad una rapida adozione dell'euro, per cui si indica il 2008.

La Banca centrale ungherese (Bcu) è intervenuta con decisione per stroncare un eccessivo rafforzamento della divisa nazionale. Il fiorino è agganciato all'euro, contro cui è stata stabilita una parità centrale a 276,1 fiorini per 1 euro. La divisa può oscillare intorno a questa parità senza superare il 15% in più o in meno, vale a dire i livelli di 317 e 234,69. Forti afflussi di capitali e pressioni speculative hanno tentato di forzare il limite di 234,69 fiorini. La Bcu ha deciso di impedire la rivalutazione tagliando drasticamente i tassi a metà gennaio, quando il rendimento overnight e quello a 2 settimane sono stati piegati rispettivamente al 3,5 e al 6,5%, e intervenendo sul mercato aperto con massicci acquisti di euro. Una volta arginata la speculazione, la Bcu si è nuovamente rivolta all'inflazione, risultata superiore al 5% nella media del 2002 e al 4,8% a dicembre, l'obiettivo è di riportarla entro il target fissato tra il 2,5%-4,5%. Il 25 febbraio 2003, la Bcu ha iniziato a rialzare il tasso overnight al 5,5% e potrebbe accentuare la manovra restrittiva, fiorino permettendo.



Ungheria	2000	2001	2002*	2003p
Popolazione in milioni	10,0	9,96		
Pil pro-capite in \$	4.657	5.212		
Pil reale (var a/a)	5,2	3,8	3,3	3,7
Prezzi al consumo (var. a/a)	9,8	9,2	5,3	4,7
Saldo di parte corrente/Pil (%)	-2,3	-1,5	-5,1	-3,6
Deficit/Pil (%)	-3,5	-4,7	-9,3	-4,5
Debito/Pil (%)	54,9	51,9		
Fiorino/\$	282,4	286,7	257,7	226,1
Fiorino/euro	260,1	256,6	242,9	238,7

**Rating sul debito a lungo t.** Moody's S&P FITCH R&I  
in valuta straniera (Bloomberg) A1 A- A- A-

(\*): Ultime stime, in alcuni casi dato definitivo

Fonte: IIF, Commissione europea, Datastream, Bloomberg

## I RATING ALL'ESAME DELLA SEC

P. Verduci ☎ 06-47027281 – [paola.verduci@bnlmail.com](mailto:paola.verduci@bnlmail.com)

- Il rischio reputazione è alla base del modello di funzionamento delle agenzie di rating, ma l'esteso utilizzo dei rating a fini regolamentari può trasformarle in garanti di "licenze".
- Sotto esame è la presenza di potenziali conflitti d'interesse derivanti dal fatto che gli emittenti pagano per i rating emessi e dalla vendita di altri servizi accessori.

"Una sconcertante negligenza": così viene definito in uno studio del Senato americano, presentato ad ottobre del 2002, il comportamento delle agenzie di rating ("agenzie") all'indomani del fallimento della Enron Corporation. Le tre principali agenzie hanno infatti sottratto alla Enron il rating di "investment grade" solo il 28 novembre del 2001, appena quattro giorni prima della dichiarazione di bancarotta.

Non si tratta dunque di disonestà, ma di mancanza del rigore necessario nell'analisi della situazione finanziaria di una società con una struttura così complessa quale quella di Enron. Così il Senato americano assolve parzialmente le agenzie.

Come prescritto dalla legge Sarbanes-Oxley, la Security and Exchange Commission (SEC) ha pubblicato il 24 gennaio 2003 uno studio sulle agenzie di rating, che approfondisce il ruolo delle stesse, la rilevanza dei rating per gli investitori, la presenza di barriere all'entrata e l'esistenza di conflitti di interesse.

Il mercato dei rating è dominato da tre agenzie che godono dello status di "nationally recognized statistical rating organization" (NRSRO). L'utilizzo di tale termine risale al 1975 quando fu introdotto dalla SEC, esclusivamente a fini regolamentari per il calcolo del capitale netto degli operatori finanziari, senza che però fossero stabiliti degli standard specifici per la determinazione di tale status.

Attualmente per diventare una NRSRO un'agenzia deve richiedere alla SEC una dichiarazione per iscritto che la stessa non procederà contro operatori finanziari che considereranno tali rating come emessi da un'agenzia riconosciuta ("no-action letter process").

Il criterio più importante affinché la SEC possa garantire lo status ufficiale di NRSRO è che l'agenzia sia ampiamente accettata dagli operatori degli Stati Uniti quale emittente di rating "autorevoli e affidabili". Soggette a valutazione sono anche la disponibilità di risorse finanziarie, l'indipendenza dalle società oggetto di rating, la numerosità e l'esperienza degli analisti. Nonostante una proposta di regolamentazione nel 1997, la SEC non ha mai emanato regole definitive lasciando nel vago i criteri di determinazione.

Le agenzie riconosciute dalla SEC nel 1975 furono tre: Moody's Investor Service (1909), Standard and Poor's Division della McGraw-Hill Companies (S&P, 1916) e Fitch (1924). Altre, che successivamente sono state riconosciute NRSRO, sono state oggetto di acquisizione o di fusione ad opera delle prime. Ma il 24 febbraio 2003, dopo 12 anni, la SEC ha rilasciato l'ultima no-action letter con la quale ha finalmente riconosciuto una quarta agenzia di rating, la canadese Dominion Bond Rating Service Limited.

Nel tempo l'influenza delle agenzie sui mercati finanziari si è accresciuta notevolmente a seguito dell'aumento del numero e della complessità degli strumenti finanziari. Il ruolo delle agenzie di rating è quello di assegnare ad una certa data un merito di credito all'emittente, valutando la probabilità di rimborso nei tempi previsti.

Dalle valutazioni delle agenzie dipende l'accesso degli emittenti ai mercati ed il relativo costo del capitale, la struttura delle transazioni e i limiti di investimento. I rating sono infatti utilizzati dagli emittenti all'atto del collocamento di titoli di debito, dagli investitori istituzionali, dai broker e dai dealers, a fini regolamentari e di recente sono stati inseriti fra le clausole contrattuali (c.d. "ratings triggers"). Di rilevante importanza è l'accordo di Basilea, che prevede l'utilizzo dei rating esterni come misura della rischiosità del portafoglio degli istituti finanziari.

Uno degli aspetti più rilevanti è la presenza di potenziali conflitti d'interesse derivanti dal fatto che gli emittenti pagano per i rating emessi. Inoltre tali conflitti risultano aumentati quando le NRSRO vendono anche altri servizi accessori. Poiché le agenzie hanno un elevato potere di mercato potrebbero in modo non corretto fare pressioni sugli emittenti sia ai fini dell'emissione dei rating sia della vendita di servizi accessori. Preoccupazioni legittime se si considera che il 90% del fatturato delle agenzie è costituito da commissioni.

Inizialmente le agenzie si finanziavano unicamente con gli abbonamenti dei sottoscrittori, cioè degli utilizzatori, ma da metà degli anni '70 le commissioni furono spostate sugli emittenti sia per le difficoltà a limitare l'accesso ai rating solo ai sottoscrittori, sia per la necessità di un'analisi sempre più accurata e approfondita degli emittenti. Attualmente le commissioni sono pagate dagli emittenti e variano al variare della dimensione e della tipologia dell'emissione.

Un modello basato su commissioni pagate dall'emittente incorpora naturalmente un conflitto di interesse che però alle stesse agenzie conviene gestire per evitare crisi di reputazione attraverso la creazione di comitati di rating, l'imposizione di limiti all'investimento e con un sistema di commissioni fisse. Inoltre ciascun emittente in media contribuisce a meno dell'1% dei ricavi e il compenso degli analisti è indipendente dal livello di commissioni pagate dall'emittente, ma si basa sull'accuratezza dei rating emessi.

Più delicata è la questione della vendita di servizi accessori, seppur rappresentante una parte limitata dei ricavi. Si tratta dei servizi di "rating assessment" (impatto di un'operazione o di un evento sul rating), di risk management e di consulenza. Si tratta di un conflitto analogo a quello già emerso per le società di revisione che offrono anche servizi di consulenza e per gli analisti finanziari delle banche di investimento. Inoltre a prescindere dal fatto che effettivamente la vendita di servizi accessori possa influenzare i rating, comunque gli emittenti potrebbero essere indotti ad acquistare tali servizi nel timore che altrimenti il rating possa essere peggiore (o nella speranza che possa essere migliore).

### Default di società con rating *investment grade* nell'anno precedente il default

Società	Rating 1 anno prima del default	Titoli emessi (in milioni di \$)
AT&T Canada, Inc.	Baa3	2.960
Banco Commercial S.A.	Baa3	220
Banco de Montevideo S.A.	Baa3	300
Covanta Energy Corporation	Baa2	249
Duty Free International, Inc.	Baa2	115
Energy Group Overseas B.V.	Baa1	500
Genuity, Inc.	Baa2	2.000
Intermedia Communications Corp.	Baa2	3.122
Kmart Corporation	Baa3	2.481
Marconi Corporation, Plc	Baa2	3.272
MCI Communications Corporation	A3	2.640
NRG Energy, Inc.	Baa3	2.455
NRG Northeast Generating LLC	Baa3	750
NRG South Central Generating LLC	Baa3	800
Petroleum Geo-Services ASA	Baa3	1.460
PG&E National Energy Group, Inc.	Baa2	1.000
Qwest Capital Funding, Inc.	Baa1	12.903
Teleglobe Inc.	Baa1	1.224
TXU Eastern Funding Company	Baa1	2.136
TXU Europe, Ltd.	Baa1	150.000
<b>WorldCom, Inc.</b>	<b>A3</b>	<b>23.245</b>

Fonte: Moody's Investor Service

## ARTE, RIFUGIO DI GUERRA

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

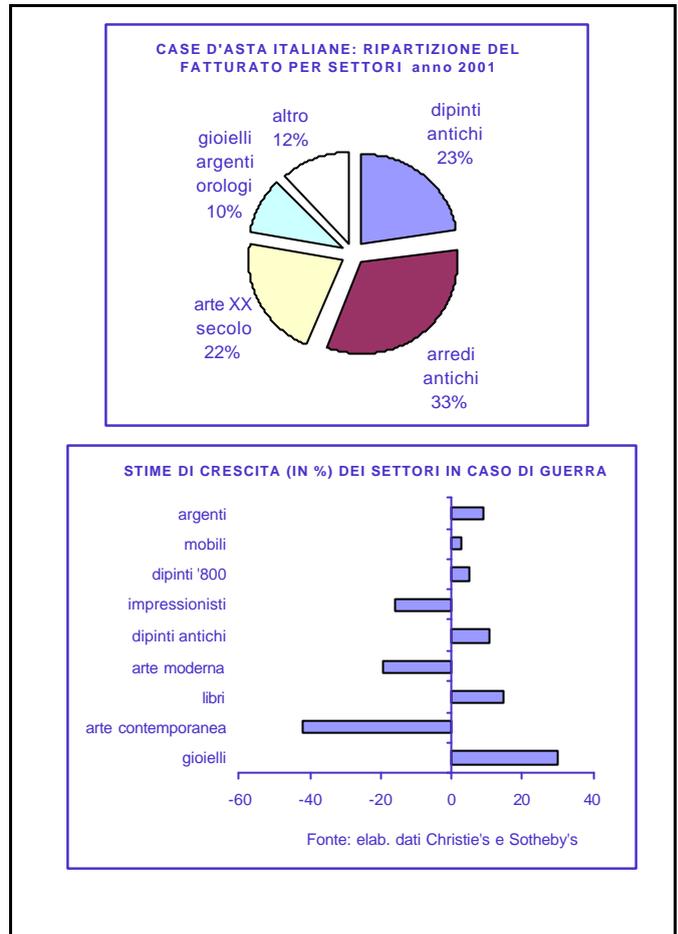
- Il mercato mondiale di arte ha un valore stimato in 27 miliardi di euro dei quali il 55% a totale appannaggio degli Stati Uniti. In Italia, la dimensione del mercato dovrebbe aggirarsi intorno ai 500 milioni di euro di cui il 30% è controllato dalle case d'asta.
- L'incerta evoluzione economica e l'andamento negativo dei mercati finanziari spingono gli investitori a cercare alternative nei beni rifugio. E' in sensibile aumento il numero di coloro che preferiscono la sicurezza di un quadro d'autore alla volatilità delle azioni.

Lontani i tempi in cui i grandi artisti svendevano o regalavano i loro dipinti, oggi intorno al mondo dell'arte si è creato un mercato con cifre vertiginose: il volume d'affari a livello mondiale ammonterebbe a 26,7 miliardi di euro dei quali il 55% ad appannaggio degli Stati Uniti e il restante 45% alle transazioni concluse in Europa, dove è primo, per importanza, il mercato britannico. In Italia, la dimensione del mercato dovrebbe aggirarsi intorno ai 500 milioni di euro di cui il 30% è controllato dalle case d'asta. Nel 2001, sul fatturato globale delle società di vendite pubbliche (intorno ai 140 milioni di euro) il 56,1% è stato realizzato da dipinti e arredi antichi. L'arte moderna e contemporanea ha registrato anch'essa un notevole successo con circa 30 milioni di euro totalizzati, però, in meno battute Christie's e Sotheby's hanno venduto 14 milioni di euro di opere d'arte moderna e contemporanea in sole 4 aste. L'ottimo andamento delle vendite di opere del XX secolo si è confermato nel 2002 e il dato saliente è che l'arte del dopoguerra sta soppiantando - per quotazioni e vendite - quella della prima metà del secolo, nonché l'Ottocento impressionista, tradizionalmente settore trainante nelle aste.

Il settore dell'arte non è tuttavia rimasto immune alla crisi dei mercati azionari internazionali. Il primo semestre del 2002 si è chiuso, per le case d'asta italiane, con un fatturato totale di 64 milioni di euro, 13 in meno rispetto al 2001. La flessione maggiore è stata registrata dal comparto dei dipinti e disegni antichi (-34%), seguito dal -19,5% dei mobili e arredi. Più contenuti sono risultati i cali per gioielli, orologi e argenti (-4,2%) e per l'arte moderna e contemporanea (-3,2%). In controtendenza, libri e stampe antiche che hanno segnato un incremento del 5,3%. Più che a una crisi del mercato il calo del fatturato è da attribuire a un'offerta modesta per qualità e per quantità di opere in vendita. L'interesse verso le opere d'arte e l'antiquariato da parte del pubblico italiano e internazionale registra infatti un *trend* di continua crescita. L'incerta evoluzione economica e l'andamento negativo dei mercati finanziari spingono gli investitori a cercare alternative nei beni rifugio e l'opera d'arte, come tale, offre valide prospettive in quanto non passa di moda, non si deprezza, acquisisce valore nel tempo.

Non più privilegio di collezionisti e appassionati, l'acquisto di oggetti d'arte si è allargato oggi anche al semplice risparmiatore senza bisogno di coinvolgere cifre astronomiche. Secondo la sede italiana di Sotheby's, le vendite di dipinti, sculture, grafiche avvenute nelle loro aste lo scorso anno hanno fatto registrare un aumento del 20% rispetto al 2001. L'importante in questa forma di investimento sono i criteri di scelta dell'opera in cui investire: la qualità di esecuzione deve essere ottima, il soggetto interessante, lo stato di conservazione perfetto. Molto importanti sono, inoltre, la certezza della provenienza e che l'opera sia una tappa significativa nel percorso stilistico dell'artista. Ma quanto rende un investimento in opere d'arte? Difficile a dirsi. Tra le varie stime vi sono quelle che propendono per un guadagno annuo dello 0,55% più del tasso di inflazione. Altri esperti calcolano un rendimento annuo molto superiore, fino al 15%. La mancanza di un dato oggettivo dipende dalla difficoltà di analizzare un bene che sfugge alle regole classiche dell'economia. Il comparto dell'antico, ad esempio, segue una logica di scambi meno speculativa mentre il mercato del contemporaneo è più volatile e, a fronte di cifre più contenute, può far realizzare notevoli guadagni e altrettante perdite secche.

Se il rendimento delle opere d'arte è assicurato sul medio e lungo periodo, sul breve periodo diventano determinanti altri fattori legati alla contingenza. Il mercato dell'arte regge bene, anzi si rafforza, in presenza di crisi finanziarie ma risente di quelle a carattere economico. Nel 1987 rispose infatti in modo clamoroso alla caduta di Wall Street, culminando col picco del '90, ma nulla poté durante la grande Depressione del '29 o nelle più recenti crisi del '73, (crisi petrolifera) e dei primi anni '90 (Guerra del Golfo): nei casi di calo dei consumi, i beni di lusso sono i primi a risentirne. In caso di conflitto, i settori che dovrebbero mostrare la maggiore tenuta sarebbero gioielli, libri, dipinti dell'800, mobili e argenti.



## IMMOBILIARE: IN ATTESA DELLE SORTI DELLA BOLLA

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

- Il mercato immobiliare continua a far registrare incrementi sostenuti delle quotazioni in tutti i paesi industrializzati. Nel corso del 2002 Regno Unito, Australia, Spagna e Irlanda hanno osservato aumenti dei prezzi a due cifre.
- Il rischio dello scoppio di una bolla immobiliare appare ancora piuttosto limitato, e circoscritto ad alcune località degli Stati Uniti. Un discorso a parte merita il Regno Unito, in cui le quotazioni appaiono determinate quasi esclusivamente dalle condizioni della domanda.

Nel corso del 2002 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti. Dopo quattro anni di aumento ininterrotto, ancora a dicembre 2002 Regno Unito, Australia, Spagna e Irlanda hanno conosciuto aumenti a due cifre e in generale le quotazioni risultano in crescita in tutti i principali paesi industrializzati. A fine anno solo Germania e Giappone registravano variazioni tendenzialmente negative: rispettivamente pari a -3,3% a/a (dopo una crescita modesta dell'1,8% a/a del 2001) e -4,7% a/a (dopo il -4,3% dell'anno precedente).

In un tale contesto, la possibilità che le elevate quotazioni nascondano una vera e propria "bolla" diviene un importante oggetto di indagine. D'altro canto, come da più parti sottolineato, definire una bolla (immobiliare o finanziaria) è operazione alquanto ardua, poiché talvolta è difficile distinguerla da una normale fase di ascesa del ciclo. In una bolla speculativa i forti rialzi dei prezzi non sono suffragati da dati realistici e verificabili, ma appaiono guidati soprattutto da aspettative di ulteriori rialzi. Infine, soprattutto nell'ultima fase del rigonfiamento, gli aumenti risultano spesso in contrasto con l'andamento dei dati reali disponibili. Questi ultimi due elementi, in particolare, fanno sì che scoprire con sicurezza l'esistenza di una bolla è praticamente impossibile prima che questa scoppi. Esistono tuttavia indicatori cui è possibile far riferimento; limitatamente al mercato immobiliare, si osserva come nel lungo periodo le principali determinanti dell'andamento dei prezzi siano il reddito reale, il tasso di crescita della popolazione, i tassi di interesse a lunga, l'andamento del mercato azionario (anche se spesso il segno di questa relazione risulta variabile) e infine l'offerta di case. Un persistente scostamento delle quotazioni dal trend di lungo periodo così determinato può rappresentare un utile campanello di allarme, a meno che, chiaramente, la deviazione non coincida con una modifica strutturale del mercato.

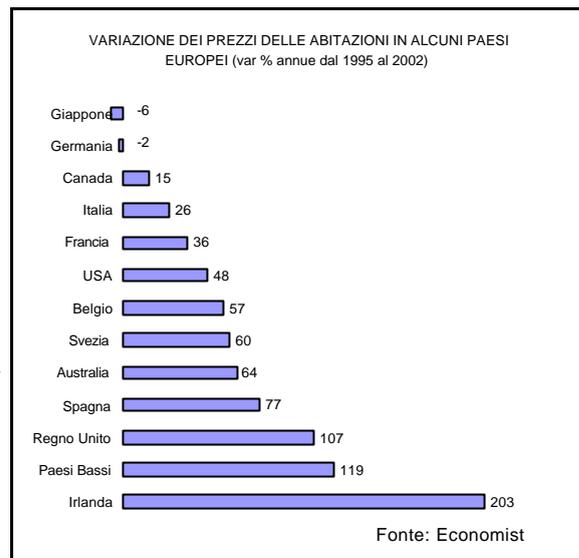
In generale, a livello globale ancora oggi non sembrano esservi minacce concrete di scoppio della bolla immobiliare. Negli Stati Uniti il mercato va gradualmente rallentando: nonostante la cifra record di 6,4 milioni di passaggi di proprietà registrata nel corso del 2002, i prezzi nell'ultimo anno sono saliti solo del 7% (un rallentamento notevole rispetto al triennio precedente), inoltre, si osserva un ulteriore decelerazione nei mesi più recenti. Lo sgonfiamento non dovrebbe peraltro risultare drammatico, o comunque è poco probabile che esso abbia portata nazionale; semmai è verosimile che alcuni problemi si abbiano a livello locale.

Tra tutti i paesi a "rischio bolla" quello più esposto sembra il Regno Unito, dove negli ultimi tre anni i prezzi delle abitazioni risultano aumentati di oltre il 50% (25% nel solo 2002). Recenti studi hanno rilevato alcune particolarità nel mercato immobiliare britannico, come il fatto che in questo paese il livello dei prezzi delle abitazioni sia determinato in modo preponderante dalle condizioni della domanda, mentre risulterebbero quasi ininfluenti il livello dell'offerta o i costi di costruzione. In particolare, nel Regno Unito i prezzi delle abitazioni sembrerebbero caratterizzati da una elasticità al reddito tra le più elevate nell'ambito dei paesi industrializzati. Si è osservato come questa elevata elasticità sia correlata positivamente con la percentuale di valore delle abitazioni finanziabile attraverso mutuo bancario, che in questo paese è tra le più significative, e che sarebbe alla base della forte connotazione speculativa del mercato immobiliare britannico.

In generale, tuttavia, le analisi empiriche condotte non sembrano fornire certezze circa l'imminenza, nel Regno Unito, di un concreto rischio di scoppio della bolla immobiliare: l'aumento dei prezzi (in parte rientrato) ha mostrato un marcato scostamento dal trend di lungo periodo solo nella prima parte del 2002; nella media degli ultimi tre anni, lo scostamento è stato invece inferiore rispetto a quello registrato durante il picco dell'ultimo boom del mercato immobiliare degli anni Ottanta.

Tra i paesi in cui maggiore è stato l'incremento delle quotazioni delle abitazioni spicca anche la Spagna (+17% a/a circa nel corso del 2002 e prezzi praticamente raddoppiati in alcune zone di Madrid e Barcellona). In generale, l'opinione comune è che il paese non sia a rischio, anche perché rispetto al precedente boom degli anni Novanta i tassi di interesse sono notevolmente più bassi. Anche in Irlanda i prezzi delle abitazioni hanno conosciuto incrementi a due cifre: +11% a/a nel 2002, ma in questo caso l'incremento appare in parte giustificato da fattori reali, tra cui soprattutto un notevole aumento della domanda di abitazioni da parte degli statunitensi: l'Irlanda è infatti il paese europeo di lingua inglese più vicino agli Stati Uniti, e per questo motivo molte aziende americane hanno deciso di stabilirvi uffici di rappresentanza e filiali europee; ciò ha determinato una carenza di offerta che ha penalizzato soprattutto i residenti.

In definitiva, considerando anche il mercato italiano e quello francese (rispettivamente +8,9% a/a e +8,4% a/a nel 2002), il rischio di uno scoppio della bolla immobiliare globale appare molto limitato. Esso risulta semmai più probabile in alcune città statunitensi. Leggermente più concreta appare forse la possibilità che ciò si verifichi nel Regno Unito, anche se esistono ancora fattori di sicurezza: in primo luogo il leggero rallentamento registrato dai prezzi negli ultimi mesi; in secondo luogo il fatto che, sebbene la stragrande maggioranza dei mutui contratti sia a tasso variabile, i tassi sono a livelli molto bassi e non ci si attende che crescano nel breve periodo.



## IL CREDITO SI FA PIU' TRASPARENTE

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

- In Italia a gennaio 2003 si rileva una più vivace la crescita degli impieghi vivi (6,4% a/a) rispetto ai mesi precedenti. A sostenere la crescita dell'aggregato sono esclusivamente gli impieghi a medio e lungo termine (12% a/a).
- Recenti provvedimenti presi per iniziativa della Commissione europea, delle banche e delle associazioni dei consumatori insieme a nuove disposizioni normative delle autorità creditizie tendono a migliorare il rapporto banca-cliente proponendo aggiornate regole di trasparenza.
- Rallenta leggermente la corsa dei depositi in conto corrente (+7,6%).

L'ultimo comunicato stampa della Banca d'Italia, che riporta i primi dati degli aggregati bancari per il 2003, conferma una graduale ripresa degli impieghi vivi (+6,4% a/a) e una decisa decelerazione nei depositi. Il trend crescente degli impieghi continua ad essere guidato esclusivamente dagli impieghi a m/l termine che hanno raggiunto un tasso di crescita record (12% a/a), un'intensità che si ritrova solamente nel 2000. L'incremento degli impieghi a breve rimane su livelli molto bassi (+0,9% a/a) anche se mostra una modesta accelerazione rispetto ai mesi precedenti nei quali si erano registrate variazioni tendenziali negative.

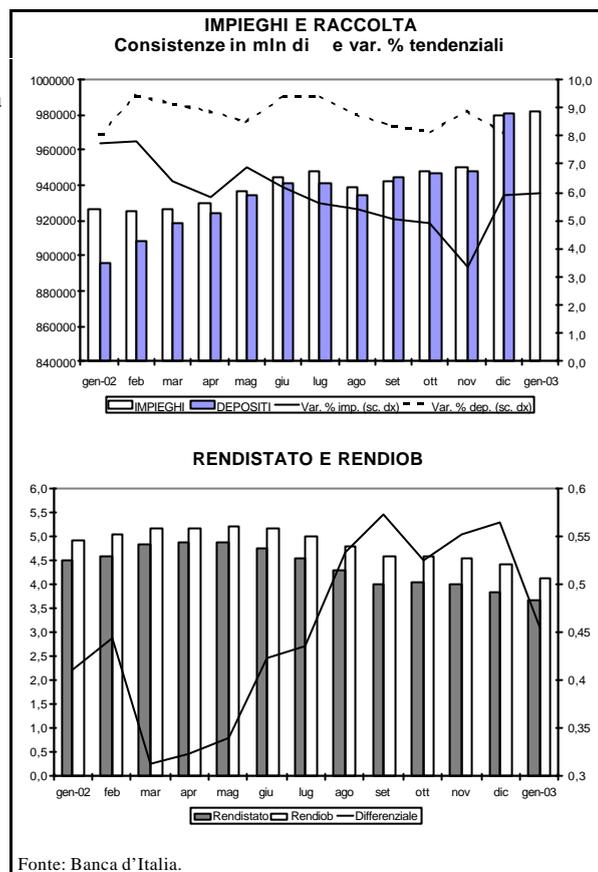
Nell'area euro, nonostante l'eccedenza di liquidità, perdura la debole dinamica dei prestiti influenzata dal clima di incertezza che grava sulla congiuntura ancora di recente testimoniata dal profilo flettente dell'indicatore del "clima economico" rilevato dalla Commissione europea. La sostanziale stabilità del tasso di crescita dell'aggregato su livelli piuttosto contenuti riflette le preoccupazioni degli imprenditori riguardo il prossimo futuro, evidenziate anche dal profilo flettente (+5,1% a/a in Italia e +3% a/a nell'area euro, entrambi a gennaio ultimo dato disponibile per il confronto). Pur in presenza di più caute politiche di credito in considerazione dell'elevato numero di insolvenze e fallimenti, il rallentamento sembra più attribuibile alla debolezza della domanda che non al restringimento nella concessione di finanziamenti.

In questo contesto si distinguono, in Italia, i finanziamenti alle famiglie, che riportano le dinamiche più vivaci (+9,8% a/a) rispetto agli altri settori istituzionali. Si consolida infatti la crescita dei prestiti destinati all'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie (+22,7% a/a), coperti da garanzie reali, nonché l'incremento del credito al consumo (+20% a/a). Gli analoghi aggregati nell'area euro evidenziano dinamiche più moderate (al 7,5% a/a e al +5,2% a/a nel terzo trimestre dell'anno passato).

A beneficio della clientela interessata alla richiesta di mutui e nell'ottica di una maggiore trasparenza delle condizioni proposte, dal mese di settembre 2002, in seguito alla collaborazione tra Commissione europea, associazioni bancarie dei vari stati e associazioni dei consumatori, è stato adottato un "prospetto informativo europeo standardizzato" (ESIS, European Standardised Information Sheet) cui hanno aderito circa 600 banche. Tale modulo consente alla clientela il confronto tra le offerte dei diversi istituti di credito presentate in forma omogenea con l'indicazione dei tassi applicati, delle spese accessorie (una tantum e ricorrenti) e dei costi relativi all'estinzione anticipata. Una importante novità è l'indicazione del Taeg ovvero il costo medio annuo comprensivo delle spese, previsto nella nostra normativa solo per il credito al consumo. Questa iniziativa precede di qualche mese una recente delibera del Ciar che obbliga gli istituti di credito, le finanziarie, gli sportelli postali e gli IMEL (istituti di moneta elettronica), dal prossimo ottobre, a fornire informazioni chiaramente dettagliate in merito ai diversi contratti sia di impiego che di deposito. Gli istituti dovranno indicare, con un apposito modello, tutti i costi e i rischi delle singole operazioni prima della stipula del contratto definitivo e la Banca d'Italia prossimamente individuerà le tipologie di operazioni per le quali sarà necessario fornire l'ISC (l'indicatore sintetico di costo) e il relativo metodo di calcolo. La delibera prevede anche l'obbligo di comunicare tempestivamente tutte le modifiche intervenute nel corso del contratto a svantaggio del cliente.

Per quanto riguarda le passività (riferite al mese di dicembre) si registra una decelerazione dei depositi bancari (+6% a/a) dopo il sostenuto ritmo di crescita che aveva contraddistinto il 2002. I conti correnti, che polarizzano l'attività di *funding* per oltre l'80%, crescono del 7,6% a/a (+11,3% a/a nella media 2002). Anche la dinamica delle obbligazioni rallenta, pur se con minore intensità rispetto ai depositi a vista, mantenendosi comunque a livelli significativi (+9,5% a/a). Rinnovata vivacità invece per i pronti contro termine che chiudono l'anno con un incremento del 17,6% a/a. Nel complesso la raccolta bancaria aumenta dell'8,1% un tasso di gran lunga superiore a quanto riportato nell'area dell'euro (+3,3% a/a). Al ritrovato equilibrio tra attività e passività gradualmente realizzatosi nel corso del 2002 ha contribuito anche il disinvestimento del portafoglio titoli (-10,3% a/a). Ne è derivata una parallela contrazione delle attività sull'estero (-6,8% a/a).

In gennaio il livello dei tassi di rendimento ha continuato a mostrare un andamento discendente, sia per le attività che per le passività, anticipando la riduzione del tasso di riferimento della Bce formalizzato agli inizi di marzo (al 2,5%). Il tasso medio sui prestiti è sceso al 5,54% (-12 centesimi rispetto a dicembre) e quello sui depositi all'1,20% (-10 centesimi). In flessione anche il rendimento delle obbligazioni bancarie (rendiob: 4,13%) in linea con l'analoga contrazione dei rendimenti sui titoli di stato (rendistato: 3,67%).



# I FONDI OBBLIGAZIONARI SOSTENGONO IL MERCATO

S.Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – [stefano.ambrosetti@bnlmail.com](mailto:stefano.ambrosetti@bnlmail.com)

Tasso annuo di crescita del patrimonio (rispetto all'anno precedente) ▼	Raccolta netta da inizio anno	Positiva	Performance da inizio anno	Negativa	Prospettive per il 2003	Moderatam. positive
---	-------------------------------	----------	----------------------------	----------	-------------------------	---------------------

- Il mercato italiano dei fondi comuni ha fatto segnare nei primi due mesi del 2003 una sostanziale tenuta del patrimonio gestito e una raccolta netta complessiva molto positiva (4,9 mld. di euro).
- Molto accentuato il ritorno di interesse verso i fondi obbligazionari che tornano a crescere in modo deciso dopo un 2002 deludente. Si conferma elevata la dinamica dei fondi di liquidità.
- La prudenza continua a guidare le scelte degli investitori. Il quadro politico-economico in atto non sembra creare le premesse per un ritorno alla stabile crescita dei listini azionari.

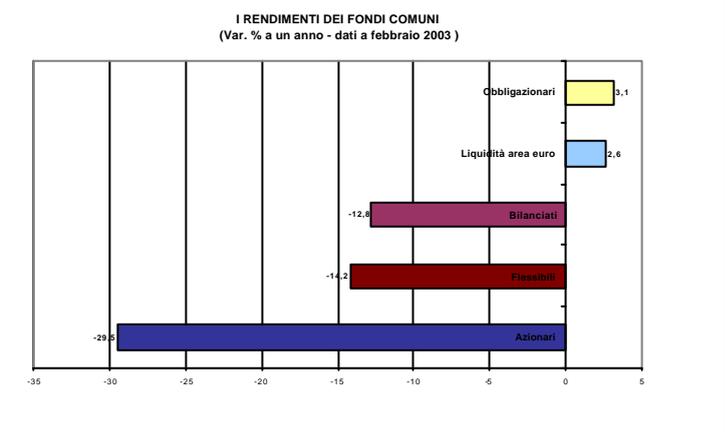
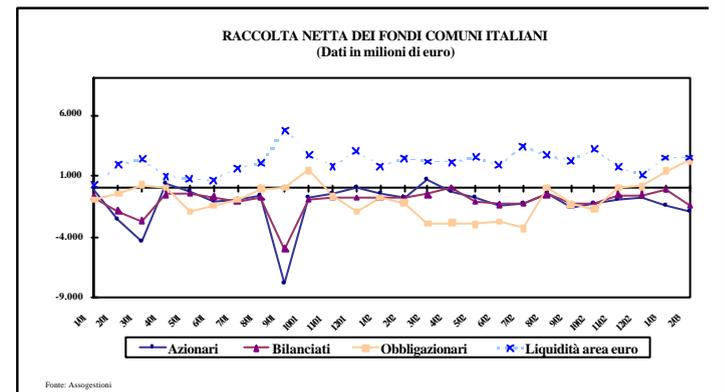
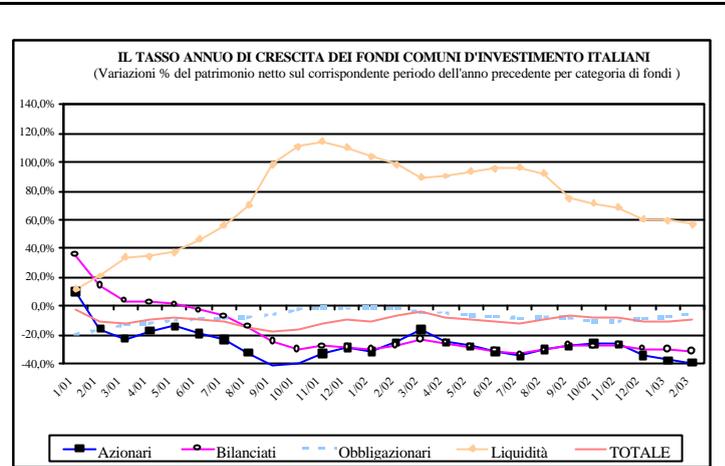
Il mercato italiano dei fondi comuni per il quinto mese consecutivo fa registrare una raccolta netta positiva. Il dato riferito a febbraio mostra un saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti pari a 2,7 miliardi di euro. I primi due mesi dell'anno nel complesso hanno consentito di recuperare ben 4,9 miliardi di euro di raccolta, compensando in buona parte il saldo negativo realizzato nel 2002 (-6,4 miliardi di euro).

Il patrimonio nel mese di febbraio è aumentato portandosi a 465,7 mld. di euro, su valori prossimi a quelli di fine 2002, ma in calo del 9% rispetto a febbraio 2002.

Le dinamiche prevalenti sul mercato sembrano ormai essersi stabilizzate. I risparmiatori continuano la fuga dai fondi azionari la cui raccolta netta non registra valori positivi dal mese di aprile dello scorso anno. In febbraio per gli azionari si è registrato un valore di raccolta pari a -2,8 mld. di euro che si aggiunge al -1,8 mld. di euro del mese precedente. Molto negativo anche il risultato dei fondi bilanciati (-1,7 mld. di euro) che, se si esclude settembre 2001, hanno fatto segnare il peggior risultato degli ultimi 24 mesi.

In questo quadro, oltre ai fondi liquidità che continuano a crescere su livelli molto elevati (+2,9 mld. di euro), brillano i fondi obbligazionari (+4,3 mld. di euro). Questi ultimi sembrano essere la vera novità del 2003. Dopo un 2002 difficile in cui la raccolta netta complessiva aveva fatto registrare un saldo pesantemente negativo (-18,4 mld. di euro), i primi due mesi dell'anno hanno mostrato un forte ritorno di interesse verso questo comparto che in soli due mesi ha raccolto 6,1 mld. di euro.

Le ragioni di questo successo sono facilmente spiegabili se si tengono in considerazione due fattori. In primo luogo l'incertezza del quadro politico-economico non sembra favorire a breve termine scenari di crescita economica sostenuta e un ritorno a elevati profitti per le imprese. Di conseguenza vengono a mancare alcuni dei presupposti necessari a un rialzo duraturo dei listini azionari. In secondo luogo le performance registrate dai vari comparti dei fondi comuni negli ultimi dodici mesi appaiono piuttosto eloquenti: a fronte di un rendimento medio negativo del -29,5% per i fondi azionari, del -12,8% per i fondi bilanciati e del -14,2% dei fondi flessibili, il comparto dei fondi di liquidità ha registrato un valore pari a +2,6% e quello obbligazionario del +3,1%. In attesa di sviluppi sul fronte politico economico appare difficile ipotizzare mutamenti di rotta nell'estrema cautela che regola le strategie degli investitori.



## LO SPECCHIO DELLA VOLATILITA'

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

L'ultimo affondo del tasso di disoccupazione (308.000 occupati in meno) all'economia statunitense rende ancor più intricata la via d'uscita dallo stallo congiunturale e mostra come le ragioni della crisi non siano imputabili esclusivamente al pretestuoso contesto geopolitico. Le perplessità macroeconomiche si riflettono amplificate sui mercati finanziari.

Al fine di individuare l'affidabilità del trend in atto e le reali potenzialità dei listini è necessario analizzare la dinamica del tasso di volatilità sottostante, depurando gli indici dalle incostanti oscillazioni di breve.

Paradossalmente, nonostante il clima internazionale ampiamente provato dal protrarsi dell'instabilità geopolitica, la volatilità registra invece un repentino riassorbimento, di nuovo in direzione dei minimi di periodo, avendo già esaurito il suo ultimo ciclo di espansione (cfr. primo grafico).

La significativa contrazione del parametro dai massimi assoluti di ottobre evidenzia come il mercato abbia avuto tutto il tempo necessario per assorbire adeguatamente gli shock esogeni - terrorismo internazionale, successiva preparazione bellica, militarizzazione dell'economia e rialzo del petrolio - in termini di aspettative.

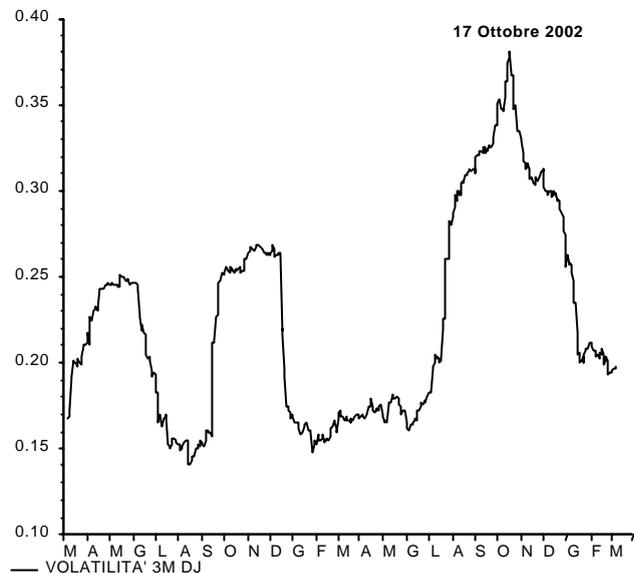
Lo studio della volatilità ha anche risvolti più operativi.

L'analisi combinata con l'indice sottostante (cfr. secondo grafico) svela infatti un andamento speculare, una sostanziale asimmetria con le decisioni di investimento.

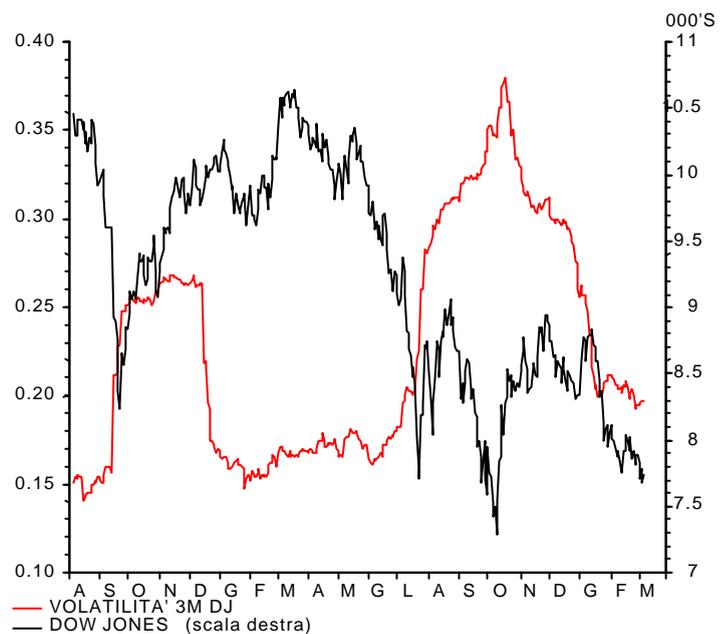
Nell'esempio, ai minimi fatti registrare dall'indice Dow Jones, soprattutto i più importanti relativi ad ottobre 2002, corrispondono i massimi in termini di volatilità, e viceversa.

Lo "specchio" che ne viene fuori rivela non solo le capacità previsionali ma anche le ottime doti interpretative degli umori di fondo del mercato svolte dal tasso di volatilità.

### Cicli di volatilità: rientro ai minimi



### Dow Jones e volatilità



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

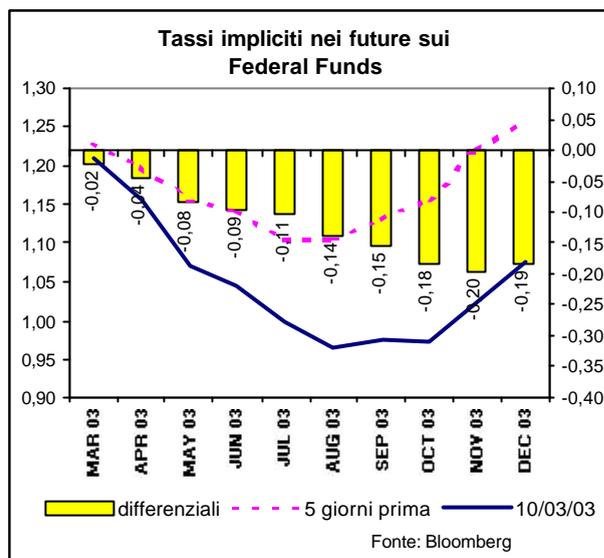
	Dati storici					Variazioni percentuali					
	7/3/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	15.982	17.116	16.567	23.387	29.834	28.094	-6,6	-3,5	-31,7	-46,4	-43,1
MIB 30	21.769	23.499	22.598	32.666	42.906	41.477	-7,4	-3,7	-33,4	-49,3	-47,1
DOW JONES IND.	7.740	7.891	7.864	10.525	10.646	11.358	-1,9	-1,6	-26,5	-27,3	-31,1
NASDAQ	1.305	1.338	1.282	1.882	2.292	4.131	-2,4	1,8	-30,6	-43,0	-68,1
STANDARD & POOR'S	829	841	830	1.158	1.283	1.455	-1,5	-0,1	-28,4	-35,4	-43,1
NIKKEI 225	8.144	8.363	8.448	11.648	13.786	18.934	-2,6	-3,6	-30,1	-40,9	-57,1
FTSE100	3.492	3.656	3.599	5.282	6.175	6.930	-4,5	-3,0	-33,9	-43,5	-49,1
CAC40	2.575	2.754	2.797	4.617	5.799	5.917	-6,5	-7,9	-44,2	-55,6	-56,1
DAX30	2.432	2.547	2.569	5.289	6.290	6.751	-4,5	-5,4	-54,0	-61,3	-64,1
MADRID	602	626	612	835	879	1.012	-3,9	-1,6	-27,9	-31,5	-40,1
SINGAPORE	1.226	1.274	1.285	1.794	1.896	2.583	-3,7	-4,6	-31,7	-35,3	-52,1
HONG KONG	8.907	9.123	9.151	11.188	14.870	17.370	-2,4	-2,7	-20,4	-40,1	-48,1
DJ EURO STOXX50	1.992	2.141	2.134	3.767	4.702	4.849	-6,9	-6,6	-47,1	-57,6	-58,1
MSCI WORLD	738	753	750	1.017	1.202	1.422	-2,0	-1,6	-27,4	-38,6	-48,1
MSCI EMU	104	112	112	191	233	243	-6,4	-6,6	-45,3	-55,2	-57,1
MSCI FAR EAST	1.533	1.560	1.574	1.994	2.572	3.605	-1,7	-2,6	-23,1	-40,4	-57,1
MSCI NORTH AMERICA	838	849	836	1.168	1.302	1.525	-1,3	0,1	-28,3	-35,7	-45,1

## 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, il Beige Book conferma una crescita economica debole e fragile, dove la domanda interna resta fiacca e il mercato del lavoro non da segni di risveglio. Il forte calo dell'occupazione di febbraio (-308.000 posti di lavoro) è risultato generalizzato a tutti i settori. Il tasso di disoccupazione, salito al 5,8%, resta storicamente basso, ma il numero delle persone senza lavoro da più di 27 settimane è salito al 20% del totale dei disoccupati, un livello che non si vedeva dalla recessione del 1990-91. Se alle preoccupazioni sull'occupazione si aggiunge il crollo della fiducia delle famiglie, il rallentamento del prezzo delle case e il rincaro dell'energia, si può ipotizzare una decelerazione dei consumi privati in un momento in cui gli investimenti non hanno ancora agganciato la ripresa.
- Nell'attuale fase di grande incertezza dovuta all'evoluzione del panorama geopolitico, la Fed potrebbe lasciare i tassi guida invariati al Fomc del 18 marzo. In questo caso la Banca centrale adotterebbe un atteggiamento di attesa, perché le condizioni monetarie sono già decisamente accomodanti. I mercati future scontano un taglio di un quarto di punto a marzo con una probabilità del 58%, in netto rialzo dopo i dati sull'occupazione di venerdì scorso. Nel caso di un ulteriore peggioramento del quadro economico, la Fed è tuttavia pronta ad intervenire anche prima del Fomc successivo in calendario per il 6 maggio.
- Il 6 marzo la Bce ha ridotto il tasso di rifinanziamento principale di un quarto di punto al 2,5% e ha lasciato la porta aperta a ulteriori cali. Duisenberg si è detto pronto ad agire con decisione e tempestività. La misura limitata dell'ultimo taglio riflette le incertezze sullo scenario geopolitico e la volontà della Bce di conservare margini di manovra per arginare le ripercussioni di un eventuale conflitto. La scelta ha favorito il rialzo del cambio dell'euro oltre quota 1,10 con il dollaro, insieme ai pessimi dati sul mercato del lavoro Usa. L'allentamento monetario tiene conto del peggioramento attuale e prospettico della crescita. Il Pil dovrebbe aumentare solo dell'1% nel 2003. La minaccia di una guerra ha minato la fiducia di famiglie e imprese, mentre il mercato del lavoro va peggiorando. Invece, le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine sarebbero migliorate a seguito dell'apprezzamento del cambio e dell'indebolimento del ciclo. Secondo la Bce, se il prezzo del petrolio calerà dopo la fine di un conflitto, l'inflazione al consumo potrebbe tornare stabilmente sotto l'obiettivo del 2%. L'inflazione "core" (ex energia e alimentari trasformati) è in rallentamento da maggio 2002 e ha toccato il 2% in gennaio.
- La scorsa settimana è uscito il Pil di Eurolandia del 2002 che ha mostrato un incremento dello 0,8%, in netto calo rispetto al già fiacco risultato di un anno prima (1,4%). La debolezza congiunturale è in primo luogo imputabile agli investimenti che segnano una contrazione (-2,5% a/a) per il secondo anno consecutivo. Anche le scorte non hanno fornito un contributo positivo alla crescita. La performance di questi comparti è stata a fatica contrastata dai consumi privati che hanno evidenziato un aumento tendenziale fiacco dello 0,6%, la metà rispetto a un anno prima, e dai consumi pubblici. Positivo il contributo netto dall'estero, anche se modesto, sostenuto da un calo dell'import a fronte di un contenuto aumento dell'export.
- Nuovi segnali di debolezza della crescita economica in Usa e Eurolandia e i pericoli di una persistente deflazione in Giappone hanno spinto ulteriormente al ribasso i rendimenti sui titoli pubblici a lungo termine. In particolare il tasso sul decennale statunitense ha sfiorato il minimo degli ultimi 44 anni (3,57%) registrato nell'ottobre scorso, mentre quello sui titoli giapponesi ha toccato un minimo storico (0,76%).



Previsioni	dato storico 11/03/03	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	116	117	120	122	122
dollaro-euro	1,106	1,110	1,070	1,035	1,010
yen-euro	129	130	128	126	123
sterlina-euro	0,690	0,688	0,672	0,666	0,659
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,21	1,30	1,35	1,45	1,90
euro	2,54	2,40	2,30	2,35	2,55
yen	0,05	0,05	0,06	0,08	0,10
sterlina	3,66	3,65	3,70	3,85	4,10
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,59	3,60	4,00	4,50	5,05
Germania	3,80	3,80	4,15	4,55	4,75
Giappone	0,76	0,76	0,80	0,90	1,00
Italia	3,96	3,96	4,31	4,71	4,91
Gran Bretagna	4,02	4,02	4,38	4,81	5,04

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	106,9	107,2	107,8	108,5	109,0	109,1	109,1	108,8	109,1	109,3	109,1	109,6	108,6
2002	109,7	109,9	110,5	111,0	111,2	111,1	111,1	111,1	111,4	111,6	111,6	112,1	111,0
2003	112,1	112,4	112,7	113	113,2	113,2	113,2	113,3	113,6	113,8	113,9	114,2	113,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	-0,5	0,3	0,6	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,5	0,2
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,4	0,2
2003	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,1	2,0	2,3	2,8	3,2	2,9	2,5	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,4
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,8	1,8	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2
2003	2,2	2,3	2,0	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	1,9	2,0

#### 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	103,9	104,1	102,6
2003	103,9	103,4	104,3	104,9	105,0	105,0	104,8	104,6	105,0	105,5	105,7	105,8	104,8
<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	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	0,9	0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1
<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	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,9	2,6	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,7	1,6	2,2

#### 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	120,6	120,9	121,2	121,4	121,7	121,8	121,8	121,9	122,0	122,2	122,3	122,4	121,7
<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	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	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	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,7	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	1,9	1,9	2,4

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – [cristiana.mazio@bnlmail.com](mailto:cristiana.mazio@bnlmail.com) (per Usa)  
 A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12)  
 A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com) (per Italia)

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

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

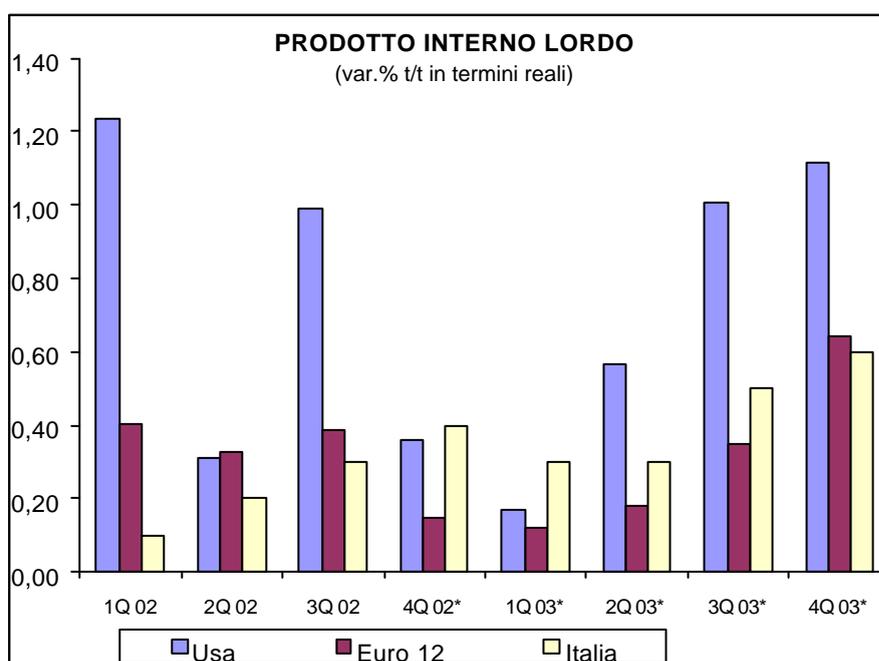
#### AREA EURO

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

#### ITALIA

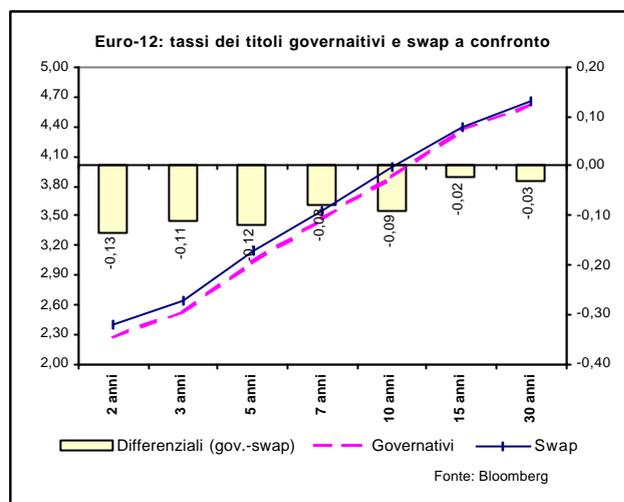
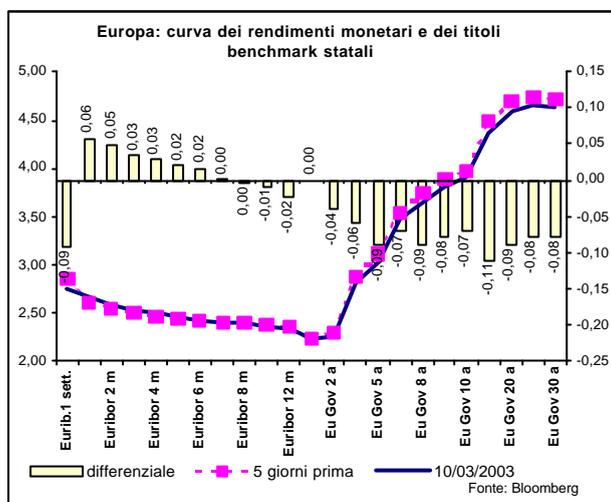
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				0,4	0,8	1,2	1,6	1,2	1,2	2,0	2,4
var.% anno su anno	1,8	0,4	1,2	0,0	0,2	0,5	1,0	0,9	1,0	1,3	1,5

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



# PANORAMA TASSI & EURO

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



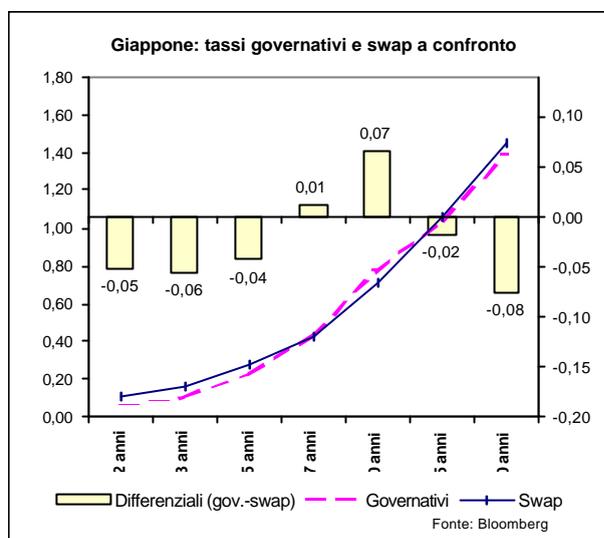
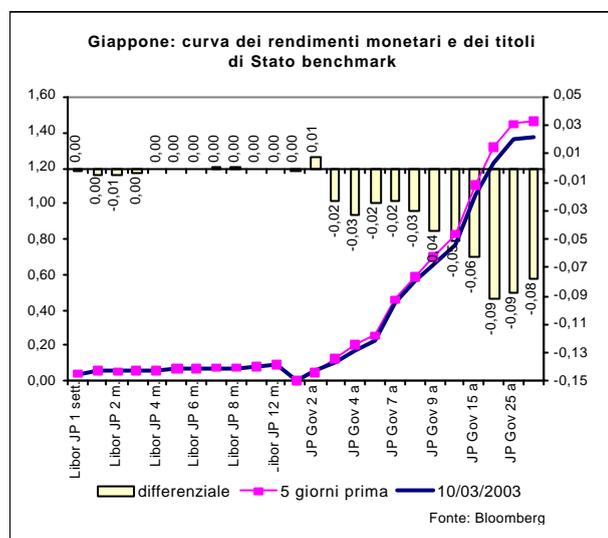
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre				
	7/3/03	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
<b>USA</b>	1,104	1,078	1,079	0,876	1,049	1,179	2,4	2,3	26,0	5,3	-6,4
<b>Canada</b>	1,617	1,609	1,643	1,386	1,655	1,800	0,5	-1,6	16,7	-2,3	-10,2
<b>Australia</b>	1,790	1,782	1,828	1,673	1,856	1,910	0,5	-2,1	7,0	-3,5	-6,3
<b>Nuova Zelanda</b>	1,950	1,931	1,970	2,036	1,998	2,223	1,0	-1,0	-4,2	-2,4	-12,3
<b>Giappone</b>	128,7	127,3	129,5	113,0	124,4	133,7	1,1	-0,6	13,9	3,4	-3,8
<b>Argentina</b>	3,516	3,465	3,436	1,933	3,531	1,180	1,5	2,3	81,9	-0,4	198,1
<b>Svizzera</b>	1,465	1,463	1,467	1,472	1,452	1,617	0,2	-0,1	-0,4	0,9	-9,4
<b>Gran Bretagna</b>	0,687	0,684	0,663	0,617	0,651	0,711	0,4	3,6	11,4	5,6	-3,4
<b>Svezia</b>	9,240	9,146	9,162	9,067	9,153	9,470	1,0	0,8	1,9	0,9	-2,4
<b>Danimarca</b>	7,426	7,428	7,431	7,431	7,429	7,450	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,3
<b>Norvegia</b>	7,883	7,725	7,469	7,712	7,276	8,855	2,0	5,5	2,2	8,3	-11,0
<b>Cipro</b>	0,582	0,581	0,580	0,575	0,573	0,582	0,1	0,2	1,2	1,5	-0,1
<b>Repubblica Ceca</b>	31,85	31,80	31,73	31,72	31,58	35,11	0,2	0,4	0,4	0,9	-9,3
<b>Estonia</b>	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ungheria</b>	245,2	243,6	246,7	244,9	236,3	251,5	0,7	-0,6	0,2	3,8	-2,5
<b>Lettonia</b>	0,631	0,624	0,624	0,556	0,614	0,667	1,2	1,2	13,4	2,8	-5,4
<b>Lituania</b>	3,453	3,453	3,452	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
<b>Malta</b>	0,425	0,423	0,421	0,400	0,418	0,443	0,3	0,9	6,2	1,6	-4,2
<b>Slovacchia</b>	41,81	41,82	41,91	42,11	41,50	42,99	0,0	-0,3	-0,7	0,7	-2,8
<b>Slovenia</b>	231,9	231,7	231,2	223,5	230,2	189,0	0,1	0,3	3,7	0,7	22,6
<b>Polonia</b>	4,315	4,215	4,162	3,636	4,021	4,071	2,4	3,7	18,7	7,3	6,0
<b>Russia</b>	34,83	34,04	34,44	27,36	33,53	25,32	2,3	1,1	27,3	3,9	37,6
<b>EURO</b>	87,7	86,8	86,3	78,1	84,5	93,3	1,1	1,7	12,4	3,9	-6,0
<b>cambio effettivo nominale</b>											

Fonte :

# PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



## Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	7/3/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
	<b>Canada</b>	1,465	1,484	1,521	1,584	1,572	1,598	1,2	3,8	8,1	7,3
<b>Australia (*)</b>	0,613	0,609	0,590	0,525	0,562	0,516	0,7	3,9	16,8	9,2	18,9
<b>Nuova Zelanda (*)</b>	0,562	0,560	0,550	0,431	0,524	0,425	0,4	2,3	30,5	7,2	32,2
<b>Giappone</b>	117,1	118,1	120,2	127,7	118,8	131,8	0,9	2,7	9,1	1,5	12,6
<b>Corea del Sud</b>	1,208	1,187	1,177	1,315	1,200	1,320	-1,8	-2,6	8,9	-0,6	9,3
<b>Filippine</b>	54,85	54,50	53,97	50,99	53,60	51,60	-0,6	-1,6	-7,0	-2,3	-5,9
<b>Indonesia</b>	8,885	8,884	8,869	9,943	8,950	10,370	0,0	-0,2	11,9	0,7	16,7
<b>Singapore</b>	1,735	1,736	1,745	1,817	1,734	1,849	0,1	0,5	4,7	-0,1	6,5
<b>Thailandia</b>	42,51	42,79	42,91	43,31	43,11	44,05	0,7	0,9	1,9	1,4	3,6
<b>Cina</b>	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>India</b>	47,65	47,68	47,71	48,72	47,97	48,27	0,1	0,1	2,2	0,7	1,3
<b>Argentina</b>	3,17	3,20	3,16	2,18	3,36	1,00	1,1	-0,3	-31,1	6,2	-68,5
<b>Brasile</b>	3,50	3,57	3,59	2,38	3,54	2,30	2,0	2,6	-32,1	1,2	-34,4
<b>Cile</b>	754,6	749,2	742,4	664,7	720,3	646,3	-0,7	-1,6	-11,9	-4,5	-14,4
<b>Colombia</b>	2,959	2,963	2,962	2,283	2,867	2,297	0,1	0,1	-22,8	-3,1	-22,4
<b>Messico</b>	11,13	11,04	10,88	9,07	10,46	9,11	-0,8	-2,2	-18,5	-6,0	-18,2
<b>Perù</b>	3,48	3,48	3,49	3,45	3,50	3,44	0,0	0,3	-0,8	0,7	-1,1
<b>Uruguay</b>	28,48	28,53	28,43	15,10	27,20	14,75	0,2	-0,2	-47,0	-4,5	-48,2
<b>Venezuela</b>	1,598	1,598	1,598	976	1,387	759	0,0	0,0	-38,9	-13,2	-52,5
<b>Israele</b>	4,84	4,82	4,87	4,68	4,75	4,48	-0,5	0,5	-3,4	-1,9	-7,5
<b>Sud Africa</b>	8,00	8,08	8,37	11,62	8,57	12,37	1,0	4,7	45,2	7,1	54,6
<b>Turchia</b>	1.608.227	1.592.410	1.629.179	1.366.439	1.643.699	1.429.847	-1,0	1,3	-15,0	2,2	-11,1
<b>Eurolandia (*)</b>	1,104	1,078	1,079	0,876	1,049	0,904	2,4	2,3	26,0	5,3	22,2
<b>Gran Bretagna (*)</b>	1,603	1,574	1,632	1,428	1,610	1,439	1,9	-1,8	12,3	-0,4	11,4
<b>Svizzera</b>	1,336	1,352	1,354	1,670	1,383	1,650	1,2	1,3	25,0	3,5	23,5
<b>Danimarca</b>	6,75	6,87	6,86	8,43	7,08	8,28	1,8	1,6	24,8	4,8	22,7
<b>Norvegia</b>	7,14	7,16	6,92	8,80	6,97	8,87	0,3	-3,1	23,2	-2,5	24,1
<b>Svezia</b>	8,39	8,49	8,47	10,28	8,69	10,28	1,2	1,0	22,6	3,7	22,6
<b>Russia</b>	31,59	31,58	31,84	30,99	31,78	30,14	0,0	0,8	-1,9	0,6	-4,6
<b>Polonia</b>	3,93	3,91	3,86	4,15	3,81	3,96	-0,4	-1,6	5,8	-2,9	0,8
<b>Repubblica Ceca</b>	29,05	29,49	29,42	36,19	30,14	35,27	1,5	1,3	24,6	3,8	21,4
<b>Ungheria</b>	222,9	225,4	227,8	277,9	224,9	272,9	1,1	2,2	24,7	0,9	22,4
<b>DOLLARO USA</b>	105,9	107,9	108,5	121,4	110,5	122,0	-1,9	-2,4	-12,8	-4,2	-13,2

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'11 AL 17/3/2003)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 11	Vienna: riunione Opec
Venerdì 14	Intervento di Mosckow (Chicago Fed) e Olson (governatore Fed)

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 11	Regno Unito	Produzione industriale sett.manifatt.	gennaio	-0,3% m/m; -1,2% a/a	0,1% m/m; -0,2% a/a
		Produzione industriale	gennaio	-0,2% m/m; 1,4% a/a	0,1% m/m; -0,3% a/a
		Bilancia commerciale (globale)	gennaio	-£ 3012 mld	-£ 2822 mld
		Bilancia commerciale (non Ue)	gennaio	-£ 1987 mld	-£ 2381 mld
	Germania	Produzione industriale	gennaio	-3,5% m/m	1,3% m/m
Mercoledì 12	Francia	Produzione industriale	gennaio	-1,7% m/m; -0,1% a/a	0,5% m/m; 0,3% a/a
	Italia	Prezzi alla produzione	gennaio	0,3% m/m; 1,5% a/a	0,5% m/m; 2,0% a/a
Giovedì 13	Italia	Ipca (def.)	febbraio	-0,2% m/m; 2,9% a/a	-0,5% m/m; 2,6% a/a
	Spagna	Ipca (def.)	febbraio	-0,4% m/m; 3,7% a/a	0,1% m/m; 3,7% a/a
Venerdì 14	Francia	Prezzi al consumo (prel.)	febbraio	0,2% m/m; 2,0% a/a	0,3% m/m; 2,2% a/a
	Germania	Ordini all'industria ☹	gennaio	-4,4% m/m	1,3% m/m
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 11	Stati Uniti	Scorte all'ingrosso	gennaio	0,8% m/m	0,4% m/m
	Giappone	Pil	IV tr. 02	0,5% t/t	0,6% t/t
Mercoledì 12	Giappone	Partite correnti	gennaio	Yen 892,9 mld	Yen 414,0 mld
		Ordini di macchinari	gennaio	5,2% m/m	-3,6% m/m
	Stati Uniti	Bilancia commerciale	gennaio	- \$ 44,2 mld	- \$ 43,0 mld
Giovedì 13	Stati Uniti	Vendite al dettaglio (1^ stima) ☹	febbraio	-0,9%	-0,9%
		Vendite al dettaglio (escl. auto)	febbraio	1,3%	0,1%
		Richieste sussidio di disoccupazione	8 marzo	430.000	420.000
Venerdì 14	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	febbraio	1,6% m/m	0,8% m/m
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	febbraio	0,9% m/m	-0,2% m/m
		Partite correnti	IV tr. 02	- \$ 127,0 mld	- \$ 136,0 mld
		Scorte delle imprese	febbraio	0,6%	0,2%
		Produzione industriale ☹	febbraio	0,7% m/m	-0,2% m/m
		Indice di fiducia Università Michigan	marzo	79,9	78,0