

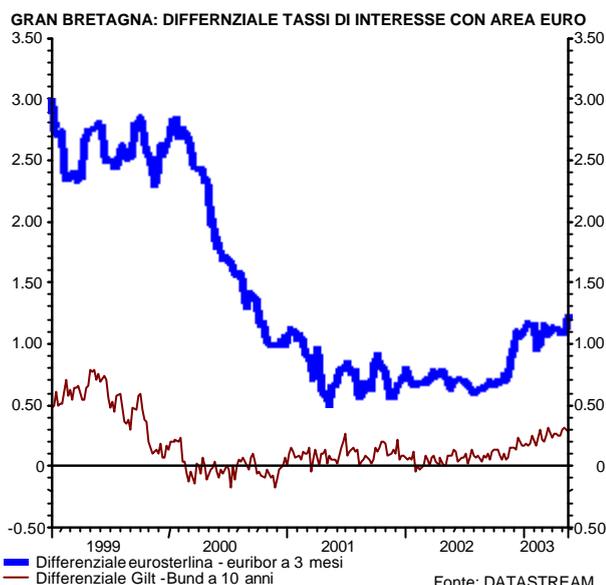
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

3 giugno 2003
n. 19 - 2003

Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca



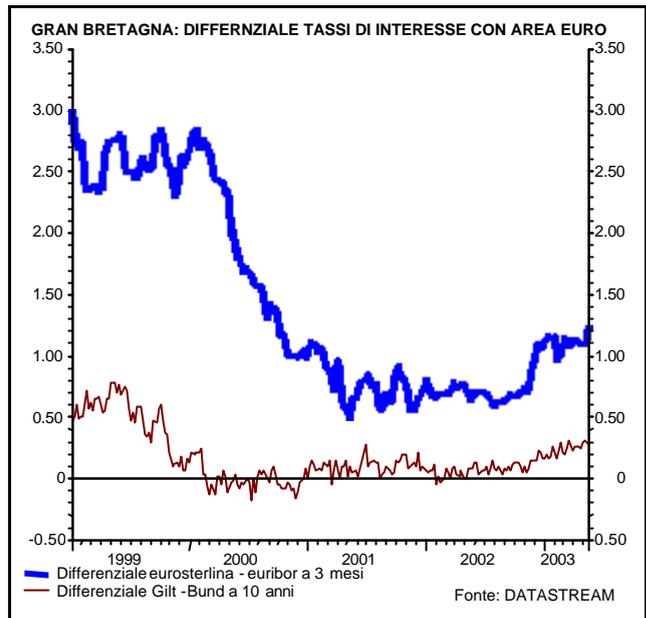
- ✓ Il 9 giugno il governo britannico dovrà pronunciarsi sulle prospettive del paese di fare ingresso nell'Unione economica e monetaria europea. Da tempo il Regno Unito ha i conti in ordine con i parametri di Maastricht, ma sono i criteri di cosiddetto "auto-esame" che potrebbero confermare la volontà inglese di rimanere ancora fuori dell'Unione. Materia principale dell'auto-esame sarà l'effetto depressivo sull'economia inglese che l'ingresso nell'Unione potrebbe sortire in una situazione in cui la crescita del PIL del Regno Unito risulta da quattro anni superiore a quella di Eurolandia.
- ✓ Il Sud-est asiatico fa i conti con la fiacca crescita economica mondiale, il dollaro debole e l'effetto negativo della SARS. Nel complesso, è la decelerazione della domanda mondiale il fattore che attualmente suscita le maggiori apprensioni sullo scenario di sviluppo dell'area. Sul fronte del cambio, il deprezzamento del dollaro viene al momento contrastato attraverso interventi delle banche centrali nazionali tesi a limitare i margini di apprezzamento delle valute nazionali. Detti interventi mirano anche a contenere i rischi di deflazione che già nel 2002 risultavano evidenti per Cina, Taiwan, Hong Kong e Singapore.

LA GRAN BRETAGNA NON SI SENTE ANCORA PRONTA PER L'EURO

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

- Il 9 giugno il governo potrebbe decidere un nuovo rinvio per l'adozione dell'euro, motivandolo con la non completa realizzazione delle condizioni economiche per l'adesione.
- Si tratta di valutare soprattutto l'interesse economico-finanziario dell'adesione all'euro e la capacità dell'economia di rispondere a una politica monetaria unica.
- La sterlina ha ridotto la sua sopravvalutazione e il livello di convergenza economica con l'area dell'euro è migliorato, ma risulta difficile conquistare il consenso della popolazione in un momento in cui le prospettive per la crescita e per l'occupazione sono nettamente migliori in Gran Bretagna.
- Numerosi sono comunque gli svantaggi della non adesione.

Per la Gran Bretagna la prospettiva di un ingresso nell'Unione economica e monetaria si sta allontanando proprio quando la sterlina sta riducendo la sua sopravvalutazione nei confronti dell'euro, uno dei principali ostacoli all'adozione della moneta unica. Il governo sembra intenzionato a decidere un nuovo rinvio, motivandolo con il parziale inadempimento delle condizioni economiche per l'adesione. Resta l'incertezza sulla possibilità di un altro esame della situazione economica e di una nuova decisione prima delle elezioni politiche che si terranno entro il 2006.



Il percorso di adesione all'euro è articolato su più tappe: il rispetto dei parametri di Maastricht, da tempo soddisfatti, ma anche e soprattutto l'adempimento di cinque requisiti interni e, successivamente, un referendum con cui gli inglesi si dovranno pronunciare sull'adesione. Entro il 9 giugno prossimo il Cancelliere allo Scacchiere, Gordon Brown, annuncerà i risultati dei cinque *test*, accompagnandoli con un'analisi di oltre 2.500 pagine. I criteri dell'auto-esame, che ha ricevuto una prima bocciatura nel 1997, riguardano il livello di convergenza economica con l'area dell'euro; una sufficiente flessibilità dell'economia inglese per fronteggiare *shock* inattesi; l'impatto dell'adesione sugli investimenti esteri nel paese e sull'industria dei servizi finanziari; gli effetti sulla crescita economica e sull'occupazione. Si tratta nel complesso di valutare l'interesse economico-finanziario dell'adesione all'euro e la capacità dell'economia del paese di rispondere a una politica monetaria unica. La formulazione complessivamente vaga dei requisiti, che tra l'altro non includono criteri quantitativi, lascia un ampio margine di discrezionalità e di fatto rende la decisione una scelta politica. Nel giungere alla sua decisione il governo terrà sicuramente conto dell'attuale modesta probabilità di successo in caso di referendum e dell'opportunità in questa fase di rinunciare ad una piena autonomia nella gestione della politica economica. Secondo gli eurofili, tra cui molti economisti e imprenditori, il governo farebbe bene a calcolare anche gli svantaggi della non adesione.

Dal 1997 ad oggi il livello di convergenza con l'area dell'euro è migliorato sotto molti aspetti. L'inflazione in Gran Bretagna si mantiene bassa, pur avendo registrato una certa accelerazione negli ultimi mesi. Il differenziale nei tassi di interesse a breve e a lungo termine è diminuito nettamente, anche se negli ultimi due anni questa riduzione si è arrestata ed ha in parte invertito la tendenza, confermando una visione pessimistica dei mercati sulla possibilità di adesione all'euro. Il differenziale per i tassi a lunga con la Germania si attesta attualmente a 33 punti base per i titoli del Tesoro a 10 anni. Quello tra eurosterlina e euribor a 3 mesi ammonta a 132 punti base, un livello già molto più basso di quello rilevato tra gli eurotassi di Italia e Germania a due anni dall'adozione della moneta unica.

Sono state rimosse le preoccupazioni sul livello di ingresso della sterlina, visto che il cambio con l'euro si è deprezzato del 15% dal gennaio 2002 portandosi a quota 0,717, un livello decisamente più competitivo per le esportazioni inglesi. Ciononostante potrebbe risultare difficile pensare che gli inglesi siano inclini a votare per l'adesione all'euro in un momento in cui emerge nettamente la superiorità della Gran Bretagna sul piano dello sviluppo e dell'occupazione, che secondo alcuni deriva anche da una gestione più flessibile della politica monetaria e fiscale. Mentre nell'area dell'euro lo sviluppo economico rallenta e il tasso di disoccupazione aumenta, in Gran Bretagna la crescita si mantiene relativamente elevata e il tasso di disoccupazione risulta basso (5,1% in febbraio) e notevolmente inferiore a quello degli Euro 12 (8,7% in marzo). Dal 1999 la Gran Bretagna cresce più di Eurolandia. Per quest'anno il Pil è previsto aumentare dell'1,9% circa anche grazie all'aumento della spesa pubblica, mentre la crescita per l'area dell'euro potrebbe scendere sotto l'1%. Fra i fattori che complicano il possibile ingresso della sterlina nell'Uem vi è l'elevato ammontare dei mutui ipotecari in essere e la prevalenza di quelli a tasso variabile, fattori che potrebbero rendere diversa in questo paese la trasmissione di una politica monetaria unica.

Non sono tuttavia da sottovalutare i costi della non adesione. Restando fuori gli inglesi non possono ottenere i benefici dell'abolizione del rischio di cambio nel commercio con un'area che copre oltre il 50% dell'interscambio totale del paese. Fra i maggiori svantaggi si annovera anche il fatto che la Gran Bretagna potrebbe non avere molta influenza nelle decisioni importanti che riguardano l'area dell'euro, come il coordinamento delle politiche fiscali, l'applicazione del Patto di Stabilità o il ridisegno di alcune regole dell'Unione monetaria, soprattutto in vista dell'allargamento. Inoltre, l'economia inglese potrebbe rimanere tagliata fuori dalla crescente integrazione tra i paesi dell'area dell'euro. Secondo uno studio degli economisti del Mit effettuato per l'Università di Tolosa, dall'avvio dell'euro nel 1999 il commercio fra i paesi dell'area sarebbe aumentato del 30% mentre quello tra la Gran Bretagna e questi stessi paesi sarebbe cresciuto del 13% solamente. Analogamente la quota della Gran Bretagna sul totale degli investimenti diretti esteri destinati all'Europa sarebbe scesa dal 60% nel 1998 al 24% nel 2001, mentre si calcola che quella di Eurolandia sarebbe salita dal 40 al 70%. Contrariamente ai timori di alcuni, la piazza finanziaria di Londra ha tuttavia conservato intatto il suo primato.

MEDIO ORIENTE: IL PETROLIO SPIAZZA GLI INVESTIMENTI?

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

- Le tensioni geo-politiche, congiuntamente alla debole domanda internazionale, hanno determinato nel 2002 un rallentamento della crescita nell'area medio orientale, le prospettive sono migliori per il 2003 grazie all'aumento delle quantità di petrolio prodotte.
- Temi dominanti dei paesi esportatori di petrolio sono il ritorno su un sentiero di crescita del Pil compatibile con gli elevati tassi di crescita della popolazione e la diversificazione dell'economia.
- I punti deboli dell'area sono riconducibili alla persistenza delle tensioni geo-politiche e alla lentezza mostrata dai governi nell'attuazione delle riforme al fine di creare un clima favorevole agli investimenti.

Nel 2002 l'economia del Medio Oriente (Arabia Saudita, Bahrain, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Iran, Israele, Kuwait, Libano, Libia, Oman, Qatar e Siria) si è indebolita a seguito della riduzione delle quantità di petrolio prodotte e per le tensioni geo-politiche seguite all'attacco dell'11 settembre e alla guerra in Afghanistan. Per il 2003 ci attendiamo un recupero con un tasso medio dell'area pari al 3% (2,4% nel 2002), che raggiunge il 3,6% se riferito solo gli esportatori di petrolio (Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Iran, Kuwait, Libia, Oman e Qatar).

L'andamento più favorevole del 2003 è dovuto a prospettive di aumento della produzione di petrolio, del relativo prezzo in media d'anno pari a \$26 al barile (+4% sul 2002) e di un recupero della domanda globale nella seconda metà dell'anno.

Per la quasi totalità dei paesi dell'area ci si attende un miglioramento del saldo delle partite correnti rispetto al Pil dovuto ad una crescita dell'export di merci, mentre la crescita dei servizi dovrebbe essere limitata per la mancata ripresa del turismo. Ciò vale soprattutto per l'Egitto, dove il settore rappresenta il 12% del Pil ed occupa 2,2 milioni di persone.

Temie dominanti dei paesi esportatori di petrolio sono il ritorno su un sentiero di crescita del Pil compatibile con gli elevati tassi di crescita della popolazione e la diversificazione dell'economia che porti ad una sostanziale riduzione della dipendenza dal petrolio. Una dipendenza che influisce anche sui conti del settore pubblico, le cui entrate sono prevalentemente legate all'export di petrolio e le spese servono per la maggior parte a coprire gli stipendi di un largo numero di dipendenti del pubblico impiego (*wage bill*). Nel 2002 solo il Kuwait, la Libia e l'Oman presentano un surplus di bilancio, mentre Arabia Saudita, Egitto e Israele mostrano preoccupanti livelli del rapporto del debito pubblico sul Pil superiori al 100%. In tema di crescita della popolazione si stima che la forza lavoro nel Medio Oriente sia destinata a crescere nel prossimo decennio ad un tasso annuo medio tra il 3-4%, inoltre il 59% della popolazione ha meno di 24 anni, contro una media mondiale del 48%.

Per quanto riguarda il petrolio, l'area del Golfo Persico (Bahrain, Iran, Iraq, Kuwait, Qatar, Arabia Saudita e Emirati arabi Uniti) possiede circa i due terzi delle riserve mondiali accertate (con l'Arabia Saudita al primo posto e l'Iraq al secondo) e la produzione copre il 25% di quella mondiale. Il dato ancora più interessante è la quota dominante (circa il 90%) della capacità produttiva in eccesso a livello mondiale. Ad aprile, a seguito della guerra in Iraq, la capacità produttiva mondiale in eccesso era compresa fra i 0,7 e 1,2 milioni di barili al giorno (bb/g) e interamente concentrata nella regione del Golfo Persico.

Una vasta produzione di petrolio non può da sola garantire maggiore ricchezza. Studi empirici hanno dimostrato che maggiore è la dipendenza dei paesi dall'esportazione di risorse naturali, peggiore è il loro tasso medio di crescita; la spiegazione di tali risultati è che lo sfruttamento delle risorse naturali spiazza gli altri settori economici. A dimostrazione di ciò si osserva che la quota di esportazioni di materie prime sul totale è compresa in un intervallo tra il 76% del Qatar ed il 95% degli Emirati Arabi Uniti.

In quest'area sei paesi (Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Kuwait, Libia e Qatar) aderiscono all'OPEC e ne coprono il 76% circa della produzione. La capacità produttiva dei paesi aderenti all'OPEC (che copre il 40% della produzione mondiale e il 77% delle riserve) ha permesso di tenere sotto controllo l'aumento dei prezzi del petrolio anche dopo lo scoppio della guerra in Iraq. Nel mese di aprile l'Arabia Saudita, con 9,6 milioni bb/g, ha toccato il massimo della produzione dall'istituzione delle quote nell'aprile del 1982 e il surplus di capacità produttiva dell'OPEC (massima capacità produttiva realizzabile entro 30 giorni e sostenibile per 90 giorni al netto della produzione effettiva) ha toccato i minimi. Preoccupazioni di segno opposto, per il timore di un crollo dei prezzi alla fine della guerra e l'incertezza sui tempi di ripresa della produzione irachena hanno spinto a fine aprile l'OPEC ad aumentare formalmente le quote di produzione, ma a chiedere un rispetto delle stesse, cosa che si tradurrebbe in una sostanziale riduzione delle quantità prodotte. Formalmente, infatti, le quote sono state proporzionalmente aumentate per tutti del 3,7% tuttavia, se fossero rispettate, si avrebbe un calo di 1,4 milioni bb/g rispetto alla produzione di aprile stimata in 26,8 milioni bb/g.

I punti deboli dell'area medio orientale sono riconducibili alla persistenza delle tensioni geo-politiche e alla lentezza mostrata dai governi nell'attuazione delle riforme. Le "rendite" da petrolio hanno permesso per decenni il rinvio di politiche di diversificazione dell'economia e la creazione di un clima favorevole agli investimenti, passi obbligatori poiché né il petrolio, né gli aiuti, né le rimesse dall'estero dei lavoratori possono essere sufficienti a creare occupazione e crescita economica.

Medio Oriente	Prodotto interno lordo	
	var. % annua	
	2002	2003*
Arabia Saudita	0,7	1,5
Bahrain	3,8	4,9
Egitto	1,6	2,0
Emirati Arabi Uniti	1,8	3,9
Giordania	3,6	2,6
Iran	4,8	5,0
Israele	-1,1	0,6
Kuwait	-2,0	2,3
Libano	0,9	2,4
Libia	1,5	1,9
Oman	2,2	2,5
Qatar	4,6	6,1
Siria	3,0	2,0
Media ponderata	2,4	3,0

Fonte: ns elaborazioni su dati EIU (*) Previsioni

Produzione OPEC 10 (migliaia di barili al giorno)			
	Quote dal 1 giugno 2003	Produzione corrente a maggio 2003	Capacità produttiva
Algeria	810	1.200	1.200
Indonesia	1.317	1.030	1.030
Iran	3.729	3.750	3.750
Kuwait	2.038	2.400	2.400
Libia	1.360	1.430	1.430
Nigeria	2.092	2.040	2.040
Qatar	658	750	850
Arabia Saudita	8.256	9.600	10.000
UAE	2.217	2.300	2.500
Venezuela	2.923	2.600	2.600
OPEC 10	25.400	27.100	27.800

CRESCE IL SUD EST ASIATICO TRA DEBOLEZZA DEL DOLLARO E SARS

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

- Le tre principali variabili di scenario per i paesi del sud-est asiatico sono: il basso livello della domanda internazionale di Usa, Europa e Giappone, la debolezza del dollaro e gli effetti economici legati all'epidemia di Sars.
- L'effetto sull'economia dei singoli paesi non sarà univoco, ma condizionato da fattori quali: il diverso regime del tasso di cambio, il grado di apertura dell'economia, il livello di diffusione e la persistenza dell'emergenza Sars.
- Nel complesso l'economia dell'area è prevista crescere a un ritmo medio del 4,7% con un tasso di inflazione del 2,5%. Il grado di sviluppo economico si mantiene tuttavia al di sotto del potenziale di crescita dell'area.

L'economia dei paesi del sud-est asiatico, già penalizzata dalla debole crescita dei tre principali mercati mondiali (Usa, Europa e Giappone), sta facendo i conti con due altri fenomeni di vasta portata: il dollaro debole e la diffusione della Sars. L'impatto delle tre variabili di scenario avrà riflessi importanti per l'area. Tuttavia gli effetti non saranno omogenei tra i paesi.

PRINCIPALI PAESI ASIATICI: CRESCITA DEL PIL E INFLAZIONE				
(in percentuali)				
Paese	Inflazione 02	Inflazione 03	Crescita 02	Crescita 03
Cina	-0,8	-0,7	8,0	6,0
Corea Sud	2,8	4,3	6,3	3,5
Filippine	3,1	4,0	4,6	3,8
Hong Kong	-3,0	-1,6	1,9	1,0
India	4,1	4,8	4,4	5,5
Indonesia	11,9	10,0	3,6	3,1
Kazakistan	6,0	6,4	9,4	6,8
Malesia	1,9	2,0	4,0	4,3
Myanmar	53,7	42,9	4,9	4,5
Pakistan	3,7	5,5	4,5	4,5
Singapore	-0,4	0,9	2,2	2,1
Sri Lanka	9,6	8,0	3,2	5,5
Taiwan	-0,2	0,6	3,5	2,3
Thailandia	0,6	1,7	4,9	3,5
Uzbekistan	24,0	28,0	4,2	3,0
Vietnam	3,9	5,1	7,0	7,1
Media pond.	2,5	2,9	5,9	4,7

Fonte: elaborazioni e previsioni (*) Servizio Studi BNL su dati

La debolezza del dollaro sortirà effetti differenziati in primo luogo a fronte del diverso regime di cambio dei paesi considerati. I paesi in cui vige un regime di cambi fissi con il dollaro (Cina, Hong Kong, Malesia) beneficeranno di un impulso positivo in termini di crescita del Pil e di saldo delle partite correnti derivante dal mantenimento nella competitività dell'export con gli Usa e dall'aumento di quella con i paesi le cui valute si sono apprezzate nei confronti del dollaro. Nel caso dei paesi con cambio flessibile l'apprezzamento della valuta rispetto al dollaro produrrà invece l'effetto esattamente contrario.

Data l'importanza di mantenere l'export competitivo con gli Usa, molti paesi hanno cercato di contrastare il deprezzamento del dollaro attraverso vincoli ai movimenti di capitale (Cina) o attraverso l'acquisto di dollari sul mercato con conseguente aumento delle riserve valutarie. Osservando da gennaio 2003 l'andamento delle principali valute asiatiche non agganciate al dollaro è possibile verificare come esse abbiano registrato rivalutazioni molto più contenute sul dollaro rispetto a quanto registrato dall'euro. Più in particolare gli apprezzamenti sono stati nell'ordine del: 1,6% (Filippine), 0,3% (Corea del sud), 0,7% (Singapore), 3,0% (Thailandia), 8,4% (Indonesia), a fronte del 12,4% di apprezzamento dell'euro.

Se la debolezza del dollaro ha un ruolo rilevante per l'economia dei paesi del sud-est asiatico, il vero fulcro per la crescita dell'area è costituito dalla ripresa della domanda internazionale. Alcuni studi hanno infatti mostrato come un incremento del Pil Usa dell'1% ha un effetto propulsivo per i paesi del sud-est asiatico tre volte superiore a quello di un movimento dell'1% del tasso di cambio. In caso di un inizio di ripresa nella seconda metà dell'anno, gli effetti sfavorevoli legati al dollaro debole potrebbero annullarsi per quasi tutti i paesi dell'area. Ovviamente saranno ancora più forti gli effetti per i paesi dove le valute sono legate al dollaro con un *currency peg*.

In questo quadro un ruolo importante è svolto dal terzo elemento di scenario: la Sars. La diffusione dell'epidemia di Sars ha influenzato in modo più o meno diretto quasi tutti i paesi dell'area. I tre paesi maggiormente colpiti dal virus registreranno un impatto negativo sul tasso di crescita del Pil stimabile intorno all'1,5%-2,0% per la Cina, 1,8% per Hong Kong e 1,0% per Taiwan. In questi paesi gli effetti più forti si avranno sui consumi privati, sul turismo e sul commercio internazionale. Gli effetti negativi legati al commercio penalizzeranno anche gli altri paesi dell'area che dovranno fare i conti con un livello più contenuto della domanda da parte dei paesi contagiati e su un livello di mobilità internazionale più ridotto per via dei timori di contagio.

Nel complesso l'economia del sud est asiatico continua a crescere, anche se a ritmi più contenuti rispetto al potenziale di sviluppo per l'effetto congiunto di domanda e dollaro deboli, Sars e anche per via di una ripresa del mercato high-tech inferiore alle attese. Il tasso di crescita medio del Pil per i principali paesi (compresi Cina e India) è atteso nel 2003 al 4,7%, in lieve calo rispetto al 5,9% del 2002. A parte Hong Kong, Singapore e Taiwan, tutti i paesi cresceranno a un ritmo superiore al 3%. Il tasso di inflazione rimarrà in media contenuto (2,5%), con alcuni paesi a rischio deflazione (Cina, Hong Kong e Taiwan) ed altri con tassi piuttosto elevati (Indonesia 10%, Sri Lanka 8,0%), oltre a due eccezioni: Myanmar (53,7%) e Uzbekistan (24,0%) i cui andamenti appaiono legati a problemi di natura specifica al paese.

RECUPERO INCERTO PER LE MATERIE PRIME

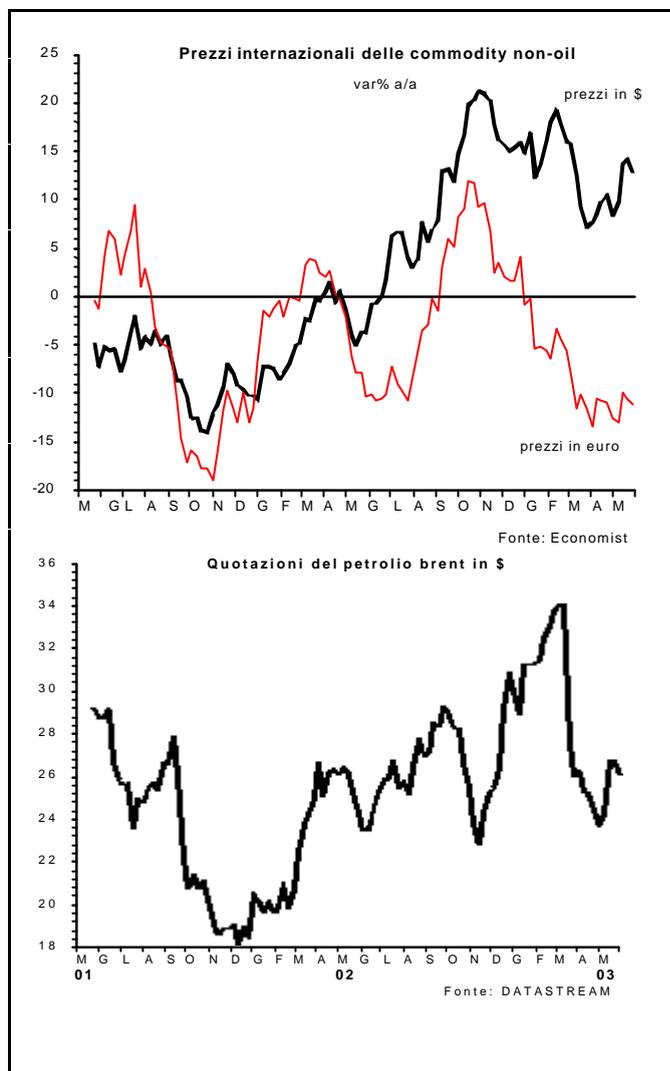
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

- La spinta rialzista sui prezzi in dollari delle materie prime *non-oil* intervenuta nel semestre a cavallo tra il 2002 e il 2003 ha riguardato in particolare i metalli ferrosi e alcuni settori agricoli alimentari e non.
- Le prospettive per l'anno in corso sono legate alla dinamica del ciclo economico mondiale. Grazie a politiche di contenimento dell'offerta, le quotazioni di alcune *commodity*, come nickel e acciai, potranno comunque sperimentare incrementi più consistenti.

Il rialzo dei prezzi internazionali delle materie prime *non-oil* espressi in dollari è risultato, nell'ultimo anno, più accentuato di quanto atteso. Tra giugno 2002 e maggio 2003, l'incremento medio annuo è stato pari a circa il 12%, a fronte di una flessione prossima al 6% registrata nei dodici mesi precedenti. L'apprezzamento della valuta europea sul dollaro avvenuto a partire dal quarto trimestre 2002 ha di fatto invertito questa tendenza relativamente ai prezzi delle materie prime espressi in euro. Negli ultimi dodici mesi, la flessione è stata pari al 3% circa. Considerando solo il periodo settembre 2002-marzo 2003, il calo è di circa il 15%. I corsi del petrolio hanno mostrato un andamento altalenante riflettendo soprattutto le tensioni geopolitiche sviluppatesi nel semestre a cavallo tra il 2002 e 2003. Il petrolio Brent ha evidenziato, sempre negli ultimi dodici mesi, un incremento delle quotazioni prossimo al 24%. Il consistente calo dei corsi del greggio intervenuto tra marzo e aprile di quest'anno (- 23% circa) è stato il maggior responsabile della drastica flessione congiunturale dei prezzi alla produzione delle economie europee nel mese di aprile.

L'andamento delle quotazioni delle materie prime è legato al ciclo mondiale della produzione industriale. Questa, pur avendo complessivamente registrato una certa ripresa, presenta una dinamica più sostenuta solo nelle economie dei paesi asiatici e non giustifica, da sola, il rimbalzo delle quotazioni. I corsi dei metalli non ferrosi, più intensamente legati al ciclo industriale, hanno mostrato aumenti ancora limitati e sono generalmente lontani dal precedente picco massimo del 2000. La domanda non è stata ancora in grado di innalzare in modo permanente i livelli delle quotazioni, tranne per alcune *commodity* (è il caso del nickel) dove il maggiore sostegno è pervenuto dal contenimento dell'offerta. In molti mercati l'aumento delle quotazioni è da attribuire ad altri fattori specifici, che vanno dalle tensioni geo-politiche, di cui abbiamo accennato riguardo al petrolio, all'introduzione di barriere tariffarie nei mercati delle *commodity* ferrose. La reazione dei prezzi, almeno fino a tutto il primo trimestre del 2003, è risultata quindi più che proporzionale all'andamento riscontrato nella dinamica del ciclo economico. Fa eccezione il caffè, le cui quotazioni si mantengono su livelli storicamente contenuti. Per il quinto anno consecutivo i mercati del caffè scontano un'eccedenza produttiva. Oggi i prezzi viaggiano poco al di sotto dei 60 cents per libbra, un livello inferiore ai costi di produzione di alcuni paesi. Non è il caso del Brasile, che nonostante il crollo dei prezzi nell'attuale stagione dovrebbe produrre un volume record di oltre 45 milioni di sacchi. La Colombia, con una produzione di oltre 11 milioni di sacchi, torna ad essere il secondo produttore mondiale, scavalcando il Vietnam che è stato invece costretto a ridurre in modo consistente il proprio *output*. Altre *commodity* in calo sono lana e cotone, complice questa volta la Sars. L'epidemia ha infatti cominciato a dispiegare i suoi effetti sugli acquisti della Cina, primo paese importatore di lana. Anche se in misura minore, la crisi potrebbe investire i mercati del cotone. In Corea del Sud e Indonesia gli ordini dei cotonifici sono scesi sensibilmente.

Le prospettive dei prezzi delle *commodity* sono legate essenzialmente alla dinamica del ciclo economico mondiale. L'accelerazione osservata nel tasso di crescita della produzione industriale nei primi mesi dell'anno dovrebbe venire meno nel corso del 2003, ad effetto soprattutto della debolezza del settore manifatturiero nell'area Ocse. La dinamica della domanda complessiva di materie prime mostrerà, quindi, tassi di espansione non sufficienti a generare tensioni significative nei mercati delle *commodity*. Nel 2003, saranno le quotazioni in dollari del nickel, degli acciai, quelle dei principali beni agricoli non alimentari e quelle legate alla filiera petrolchimica ed energetica a sperimentare crescite in media d'anno superiori alle due cifre. Gli altri metalli non ferrosi, invece, e la pasta di cellulosa potranno registrare incrementi medi relativamente inferiori, visto che il contenimento dell'offerta sta avendo su questi beni un'influenza più limitata e che la domanda non è ancora in grado di imprimere un'efficace spinta rialzista.



BOOM IMMOBILIARE: OTTIMISTI E PESSIMISTI

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

- **L'importanza della proprietà immobiliare al mondo è testimoniata dall'enorme valore della ricchezza che ruota attorno al mercato residenziale: 48 mila mld di \$ contro i 20 mila mld di \$ investiti nell'azionario.**
- **Le elevate quotazioni degli immobili sembrano aver sostenuto in molti paesi i consumi privati, vero puntello alla crescita nell'ultimo biennio. Un rallentamento graduale dei prezzi non sembra minare le basi della fragile ripresa in atto.**

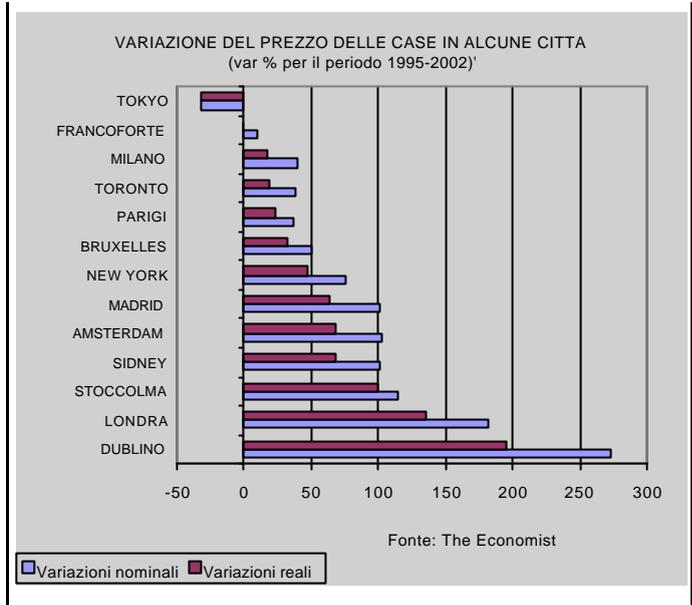
L'affare legato alla proprietà dell'abitazione è oggi il maggiore al mondo: l'insieme delle attività che fanno capo alla costruzione, compravendita e affitto di abitazioni, nei paesi ricchi arrivano a pesare (secondo stime recenti) fino al 15% del Pil. La proprietà immobiliare rappresenta inoltre la principale attività detenuta dai privati nei paesi più avanzati, contando per una percentuale compresa tra il 40-60% della ricchezza delle famiglie in molti paesi europei e in Australia e per il 30% per quelle americane.

A fine 2002 sull'intero pianeta, la ricchezza convogliata nel mercato residenziale ammontava a 48 mila miliardi di dollari contro i 20 mila miliardi di \$ nell'azionario, i 19 mila miliardi di \$ nei titoli di stato e i circa 15 mila miliardi nei corporate bond.

L'andamento del valore degli immobili, nei paesi più ricchi, sembra inoltre aver influito in modo rilevante sull'andamento dei consumi privati che, soprattutto negli Stati Uniti, hanno rappresentato nell'ultimo periodo uno dei fattori più importanti nell'evitare una caduta dei ritmi di crescita superiore a quella attuale. Secondo studi empirici recenti, ad esempio, negli Stati Uniti un aumento della ricchezza delle famiglie di 1\$ derivante dalla crescita dei corsi azionari determina una crescita dei consumi di circa 2-5 centesimi nel corso del triennio seguente; una crescita della stessa entità della ricchezza reale avvenuta grazie a un aumento dei prezzi degli immobili sembra invece determinare un aumento dei consumi pari a 4-6 centesimi nello stesso arco di tempo. Tale maggiore impatto del prezzo degli immobili sull'aumento dei consumi sembrerebbe determinato in primo luogo dal modo in cui vengono finanziati i due diversi investimenti, mentre infatti l'acquisto di azioni avviene soprattutto facendo ricorso ai risparmi accumulati, cosa che implicitamente sembra limitare la capacità di spesa per consumi nel periodo seguente, nel caso degli immobili si ricorre al mutuo bancario, il ricorso all'autofinanziamento appare quindi più limitato. L'investimento immobiliare inoltre viene ritenuto ancora più sicuro e meno volatile di quello azionario: un guadagno proveniente dall'aumento del prezzo delle case quindi viene speso più facilmente poiché ritenuto più "stabile". Secondo stime empiriche condotte su campioni di paesi industrializzati, sarebbe soprattutto per questo motivo che la propensione marginale al consumo per la ricchezza reale sarebbe sistematicamente superiore rispetto a quella calcolata per la ricchezza finanziaria: negli Usa ad esempio quest'ultima sarebbe di 6 centesimi di dollaro mentre quella per la ricchezza reale sarebbe di 7-10 centesimi per \$. I risultati tuttavia non appaiono univoci, infatti altri studi, relativi a periodi di tempo più lunghi, rilevano al contrario una maggiore propensione al consumo legata alla ricchezza finanziaria, in particolare, questa sembrerebbe più accentuata nei paesi anglosassoni rispetto ai paesi dell'Europa continentale e al Giappone. Studi del Fmi, infine, mostrano come l'effetto ricchezza immobiliare sia superiore nei paesi mercato-centrici rispetto a quelli banco-centrici.

In ogni caso, l'evidenza empirica conferma l'importanza dell'andamento del mercato immobiliare, sia nelle decisioni di spesa, sia più in generale sull'andamento dell'economia. Ciò appare tanto più evidente in un periodo come quello attuale, in cui si comincia a sostenere da più parti che, dove minaccia di realizzarsi, il rischio deflazione appare frenato (oltre che dalla mancata discesa dei salari) anche dai prezzi ancora elevati del mercato immobiliare. L'interesse degli studiosi per l'eventuale presenza di una bolla immobiliare deriva inoltre dalla consapevolezza che data la fragile situazione economica mondiale l'eventuale implosione della bolla potrebbe comportare l'ingresso "ufficiale" in una fase recessiva. Ma esistono segnali di un'imminente scoppio della bolla?

Negli ultimi dieci anni i prezzi hanno conosciuto incrementi a due cifre in molti paesi: aumenti superiori al 50% si sono registrati in Australia, Regno Unito, Irlanda, Paesi Bassi, Spagna e Svezia; negli Stati Uniti le quotazioni sono salite del 30%, ma si tratta comunque dell'incremento maggiore mai registrato nella storia. Segnali di rallentamento hanno cominciato a manifestarsi in alcune città, soprattutto Londra, New York e Amsterdam, ma quasi ovunque gli operatori del settore continuano a sostenere che i prezzi non si ridurranno in modo significativo. Molti autorevoli voci (ad esempio Greenspan) sostengono l'ipotesi di un rallentamento graduale del mercato che non dovrebbe comportare (almeno non in termini generalizzati) un crollo delle quotazioni degli immobili. I meccanismi di salvataggio sarebbero individuabili nei tassi di interesse bassi e in una domanda abitativa cui fa riscontro una debole offerta (per cui la maggior parte di coloro i quali acquista una casa lo fa ancora per una esigenza abitativa). D'altro canto esistono esempi in cui nonostante tali fattori il mercato immobiliare è crollato: in Giappone, ad esempio, dove i prezzi delle case sono scesi considerevolmente negli ultimi dieci anni nonostante i bassi tassi e ad Hong Kong dove nonostante si registri una delle maggiori carenze di spazi abitativi i prezzi delle case sono diminuiti di quasi i due terzi negli ultimi cinque anni. Il timore in definitiva è che mentre negli anni passati l'inflazione più alta abbia coperto in parte la sopravvalutazione degli immobili permettendo un equilibrio senza bisogno di grosse riduzioni nei prezzi, in un periodo di bassa inflazione i prezzi nominali debbano necessariamente scendere.



ALLA PROVA DEGLI UTILI

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

Il rialzo dei mercati azionari è proseguito incurante dei segnali sempre più contrastanti provenienti dall'economia statunitense.

I primi accenni di miglioramento (fiducia e manifatturiero) non sono in grado di rassicurare gli investitori sul reale stato di salute della congiuntura americana, gravata dall'inerzia del mercato del lavoro, dal calo dei consumi e dalla spirale negativa dei prezzi.

La sostenibilità dell'attuale fase rialzista è quindi ancora da verificare. Le condizioni per un proseguimento attivo del *rally* non trovano riscontro nei fondamentali, negli oscillatori tecnici (ipercomprato) e nei multipli (P/e) ampiamente deteriorati.

La grande attesa per le prossime mosse di politica monetaria da parte della BCE ha spinto i listini ad anticipare e scommettere sull'eventuale taglio dei tassi.

In prossimità dell'evento, viene meno quindi la spinta propulsiva del *rally* ed aumenta il rischio di prese di beneficio, realizzazioni programmate e pressioni speculative.

La caduta dei rendimenti, non solo decennali, alimentata proprio dalle aspettative di riduzione dei tassi, rende ancor più ardua l'allocazione dei fondi e l'ottimizzazione delle risorse finanziarie tra azionario, monetario, tasso fisso e tasso variabile.

Gli indici azionari sono a ridosso delle resistenze chiave, le più difficili da rompere senza scivolare nuovamente verso i minimi di periodo.

Il *sentiment* di mercato in miglioramento non tiene conto del rischio associato ad un livello così alto di ipercomprato, compatibile con una riduzione dell'attuale slancio rialzista.

Le potenzialità di ritracciamento vengono inoltre confermate dalla struttura dei *price earning*, ancora al di sopra dei livelli di equilibrio. Ma il vero *test* di sostenibilità del *trend* verrà comunque dalla nuova, intensa stagione di bilanci trimestrali in arrivo sulle sponde della *Corporate America*.

Nasdaq v/s Dow Jones



Titoli Growth (high-tech) in pole position



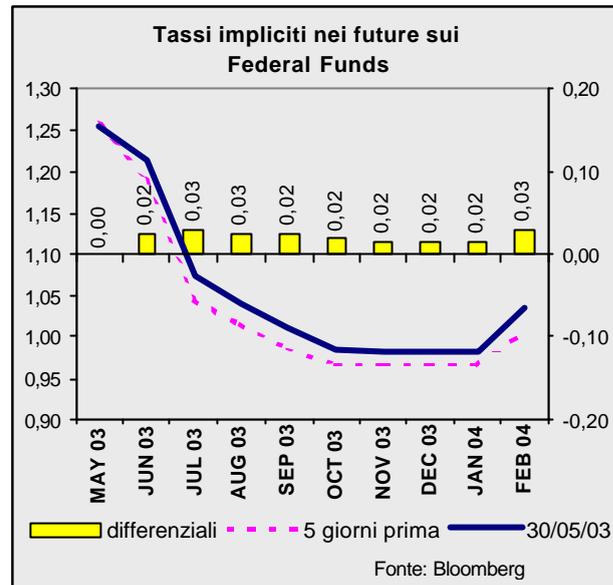
	Dati storici			Variazioni percentuali							
	2/6/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.684	17.789	17.731	21.952	29.834	28.094	5,0	5,4	-14,9	-37,4	-33,5
MIB 30	25.759	24.433	24.322	29.952	42.906	41.477	5,4	5,9	-14,0	-40,0	-37,9
DOW JONES IND.	8.898	8.601	8.583	9.925	10.646	11.358	3,4	3,7	-10,4	-16,4	-21,7
NASDAQ	1.591	1.510	1.503	1.616	2.292	4.131	5,3	5,8	-1,5	-30,6	-61,5
STANDARD & POOR'S	967	933	930	1.067	1.283	1.455	3,6	4,0	-9,4	-24,6	-33,5
NIKKEI 225	8.547	8.227	7.907	11.764	13.786	18.934	3,9	8,1	-27,3	-38,0	-54,9
FTSE100	4.129	3.980	3.953	5.085	6.175	6.930	3,8	4,5	-18,8	-33,1	-40,4
CAC40	3.048	2.886	2.863	4.275	5.799	5.917	3,5	2,9	-28,7	-47,4	-48,3
DAX30	3.065	2.828	2.866	4.818	6.290	6.751	8,4	2,6	-36,4	-51,3	-54,6
MADRID	688	663	673	814	879	1.012	3,7	2,3	-15,5	-21,7	-32,0
SINGAPORE	1.381	1.335	1.299	1.672	1.896	2.583	3,4	6,3	-17,4	-27,2	-46,5
HONG KONG	9.638	9.493	8.808	11.302	14.870	17.370	1,5	9,4	-14,7	-35,2	-44,5
DJ EURO STOXX50	2.379	2.242	2.322	3.426	4.702	4.849	6,1	2,5	-30,5	-49,4	-50,9
MSCI WORLD	866	838	822	968	1.202	1.422	3,3	5,2	-10,6	-28,0	-39,1
MSCI EMU	124	117	121	175	233	243	5,5	2,6	-29,3	-46,9	-49,1
MSCI FAR EAST	1.547	1.556	1.487	2.056	2.572	3.605	-0,6	4,1	-24,7	-39,8	-57,1
MSCI NORTH AMERICA	977	945	938	1.074	1.302	1.525	3,5	4,2	-8,9	-24,9	-35,9

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- Negli Usa, la crescita del Pil del primo trimestre è stata rivista al rialzo dall'1,6 all'1,9% t/t annualizzato. L'andamento delle componenti del Pil conferma un quadro misto per l'economia americana. Per la prima volta il contributo netto del commercio estero è stato positivo grazie al calo delle importazioni (-7,1% annuo t/t). La spesa delle famiglie (+2%) e l'edilizia residenziale (+11%) hanno dato un significativo supporto alla crescita. Per contro, gli investimenti in macchinari e software sono tornati a diminuire (-6,3%), confermando le preoccupazioni, espresse da Greenspan nell'ultima audizione al Congresso, quando ha individuato nell'inerzia delle aziende il problema centrale dell'economia americana.
- Tuttavia, nonostante la situazione sfavorevole per gli investimenti, confermata anche dal calo in maggio degli ordinativi di beni durevoli (ex difesa ex velivoli, -3%), non è irragionevole ipotizzarne un recupero nella seconda parte del 2003 a fronte di una tenuta dei consumi. Sia i tassi a breve che quelli a lunga sono su minimi storici, il prezzo del petrolio è notevolmente più basso rispetto ai picchi toccati in febbraio e il cambio del dollaro è sceso su livelli decisamente più competitivi.
- In Europa è stata divulgata una serie di dati sul clima di fiducia di maggio di imprese e famiglie: Si tratta delle prime indicazioni che si riferiscono a un arco temporale successivo alla guerra in Irak. L'indicatore più importante è stato l'IFO, che ha fotografato l'umore del mondo imprenditoriale tedesco, con un miglioramento verso quota 87,6 da 86,6 trainato dalla componente delle aspettative, mentre le valutazioni sulla situazione attuale hanno segnato un arretramento. L'incremento di maggio, che segue due mesi di cali in marzo e aprile, segnala una stabilizzazione economica che avrà bisogno di ulteriori conferme per essere interpretata come una svolta positiva per il corporate tedesco. Un miglioramento delle aspettative sulla produzione industriale emerge dagli indicatori francesi. In Olanda è aumentata leggermente la fiducia della famiglie ed è peggiorata quella delle imprese. In Italia si rileva un deterioramento generalizzato della fiducia sia presso i produttori che presso i consumatori. L'evoluzione di questi indicatori è mista e l'indice di fiducia della Commissione europea di maggio che riguarda l'area dell'euro nel suo complesso è sostanzialmente stabile (98) rispetto al mese precedente (98,1). Gli indicatori relativi alle imprese e alle famiglie, calcolati dalla Commissione europea, mostrano una leggera limatura: la fiducia del corporate europeo scende leggermente a -13 da -12, e quella delle famiglie passa a -20 da -19. Anche il Purchasing Managers' Index (Pmi) arretra a 46,8 in maggio dal precedente 47,8. Questi dati confermano il quadro di estrema debolezza emerso dal Pil del primo trimestre dei principali paesi europei, con l'eccezione della Spagna. La fiacca evoluzione congiunturale, il ridimensionamento dell'inflazione all'1,9% in maggio, l'apprezzamento dell'euro rafforzano unanimemente l'ipotesi un consistente allentamento monetario al meeting della Bce del 5 giugno.
- Lo stesso giorno la Banca d'Inghilterra dovrebbe lasciare il saggio guida invariato al 3,75% anche a seguito del recente pronunciato deprezzamento della sterlina, che dal gennaio scorso ha perso il 15% nei confronti dell'euro. La modesta crescita del primo trimestre (0,2% contro 0,4% nel quarto del 2002) risulta in gran parte influenzata dal conflitto iracheno e da un anomalo calo nella produzione di petrolio. Le prospettive per il secondo trimestre restano migliori. In maggio è risalita la fiducia delle famiglie e i prezzi delle case hanno ripreso ad aumentare (+1,3% m/m e +21,4% a/a). Il basso livello dei tassi a breve e a lungo termine, cui si somma il recupero della Borsa e il deprezzamento del cambio, contribuisce a sostenere la crescita.



	dati storici		03/06/03	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	126	119	118	116	123
dollaro-euro	0,916	1,077	1,177	1,195	1,140
yen-euro	116	129	139	138	140
sterlina-euro	0,628	0,670	0,718	0,722	0,670
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,91	1,34	1,27	1,30	1,50
euro	3,46	2,69	2,26	2,10	2,30
yen	0,08	0,06	0,04	0,04	0,08
sterlina	4,15	3,75	3,56	3,62	3,80
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	5,14	3,88	3,41	3,40	4,40
Germania	5,17	3,96	3,74	3,50	4,10
Giappone	1,36	0,83	0,50	0,60	0,80
Italia	5,41	4,16	3,93	3,67	4,25
Gran Bretagna	5,24	4,19	4,08	3,86	4,45

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

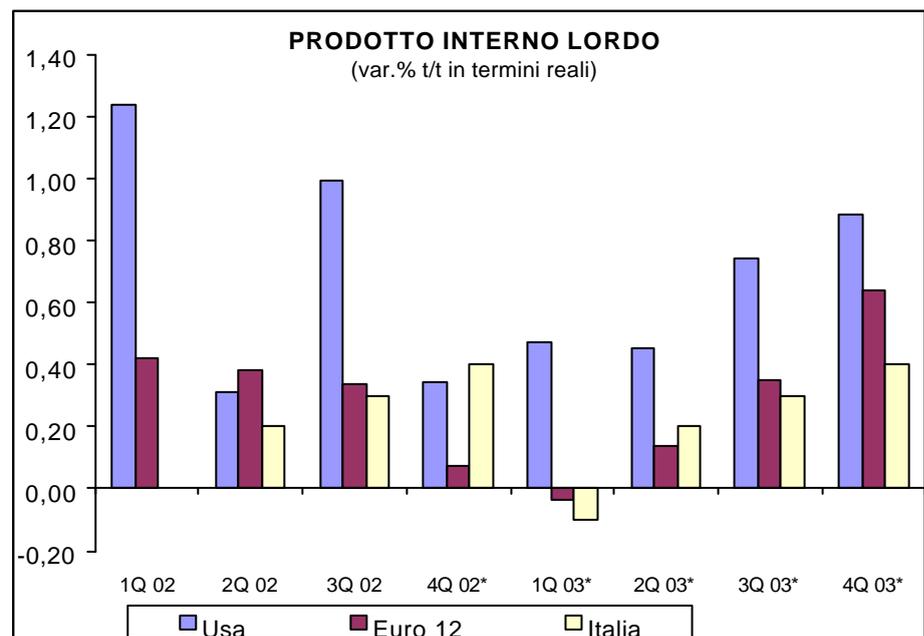
AREA EURO

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

ITALIA

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

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.057
Italia	1.254



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	106,8	107,1	107,7	108,4	108,9	109,0	108,8	108,7	109,0	109,1	109,0	109,5	108,5
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,2	113,2	113,1	113,1	113,3	113,5	113,4	113,8	113,1
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	-0,5	0,3	0,6	0,7	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	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,4	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,0	1,9	2,2	2,8	3,1	2,8	2,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,4
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	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	103,9	104,1	102,6
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,6	105,4	105,8	106,2	106,4	106,5	105,4
<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	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,7
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,9	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3	2,7

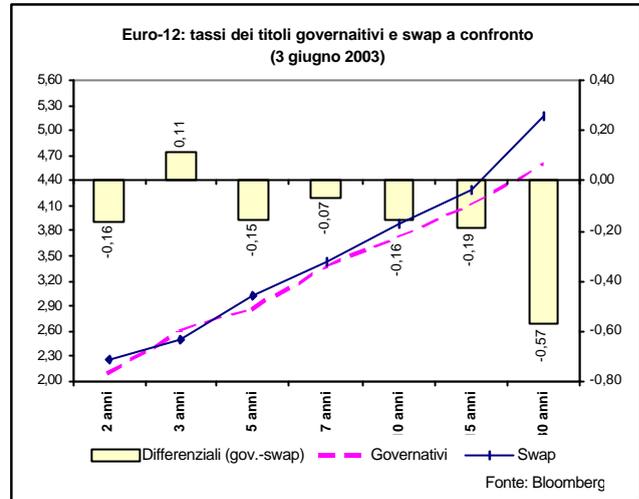
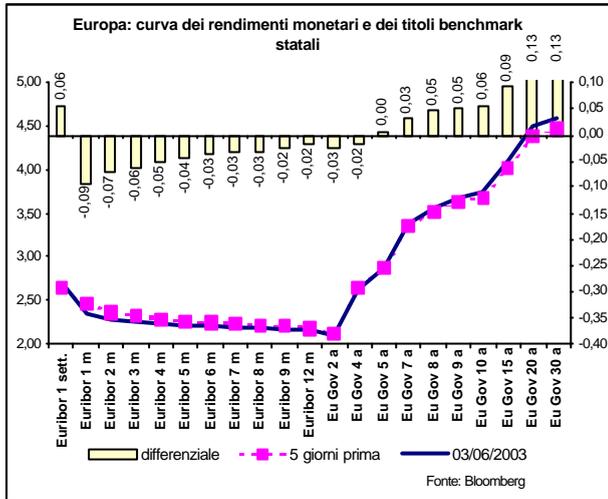
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

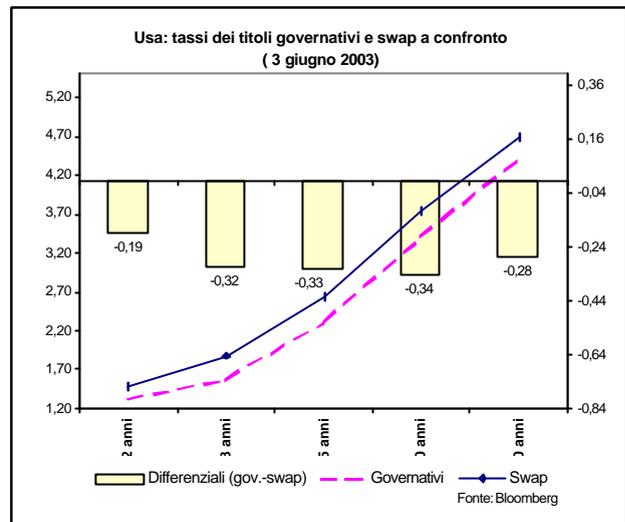
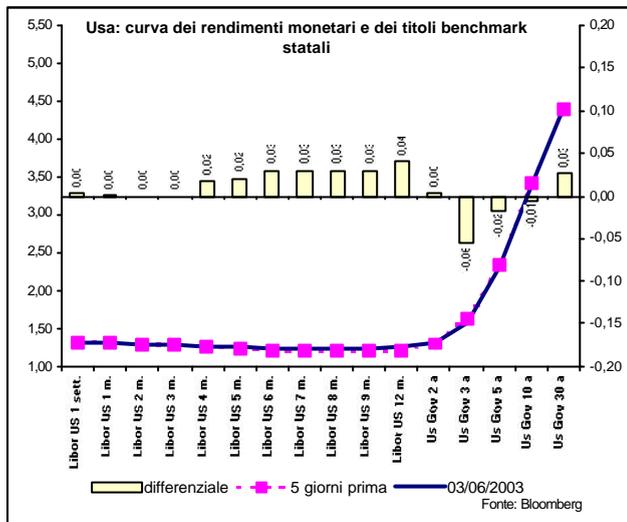
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	2/6/03	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,167	1,181	1,124	0,939	1,049	1,179	-1,2	3,9	24,3	11,3	-1,0
Canada	1,606	1,628	1,593	1,438	1,655	1,800	-1,4	0,8	11,7	-3,0	-10,8
Australia	1,791	1,795	1,780	1,651	1,856	1,910	-0,3	0,6	8,4	-3,5	-6,3
Nuova Zelanda	2,028	2,024	1,999	1,944	1,998	2,223	0,2	1,4	4,3	1,5	-8,8
Giapponese	138,7	138,5	133,4	116,4	124,4	133,7	0,1	3,9	19,1	11,5	3,7
Argentina	3,345	3,412	3,136	3,373	3,531	1,180	-2,0	6,7	-0,8	-5,3	183,6
Svizzera	1,528	1,526	1,510	1,464	1,452	1,617	0,1	1,1	4,3	5,2	-5,5
Regno Unito	0,718	0,721	0,700	0,641	0,651	0,711	-0,5	2,5	12,0	10,3	0,9
Svezia	9,113	9,198	9,117	9,107	9,153	9,470	-0,9	0,0	0,1	-0,4	-3,8
Danimarca	7,424	7,425	7,425	7,432	7,429	7,450	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3
Norvegia	7,870	7,868	7,854	7,478	7,276	8,855	0,0	0,2	5,2	8,2	-11,1
Cipro	0,587	0,587	0,588	0,579	0,573	0,582	0,1	-0,2	1,4	2,4	0,8
Repubblica Ceca	31,36	31,40	31,27	30,42	31,58	35,11	-0,1	0,3	3,1	-0,7	-10,7
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	252,1	246,0	245,9	242,6	236,3	251,5	2,5	2,6	3,9	6,7	0,3
Lettonia	0,656	0,659	0,641	0,582	0,614	0,667	-0,4	2,4	12,8	6,8	-1,6
Lituania	3,452	3,453	3,453	3,452	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,430	0,431	0,427	0,411	0,418	0,443	-0,2	0,8	4,7	2,9	-2,9
Slovacchia	41,12	41,15	40,84	43,67	41,50	42,99	-0,1	0,7	-5,8	-0,9	-4,3
Slovenia	233,2	233,2	232,7	225,5	230,2	189,0	0,0	0,2	3,4	1,3	23,4
Polonia	4,3949	4,346	4,245	3,778	4,021	4,071	1,1	3,5	16,3	9,3	8,0
Russia	35,93	36,45	34,91	29,27	33,53	25,32	-1,4	2,9	22,7	7,2	41,9
EURO	91,6	91,8	89,2	80,4	84,5	93,3	-0,2	2,7	13,9	8,5	-1,8

cambio effettivo nominale

Fonte : Datastream.

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						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa					
	valuta locale per dollaro Usa											
	2/6/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	
Canada	1,368	1,372	1,419	1,527	1,572	1,598	0,3	3,7	11,7	14,9	16,8	
Australia (*)	0,658	0,660	0,631	0,567	0,562	0,516	-0,2	4,3	16,0	17,2	27,6	
Nuova Zelanda (*)	0,581	0,585	0,564	0,481	0,524	0,425	-0,8	2,9	20,8	10,7	36,6	
Giappone	118,6	116,9	119,1	124,1	118,8	131,8	-1,4	0,4	4,7	0,1	11,2	
Corea del Sud	1.205	1.193	1.214	1.233	1.200	1.320	-1,0	0,7	2,3	-0,4	9,5	
Filippine	53,08	52,77	52,50	50,22	53,60	51,60	-0,6	-1,1	-5,4	1,0	-2,8	
Indonesia	8.240	8.175	8.660	8.830	8.950	10.370	-0,8	5,1	7,2	8,6	25,8	
Singapore	1,729	1,721	1,772	1,788	1,734	1,849	-0,4	2,5	3,4	0,3	6,9	
Thailandia	41,63	41,80	42,78	42,38	43,11	44,05	0,4	2,8	1,8	3,6	5,8	
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
India	47,11	46,88	47,34	49,01	47,97	48,27	-0,5	0,5	4,0	1,8	2,4	
Argentina	2,85	2,90	2,79	3,56	3,36	1,00	1,7	-1,9	25,0	18,0	-65,0	
Brasile	2,98	3,03	2,97	2,52	3,54	2,30	1,7	-0,3	-15,4	18,9	-22,9	
Cile	711,5	705,1	698,3	655,6	720,3	646,3	-0,9	-1,9	-7,9	1,2	-9,2	
Colombia	2.846	2.858	2.864	2.318	2.867	2.297	0,4	0,6	-18,5	0,8	-19,3	
Messico	10,24	10,26	10,23	9,66	10,46	9,11	0,2	-0,1	-5,6	2,2	-11,0	
Perù	3,49	3,49	3,46	3,46	3,50	3,44	0,0	-0,8	-0,9	0,3	-1,5	
Uruguay	27,86	29,16	29,43	16,61	27,20	14,75	4,7	5,6	-40,4	-2,4	-47,1	
Venezuela	1.598	1.598	1.598	1.136	1.387	759	0,0	0,0	-28,9	-13,2	-52,5	
Israele	4,41	4,46	4,50	4,90	4,75	4,48	1,1	2,0	11,1	7,8	1,7	
Sud Africa	8,03	7,88	7,47	9,78	8,57	12,37	-1,8	-7,0	21,7	6,7	54,0	
Turchia	1.418.789	1.455.917	1.536.865	1.441.478	1.643.699	1.429.847	2,6	8,3	1,6	15,9	0,8	
Area dell'Euro (*)	1,167	1,181	1,124	0,939	1,049	0,904	-1,2	3,9	24,3	11,3	29,2	
Regno Unito (*)	1,637	1,638	1,604	1,454	1,610	1,439	-0,1	2,0	12,6	1,7	13,7	
Svizzera	1,299	1,288	1,344	1,572	1,383	1,650	-0,8	3,5	21,0	6,5	27,1	
Danimarca	6,31	6,26	6,61	7,95	7,08	8,28	-0,8	4,7	26,0	12,2	31,3	
Norvegia	6,66	6,66	6,99	7,97	6,97	8,87	-0,1	4,9	19,5	4,5	33,0	
Svezia	7,75	7,76	8,10	9,74	8,69	10,28	0,2	4,5	25,8	12,2	32,7	
Russia	30,71	30,83	31,10	31,31	31,78	30,14	0,4	1,3	1,9	3,5	-1,9	
Polonia	3,79	3,68	3,79	4,02	3,81	3,96	-2,8	0,0	6,2	0,6	4,5	
Repubblica Ceca	26,50	26,57	27,84	32,41	30,14	35,27	0,3	5,0	22,3	13,7	33,1	
Ungheria	216,0	207,2	218,9	259,4	224,9	272,9	-4,1	1,3	20,1	4,1	26,3	
DOLLARO USA	102,4	101,9	105,2	116,6	110,5	122,0	0,5	-2,7	-12,2	-7,3	-16,1	

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 3 AL 9/6/2003)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 4	Svezia: riunione di politica monetaria. Annuncio tassi.
Giovedì 5	Stati Uniti: la Fed pubblica i dati dei flussi dei fondi per gli USA Stati Uniti: intervento di Broadus sull'economia americana a Washington Area Euro: la Commissione Europea pubblica le previsioni del PIL del II e III trimestre Area Euro: la BCE annuncia i tassi ☺ Regno Unito: la Banca d'Inghilterra annuncia i tassi ☺

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 3	Francia	Fiducia dei consumatori	maggio	-29,0	-27,0
	Area euro	Prezzi alla produzione	aprile	0,2% m/m;2,4% a/a	-0,4% m/m;1,7% a/a
		Tasso di disoccupazione	aprile	8,8%	8,8%
Mercoledì 4	Area Euro	PMI servizi	maggio	47,7	47,0
		PMI sintetico	maggio	48,4	47,8
		Vendite al dettaglio	marzo	-0,8% m/m;0,7% a/a	-1,1% m/m;-1,1% a/a
	Italia	PMI servizi	maggio	49,8	50,5
	Francia	PMI servizi	maggio	51,1	50,0
	Regno Unito	PMI servizi	maggio	50,7	51,4
		CBI: indagine sul settore distributivo	maggio	10	16
Giovedì 5	Germania	Variazione disoccupati ☺	maggio	44.000	40.000
		Tasso di disoccupazione	maggio	10,7%	10,8%
		Ordini all'industria ☺	aprile	-3,2% m/m;-1,1% a/a	0,5% m/m;-1,9% a/a
	Area Euro	PIL	I tr. 03	0,1% t/t;1,2% a/a	0,0% t/t;0,8% a/a
Venerdì 6	Area Euro	Indicatore anticipatore OECD	aprile	119,1	118,9
	Stati Uniti	Retribuzioni orarie	maggio	0,1% m/m	0,2% m/m
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 3	Stati Uniti	Vendita totale veicoli	maggio	16,5 mln	16,3 mln
Mercoledì 4	Stati Uniti	ISM non manifatturiero ☺	maggio	50,7	51,0
		Produttività	I tr. 01	1,6%	2,0%
Giovedì 5	Stati Uniti	Ordini all'industria	aprile	2,2% m/m	-1,5% m/m
		Richieste sussidio di disoccupazione	31 maggio	424.000	425.000
		Retribuzioni medie	maggio	0,1% m/m	0,2% m/m
Venerdì 6	Stati Uniti	Tasso di disoccupazione ☺	maggio	6,0%	6,1%
		Variazione occupati non agricoli ☺	maggio	-48.000	-30.000
		Credito al consumo	aprile	\$ 0,9 mld	\$ 2,0 mld

