

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

23 settembre 2003
n. 29 - 2003

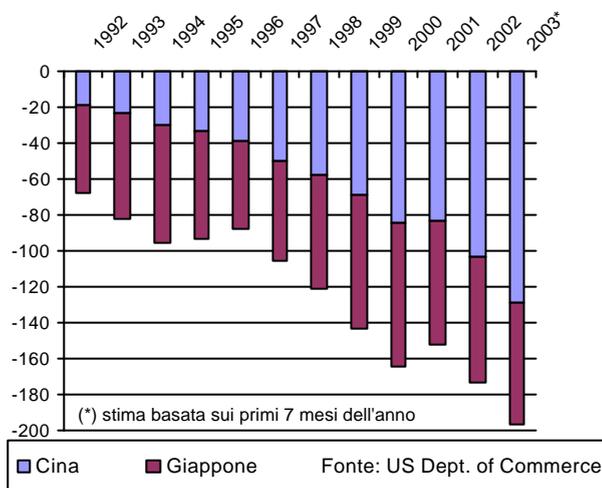
Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

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

**STATI UNITI: DEFICIT COMMERCIALE CON
CINA E GIAPPONE (in miliardi di \$)**



- ✓ Non c'è solo la crescita del "made in China" dietro la dilatazione del deficit commerciale degli Stati Uniti. Negli ultimi dieci anni il disavanzo nei confronti di Pechino è aumentato ad una velocità pari a quella del deficit complessivo. La quota della Cina è quindi rimasta attestata intorno al 22% del saldo totale, mentre è drasticamente diminuito il peso del Giappone. In salita, invece, l'incidenza sul deficit commerciale USA determinato dagli scambi sia con l'Europa sia con l'America latina. All'interno delle importazioni americane dalla Cina risulta elevato il peso delle produzioni effettuate nel paese asiatico da multinazionali, soprattutto americane. Sono quindi le imprese USA di media e piccola dimensione a soffrire di più la concorrenza del "made in China" e a trarre possibili vantaggi da un'eventuale rivalutazione del renminbi.
- ✓ L'economia polacca accelera il passo nel secondo trimestre e accredita l'ipotesi di una crescita del PIL del paese del 3,5% nel 2003. Insieme al PIL, tuttavia, tende a crescere anche il disavanzo pubblico.

NON SOLO CINA NEL DEFICIT COMMERCIALE USA

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

- L'invasione del "made in China" viene indicata come una delle cause dell'aumento della disoccupazione americana.
- Negli ultimi dieci anni il deficit con la Cina ha di fatto contribuito "solo" proporzionalmente all'aumento del disavanzo commerciale complessivo degli Usa, mentre per gli altri paesi si è avuta una rotazione. La quota del Giappone si è ridotta drasticamente, quella dell'Unione Europea e dell'America Latina è aumentata.
- Gran parte delle esportazioni dell'Asia verso gli Usa passano attraverso la Cina, divenuta un polo di assemblaggio per beni intermedi prodotti nel resto dell'Asia.
- All'aumento dell'export cinese contribuiscono inoltre le sussidiarie di imprese estere, tra cui molte americane.

L'elevato e crescente disavanzo commerciale Usa sta diventando un tema scottante della campagna per le elezioni presidenziali del novembre 2004 anche perché la ripresa economica, sia pure molto vigorosa, non ha ancora prodotto un aumento dell'occupazione. Dall'insediamento di Bush, nel gennaio del 2001, il settore manifatturiero ha perso 2,6 milioni di posti di lavoro, di cui 1,4 milioni dopo la fine della recessione nel novembre 2001. La crescita sostenuta delle importazioni americane, più che raddoppiate in valore negli ultimi dieci anni, sta mettendo in difficoltà il settore

manifatturiero. Il più elevato deficit commerciale bilaterale degli Stati Uniti è ormai quello con la Cina che nel 2002 (-\$103 mld) ha superato il Giappone: l'invasione del "made in China" viene quindi indicata come una delle principali cause dell'aumento della disoccupazione Usa. A seguito delle proteste delle piccole e medie imprese è stata presentata al Senato una proposta per imporre dazi del 27,5% su tutte le importazioni cinesi se la Cina non deciderà di rivalutare il cambio, fermo a 8,28 rennimbis per dollaro dal 1994. Il segretario al commercio Evan ha inoltre mostrato l'intenzione di creare una commissione di studio che indaghi sugli ostacoli al commercio ed in particolare sulle pratiche commerciali della Cina, da molti considerate sleali. Il G7 a Dubai, il 20 settembre scorso, su pressioni dell'amministrazione Usa, ha auspicato una maggiore flessibilità delle valute, alludendo a yen e rennimbis.

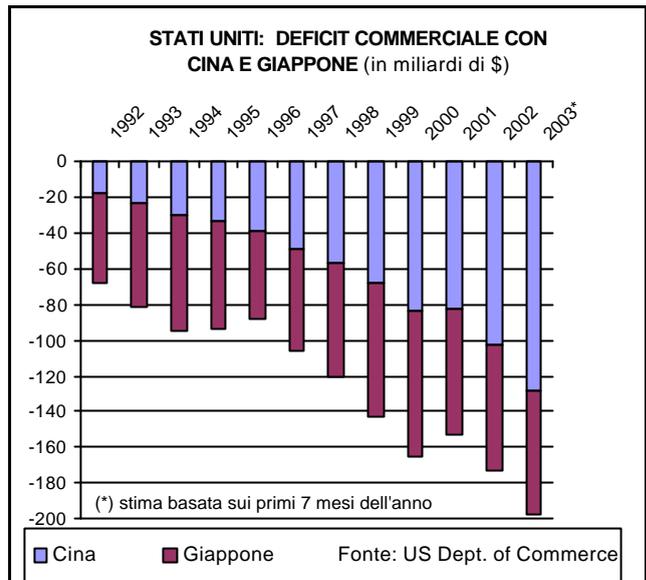
Negli ultimi dieci anni il deficit con la Cina ha di fatto tenuto "solo" il passo con l'aumento del disavanzo commerciale complessivo degli Usa, visto che ne ha sempre rappresentato il 22% circa. Per gli altri principali paesi si è osservata invece una rotazione. In particolare, la quota del disavanzo con il Giappone si è ridotta drasticamente (dal 51% nel 1993 al 15% nel 2002 e all'11,8% nei primi 7 mesi di quest'anno). In valore questo disavanzo si è infatti stabilizzato intorno a -\$70 miliardi a seguito di una crescita delle importazioni dal Giappone sempre inferiore, negli ultimi dieci anni, alla dinamica registrata dall'import totale degli Stati Uniti. Per l'Unione Europea si è invece avuto un aumento (dall'8% del 1993 al 17,5% nel 2002 e al 16,6% nel 2003) a causa soprattutto dell'inversione del saldo commerciale con la Gran Bretagna, passato in disavanzo a partire dal 1999. D'altra parte risulta forte l'aumento del disavanzo con il Messico dopo l'avvio del Nafta nel 1994 per via della crescita molto elevata delle importazioni Usa. Infine dal 1999 è passato in disavanzo anche il saldo degli Usa con l'America Latina (escluso il Messico) a seguito della svalutazione registrata negli ultimi anni dalle valute di alcuni importanti paesi, come Argentina, Brasile, Uruguay.

Anche se non si può escludere che la competitività relativa dei prodotti cinesi, e non solo cinesi, nei confronti di quelli statunitensi abbia avuto un ruolo non marginale nel far crescere l'import americano e nel frenarne l'export, il disavanzo commerciale Usa è di fatto principalmente causato dallo squilibrio tra risparmio e investimenti nel paese. La carenza di risparmio induce gli Usa ad attirare capitali esteri che contribuiscono a finanziare consumi e investimenti, una parte dei quali si traduce in importazioni. Anche il ruolo di locomotiva a livello mondiale svolto dagli Usa negli ultimi dieci anni è di fatto uno dei fattori alla base dell'aumento del disavanzo: la stessa crescita del disavanzo con la Cina ha registrato una battuta di arresto solo nel 2001 quando il Pil Usa è andato in recessione.

Dal 1993 ad oggi le esportazioni statunitensi sono aumentate in valore ad un tasso annuo del 4,4% contro l'8,2% per le importazioni. Gli acquisti dalla Cina sono cresciuti nello stesso periodo del 17,3%, più del doppio rispetto all'import totale. Una crescita solo di poco inferiore è stata registrata per le importazioni dal Messico (+13,2%). Questa analogia di situazione ha alla base circostanze abbastanza simili. Gran parte delle importazioni da Cina e Messico provengono infatti da industrie straniere (soprattutto americane) insediate in questi paesi per sfruttare i bassi costi di produzione e le occasioni offerte da un vasto mercato di sbocco. Non a caso le proteste delle imprese americane contro la sottovalutazione del rennimbis vengono in prevalenza dalle piccole e medie imprese americane che non partecipano al processo di globalizzazione piuttosto che dalle multinazionali. Inoltre, per quel che riguarda l'area asiatica, mentre il disavanzo commerciale degli Usa con la Cina è aumentato in valore significativamente negli ultimi dieci anni quello con il resto dell'area (Giappone incluso) si è stabilizzato. E' infatti cresciuto l'interscambio fra i paesi asiatici che vedono la Cina come punto di assemblaggio di beni intermedi prodotti nel resto dell'Asia. A questo si aggiunge l'elevato numero di sussidiarie di imprese asiatiche presenti in Cina e di *joint ventures* specie con il Giappone. Così una parte non secondaria delle esportazioni dell'area asiatica verso gli Usa, che figura provenire dalla Cina, di fatto sostituisce importazioni che prima venivano direttamente dagli altri paesi asiatici.

Il disavanzo Usa sta toccando livelli ritenuti insostenibili nel lungo termine. Correggere tale disavanzo sta diventando sempre più gravoso a causa della bassa crescita registrata dalle altre principali economie, della lenta apertura dei paesi emergenti e dell'elevato livello raggiunto dalle importazioni statunitensi, pari a quasi due volte le esportazioni. Per iniziare ad intaccare il disavanzo Usa, la crescita dell'export dovrebbe infatti essere più che doppia rispetto a quella dell'import.

Riguardo ai rapporti con i paesi asiatici non bisogna però dimenticare che a fronte dei loro elevati surplus commerciali e di interventi sul mercato dei cambi, vi è stato un forte aumento delle riserve in dollari di questi paesi, che le banche centrali (specie di Cina e Giappone) investono in titoli del Tesoro e delle Agencies Usa (come Fannie Mae e Freddie Mac). Questi capitali contribuiscono a tenere bassi i tassi a lunga, favorendo così gli investimenti, i consumi e il mercato immobiliare. Il venire meno di questi afflussi potrebbe quindi spingere al rialzo i tassi e frenare la crescita statunitense.



ARGENTINA TRA DEBITI E RIPRESA

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

- Il 22 settembre sono state avanzate le prime proposte di ristrutturazione del debito verso i creditori privati. Il giudizio degli investitori è stato negativo. Precedentemente, il Fondo Monetario Internazionale aveva intanto concesso all'Argentina un prestito triennale di 12,5 miliardi di dollari. Il prestito fa parte di un pacchetto di finanziamenti per complessivi 21 miliardi e costituisce in pratica il rifinanziamento di tutte le obbligazioni nei confronti delle istituzioni internazionali per il periodo 2004-2006.
- In Argentina la ripresa è in corso. I recenti dati relativi al secondo trimestre indicano una crescita del 7,6% dopo un 5,4% registrato nel primo. Sembra dunque superata la fase più difficile di un ciclo economico caratterizzato da quattro anni di crescita negativa. La ripresa dell'economia reale è in gran parte attribuibile alla svalutazione del peso rispetto al dollaro dopo l'abbandono del Currency Board avvenuto nel gennaio 2002.

Argentina

	2002	2003	2004
Popolazione (milioni di abitanti)	35,9		
Pil pro capite (in US\$)	6.100		
Pil (var. % annua)	-10,9	5,5	4,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	25,9	15,0	12,0
Cambio peso/US\$ (media annua)	3,06	2,95	3,20
Saldo partite correnti (in % Pil)	8,5	7,5	6,0

fonte: IIF e ns. elaborazioni

L'Argentina ha ottenuto la scorsa settimana dal Fondo Monetario Internazionale un prestito triennale di 12,5 miliardi di dollari. Il prestito fa parte di un pacchetto di finanziamenti per complessivi 21 miliardi e costituisce in pratica il rifinanziamento di tutte le obbligazioni nei confronti delle istituzioni internazionali per il periodo 2004-2006. Il prestito è stato concesso all'indomani del rimborso al Fondo di 2,9 miliardi di dollari da parte del governo argentino, che ha utilizzato parte delle riserve internazionali. Il governo ha anche redatto una lettera di intenti dove è contenuto l'impegno a raggiungere un surplus fiscale primario del 3% del Pil nel 2004, leggermente al di sotto di quanto richiesto originariamente dal FMI. Per il biennio 2005-06 non sono stati indicati target specifici e questo è stato oggetto di critiche da parte di alcuni consiglieri nordeuropei del Fondo, che peraltro si sono astenuti sulla decisione di concessione del finanziamento. Sono state altresì avanzate le prime proposte del governo argentino sulla ristrutturazione del debito verso i creditori privati, i quali dovrebbero accettare in sostanza una perdita del 75% del valore nominale dei propri crediti. Le prime reazioni da parte degli investitori sono state negative. Si attendono ovviamente ulteriori sviluppi del negoziato, il cui esito è ritenuto decisivo per il futuro del Paese.

Intanto in Argentina la ripresa è in corso. I dati usciti la scorsa settimana relativi al secondo trimestre indicano una crescita del 7,6% dopo un 5,4% registrato nel primo. Sembra dunque superata la fase più difficile di un ciclo economico caratterizzato da quattro anni di crescita negativa. La ripresa dell'economia reale è in gran parte attribuibile alla svalutazione del peso rispetto al dollaro dopo l'abbandono del Currency Board avvenuto nel gennaio 2002. Da allora il cambio del peso risulta deprezzato di oltre il 60%. La svalutazione ha permesso un processo di sostituzione delle importazioni con produzioni nazionali, mentre le esportazioni, tornate ad essere competitive, sono state frenate dalla scarsa varietà e qualità dei prodotti e dalla carenza di nuovi finanziamenti. L'Argentina ha peraltro evitato l'iper-inflazione tipica delle forti svalutazioni, grazie al controllo della spesa pubblica, all'elevata disoccupazione, al calo dei redditi personali e della domanda, ma anche al mancato adeguamento all'inflazione delle tariffe dei servizi di pubblica utilità. L'inflazione è scesa da oltre il 40% di fine 2002 al 10,2% di giugno 2003. La riduzione della dinamica dei prezzi ha permesso altresì un allentamento della politica monetaria. Nei primi sei mesi di quest'anno, complice anche la migliorata situazione economica, le entrate fiscali sono aumentate di circa il 60%. Dopo la ristrutturazione del debito e la nuova concessione di prestiti da parte del FMI sarà comunque importante migliorare ulteriormente il surplus primario, elevandolo anche dopo il 2004 ad oltre il 3% del Pil. Il debito pubblico è previsto quest'anno salire significativamente anche a causa della prossima emissione dei Boden, i titoli dello Stato che andranno in compensazione della "pesificazione asimmetrica" dei prestiti (al cambio alla pari con il dollaro) e dei depositi (al cambio di 1,40 pesos contro dollaro) praticata a inizio 2002, al momento dell'abbandono del Currency Board. L'introduzione dei Boden dovrà comunque essere preceduta da un accordo tra il Governo e il sistema bancario argentino circa l'entità del compenso. L'accordo tuttavia non appare vicino in quanto il governo sarebbe disposto a offrire circa il 10% rispetto alla richiesta delle banche.

Dopo il raggiungimento dell'accordo con il Fondo, i *policy makers* argentini dovranno ora implementare le proposte circa la ristrutturazione del debito estero con i privati. La ripresa del Paese passa inevitabilmente attraverso il ripristino della fiducia da parte degli investitori, che dovranno assicurare quel flusso di investimenti esteri indispensabile per la crescita. Una crescita che occorre far continuare – hanno affermato al FMI – e che necessita altresì di alcune fondamentali riforme strutturali. Già nel 2004, sempre secondo i dirigenti del Fondo, il governo argentino dovrà varare la riforma fiscale e definire i rapporti tra bilancio federale e quello delle province, che rappresenta da sempre il punto debole della politica economica argentina.

USA: I GIGANTI DEI MUTUI

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

- Il mercato statunitense dei mutui residenziali è cresciuto negli ultimi dieci anni ad un tasso medio dell'8% raggiungendo il volume di \$7.000 mld, cifra pari al 67% del PIL.
- Le agenzie federali sono nate con il mandato di aumentare la liquidità del mercato dei mutui e di superare le limitazioni allora esistenti, creando un legame tra i mercati locali e il mercato nazionale ed internazionale dei capitali.
- Dopo lo scandalo contabile di Freddie Mac si fanno sempre più insistenti le proposte di riforma del settore volte ad una regolamentazione più efficace.

Possedere una casa è stato da sempre parte del grande sogno americano. Una casa è il simbolo del successo economico ma soprattutto il riflesso di quanto profondamente gli americani credano nella proprietà privata. Tanto che la quota di proprietari negli USA è passata negli ultimi dieci anni dal 64% al 69%.

Per comprendere l'evoluzione del mercato dei mutui americani occorre ricordare la crisi finanziaria degli anni Ottanta quando qualcosa come 1.400 *saving and loan associations* ("thrifts") divennero insolventi e fu necessario l'intervento governativo.

I costi associati a questa crisi furono di circa \$200 mld, pari al 3% del PIL americano nel 1990 senza poi considerare il costo in termini di riduzione del PIL a seguito degli erronei investimenti stimato in circa \$200 mld per gli anni '80 e \$300 mld per gli anni '90. In una fase di tassi in rialzo non poteva più essere equilibrato un sistema basato su una raccolta a tassi variabili quale finanziamento di mutui a tasso prevalentemente fisso. La crisi di liquidità e l'insufficienza di capitale delle *thrifts*, da una parte incentivò le stesse a procedere alle cartolarizzazioni dei mutui, dall'altra aprì il mercato alle *mortgage banks*. Da allora il mercato dei mutui residenziali ha raggiunto quasi i \$7.000 miliardi realizzando negli ultimi dieci anni un tasso medio annuo di crescita pari all'8%. Più della metà è assistito da garanzia di credito, una quota raddoppiata rispetto agli anni Ottanta.

Il mercato delle cartolarizzazioni dei mutui residenziali ha raggiunto alla fine del 2002 i \$3.782 mld, crescendo negli ultimi venti anni ad un tasso medio annuo del 12% ed è tradizionalmente destinato agli investitori istituzionali (*saving and loan associations*, banche commerciali, compagnie di assicurazione, fondi pensione e fondi d'investimento). Su tale mercato gli attori dominanti sono state da sempre le agenzie federali. In particolare Fannie Mae e Freddie Mac possiedono o garantiscono il 45% dei mutui residenziali e i loro titoli di debito superano i \$1.500 miliardi, una cifra pari al 40% del debito pubblico americano.

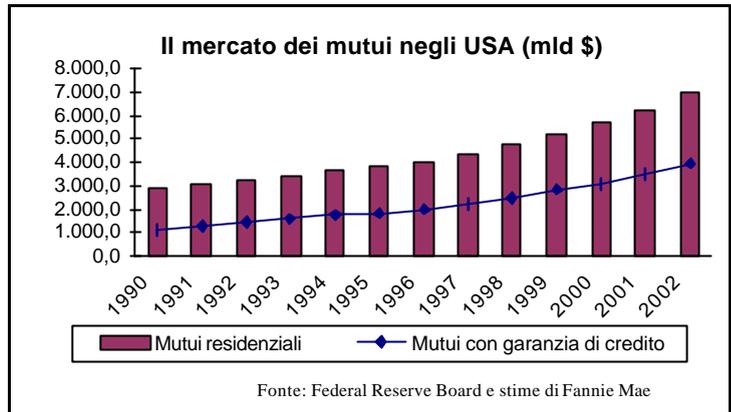
Fannie Mae e Ginnie Mae, traggono la loro origine dal National Housing Act del 1934 con l'istituzione della Federal Housing Administration al fine dichiarato di aumentare il numero di proprietari di abitazioni assicurando i mutui ipotecari dei privati e di promuovere la nascita di associazioni nazionali con tale scopo. Nel 1938 fu creata Fannie Mae, che nel 1968 fu divisa in due entità, una conservò il nome di Fannie Mae e diventò una società a capitale privato, l'altra, Ginnie Mae, rimase di emanazione interamente governativa dipendente dal Department of Housing and Urban Development. Infine nel 1970 l'"Emergency Home Finance Act" ha istituito Freddie Mac che nel 1989 è diventata, alla pari di Fannie Mae, una società a capitale privato.

Il principio alla base della sponsorizzazione governativa delle agenzie era il superamento delle limitazioni esistenti sul mercato dei mutui creando un legame tra i mercati locali e il mercato nazionale ed internazionale dei capitali. Le due Government Sponsored Enterprises (GSE) e Ginnie Mae hanno dunque il compito di aumentare la liquidità del mercato dei mutui liberando risorse prontamente utilizzabili per finanziare ulteriori mutui. In pratica acquistano mutui dalle banche, finanziandosi con emissioni di titoli di debito, con la cartolarizzazione dei mutui o garantendo i mutui cartolarizzati da altre istituzioni.

Nella sua forma più semplice, la creazione di una *mortgage-backed security* (MBS) prevede che un'insieme di mutui venga venduto in blocco ad un trust o ad una società veicolo che diviene proprietaria dei mutui ed emette titoli che hanno come sottostante i mutui stessi. Il pagamento delle cedole agli investitori viene finanziato con il pagamento delle rate dei mutui al netto delle commissioni.

Al fine di favorire la liquidità del mercato, le GSE e Ginnie Mae sono autorizzate a garantire le MBS emesse ma con delle differenze. La garanzia di Ginnie Mae è interamente coperta dallo Stato Federale. Diversamente, le obbligazioni delle GSE, non hanno la piena garanzia federale, ma una linea di credito del Tesoro pari ad appena \$2,5 mld ad oggi mai utilizzata. Le GSE godono di agevolazioni fiscali e soprattutto le MBS da loro emesse sono trattate come titoli di stato con la conseguenza che le istituzioni finanziarie che le acquistano vi attribuiscono una rischiosità pari a zero. Inoltre l'esistenza di vantaggi di natura regolamentare e fiscale aveva nel recente passato limitato il numero di emissioni da parte dei privati.

Dal 1992 l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) ha il compito di vigilare sull'adeguatezza patrimoniale e sulla situazione finanziaria delle GSE, ma da tempo il mercato spinge per una maggiore regolamentazione. Il Segretario del Tesoro, John Snow, ha di recente sottolineato la necessità dell'istituzione di un nuovo organo che dovrà avere la forza, la credibilità e un'adeguata dotazione di risorse finanziarie per vigilare sulle operazioni della GSE e sulle loro condizioni finanziarie al fine della formazione di un mercato dei mutui efficiente, liquido e competitivo. L'attuale vigilanza dell'OFHEO infatti non sarebbe stata in grado di evitare lo scandalo contabile di Freddie Mac, che dovrà rettificare i dati di bilancio di ben tre anni. A seguito dell'erronea contabilizzazione di alcuni derivati ci sarà una correzione degli utili che si tradurrà in una maggiore volatilità degli stessi per gli anni futuri. La stazionarietà degli utili era stata finora un cavallo di battaglia delle GSE a dimostrazione della loro capacità di controllo del mercato. Si fa sempre più difficile per le GSE la possibilità di bloccare le proposte di riforma.



POLONIA: ACCELERA LA CRESCITA, MA ANCHE IL DEFICIT

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

- La Polonia ha accelerato il ritmo di sviluppo nella prima metà del 2003 agevolata dal deprezzamento dello zloty, da politiche monetaria e di bilancio espansive e dall'aumento della produttività. La ripresa potrebbe consolidarsi nel 2004 sulla scia del miglioramento del quadro internazionale.
- Cresce anche il disavanzo pubblico, stimato al 6% del Pil nel 2004. Dopo l'ingresso nella Ue a maggio 2004, aumentano i rischi di un ritardo nell'adozione dell'euro che le autorità polacche hanno lasciato intendere di voler realizzare tra il 2008-2009.

La Polonia ha accelerato il ritmo di sviluppo nella prima metà del 2003. Il Pil è aumentato del 2,2% annuo tra gennaio-marzo 2003 e del 3,8% tra aprile-giugno, accreditando l'ipotesi governativa che il paese possa crescere nella media del 2003 nell'ordine del 3,5%. Le attese sono per un consolidamento della ripresa nel 2004 sulla scia di un più generale recupero economico internazionale. Deprezzamento dello zloty, politica monetaria e di bilancio espansive, aumento della produttività costituiscono il mix strategico che ha trainato la Polonia fuori dalla stagnazione del 2001-2002. Il tasso di disoccupazione rimane però elevato al 17,6% di agosto 2003, che si confronta con il 12% del 1999.

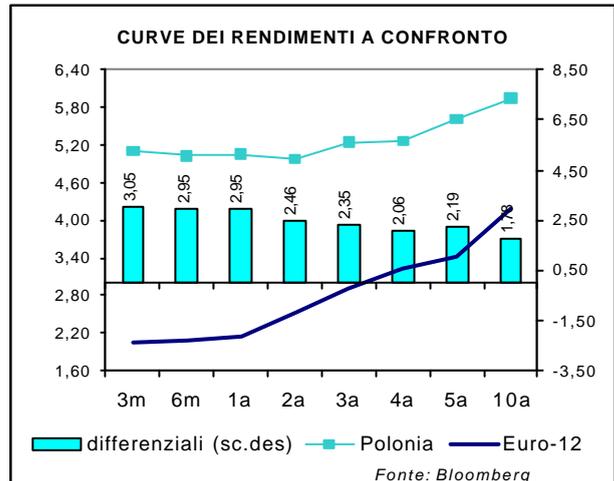
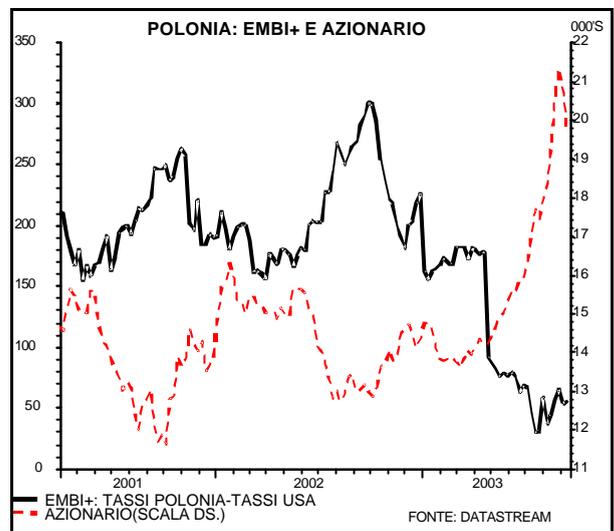
L'apprezzamento dell'euro sullo zloty del 23% circa da inizio 2002, i tassi monetari in calo e un aumento di produttività hanno accresciuto la competitività delle imprese polacche ridando impulso all'export, nonostante la domanda dei principali partner commerciali sia ancora fiacca. L'Europa rappresenta il mercato di sbocco preminente e la Ue (a 15 membri) assorbe circa il 70% dell'export polacco. I principali acquirenti sono la Germania che ne compra oltre il 30%, l'Italia (6,3%), la Francia (5,2%), l'Olanda (5,1%), la Gran Bretagna (4,5%), ma anche la Repubblica Ceca ne acquista circa il 3,8%. I paesi europei sono anche i primi fornitori della Polonia, cui si aggiungono Russia e Usa. I prodotti polacchi più venduti all'estero sono macchinari e mezzi di trasporto (circa il 32% del suo export), beni intermedi (25,5%), un ampio mix di prodotti manifatturieri (20,9%), alimentari e animali vivi (8%). Tra le attività di maggior rilievo figurano la siderurgia, l'estrazione del carbone, la costruzione di macchine e natanti, vetreria e tessile, beni alimentari trasformati. Incrementi produttivi nell'ordine del 20% da inizio 2003 si sono registrati nell'industria del mobile, nei prodotti chimici, gomma, plastica e componentistica elettrica.

Grazie al rallentamento dell'inflazione, la Banca centrale polacca (Bcp) ha inaugurato una decisa politica monetaria espansiva a marzo 2001, concretizzatasi in 20 tagli del saggio guida nell'arco di due anni e mezzo. Bcp ha invertito la strategia restrittiva, avviata a settembre 1999, per contrastare il rallentamento intervenuto nel 2001. Tra marzo 2001 e luglio 2003 il saggio guida, che si identifica con il tasso sulle operazioni di mercato aperto a 28 giorni, è stato ridotto dal 19% al 5,25%. L'inflazione rimane contenuta allo 0,6% nella media di gennaio-agosto 2003, ma esprime una leggera tendenza all'aumento che si evince dal moderato rialzo registrato tra il minimo di aprile 2003 (0,3% a/a) e il +0,7% a/a di agosto.

La politica di bilancio è espansiva. La legge finanziaria per il 2004 include la riduzione dell'imposta sulle imprese dal 27% al 19% dal 2004 e aumenti di spesa necessari per modernizzare il paese in vista dell'ingresso nella Ue a maggio 2004. Si stima che il deficit/Pil del 2004 aumenti al 6% dal 4,7% del 2003, con il rischio di ritardare l'ingresso della Polonia nell'Unione monetaria europea (Uem). Secondo recenti commenti delle autorità, la Polonia punta ad entrare nell'Uem nel 2008 o nel 2009, il che implica che i criteri di Maastricht siano rispettati almeno entro fine 2007. Per piegare il deficit/Pil al 3% nel 2007, il governo dovrebbe inaugurare una politica fiscale rigorosa almeno a partire dalla legge finanziaria del 2005, cosa che sembra difficile da realizzare prima delle elezioni parlamentari del settembre 2005. Nel frattempo, il governo farà il possibile per attrarre la maggior parte dei 12,5 miliardi di euro che la Ue si è impegnata a fornire tra fondi strutturali e di coesione tra il 2004-2006.

Polonia	2001	2002	2003*
Popolazione (milioni di abitanti)		38,6	
Pil pro capite (in \$ Usa)		9.555	
Pil (var. % annua in termini reali)	1,0	1,4	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,7	1,0	0,7
Deficit/Pil (%) del governo centrale	-4,3	-5,1	-4,7
Debito estero (in % del Pil)	39,2	43,4	42,5
Cambio Zloty/\$	4,10	4,08	3,89
Cambio Zloty/euro	3,67	3,85	4,32
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH
a lungo termine (Bloomberg)	A2	BBB+	BBB+

Fonte: IIF, EIU e nostre elaborazioni su dati Bloomberg e Datastream (*) Previsioni



ALIMENTARE: IL FRENO DELLA PICCOLA DIMENSIONE

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

- Il settore alimentare in Italia registra, nei primi sei mesi del 2003, una crescita in controtendenza con il comparto manifatturiero.
- La ridotta dimensione delle unità produttive italiane si contrappone a un forte processo di consolidamento delle imprese in corso in Europa, in cui le aziende italiane svolgono quasi solo il ruolo di prede.
- La percezione all'estero dei prodotti alimentari italiani è molto positiva. Questo ha favorito un aumento della quota di prodotto esportato negli ultimi dieci anni, in controtendenza con il resto del manifatturiero.

Nei primi sei mesi del 2003 il settore alimentare ha registrato una crescita dell'1,2%, a fronte di un calo del 2,3% per il complesso delle attività manifatturiere. In particolare, risultava in crescita nei primi tre mesi dell'anno la produzione di frutta e ortaggi, e di pesce e derivati. Complessivamente, la spesa delle famiglie italiane per i prodotti alimentari è arrivata nel 2002 a 425 euro mensili (contro i 1.770 dei prodotti non alimentari, in cui sono

comprese anche le spese per l'abitazione e per i servizi per la salute). Tale valore, che rappresenta il 19% circa della spesa complessiva, è in netta contrazione rispetto al 37% del 1970, ciò in conseguenza di una naturale riduzione della quota di spesa alimentare al crescere del reddito individuale. Nello stesso periodo si osserva anche una sostanziale modifica nella composizione del paniere alimentare: l'aumento del reddito disponibile ha infatti favorito il consumo di prodotti più voluttuari (e in genere di quelli considerati più "leggeri" come pesce, vegetali e frutta) e, in particolare nel Mezzogiorno, una crescente attenzione ai prodotti tipici.

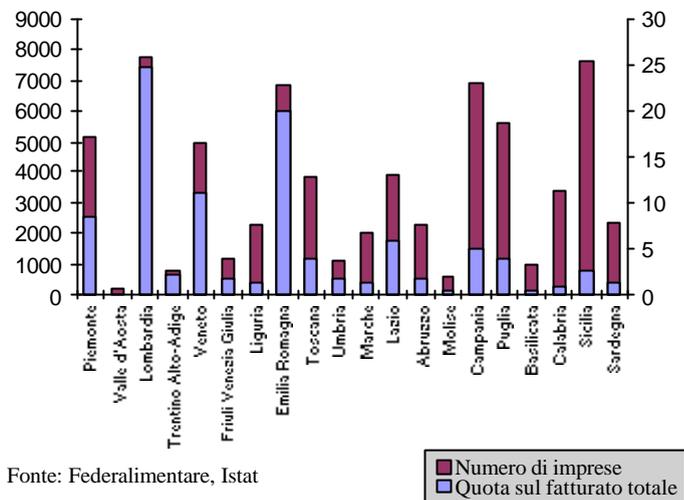
Negli ultimi anni, nel settore, si è assistito a una moltiplicazione del numero delle unità produttive a un ritmo superiore alla crescita dell'occupazione; ciò ha favorito una riduzione considerevole della dimensione media delle aziende alimentari (che nel complesso rappresentano il 13% dell'insieme delle imprese del manifatturiero) passata dai 7,5 addetti per unità del 1991 ai 6,3 attuali. Il fenomeno della ridotta dimensione aziendale appare rilevante soprattutto tra le imprese del Mezzogiorno, in cui il fatturato dell'industria alimentare pesa in media per il 14,85% di quello industriale complessivo. Il livello di frammentazione può essere quantificato confrontando il peso del fatturato alimentare regionale sul valore nazionale al numero di unità funzionali attive nella regione rispetto al valore nazionale. Dal confronto emerge una maggiore intensità del fenomeno in Calabria (17^a regione per fatturato alimentare in Italia): qui, a fronte di un valore pari allo 0,9% del fatturato, quello relativo al numero di unità funzionali è del 4,4%.

Tale struttura dimensionale si scontra con una fase di forte concentrazione del settore osservabile a livello internazionale. In Europa, la metà del volume d'affari realizzato dalle prime 50 imprese (per un fatturato di 350 miliardi di euro) fa capo a 10 gruppi, e il 30% a due soli di essi. Il fatturato delle italiane (cinque imprese sulle prime 50 europee) è pari al 7%. La ridotta dimensione, se da un lato ha permesso il mantenimento di modelli di gestione di tipo familiare, dall'altro ha reso le imprese italiane facile preda di operatori esteri: nel triennio concluso nel 2002, circa 200 medie aziende italiane sono state cedute all'estero.

In generale, l'industria alimentare italiana esporta una quota ancora ridotta della produzione totale: il 18% circa contro il 30% in media dell'industria manifatturiera, per un valore complessivo di 14 milioni di euro. Nonostante ciò, nel corso dell'ultimo decennio l'alimentare è stato tra i pochi settori (insieme alla chimica) ad aver aumentato la quota sulle esportazioni totali. I prodotti alimentari italiani godono all'estero di una buona reputazione presso i consumatori. Da una recente indagine condotta presso la stampa estera, risulta una percezione molto positiva degli stranieri nei confronti degli alimenti italiani, ben superiore a quella registrata da altri settori. L'export inoltre è ancora principalmente diretto all'interno della Ue (con la Germania principale partner), e ciò ha impedito una perdita di competitività a seguito dell'apprezzamento dell'euro. Questi due fattori sono alla base del buon andamento delle esportazioni all'interno della Ue, che nei primi sei mesi dell'anno hanno mostrato una crescita dell'1,8%. Al contrario, le vendite nei paesi esterni all'Unione europea (riferite ai primi sette mesi del 2003) hanno registrato una flessione dell'1,7%. Da questo diverso andamento risultano maggiormente penalizzati i prodotti come olio, vino e pasta, che hanno il proprio principale mercato di sbocco al di fuori dei paesi dell'euro (soprattutto Stati Uniti).

L'importanza del comparto alimentare nell'economia italiana rileva sia per il peso sul prodotto interno lordo (2% tra il 1990 e il 2002), sia soprattutto perché esso è il settore che più è in grado di stimolare la crescita di altre produzioni industriali. Secondo stime recenti, la domanda rivolta ai prodotti alimentari mette in moto uno tra i processi moltiplicativi più consistenti nel comparto manifatturiero: a fronte di un aumento della domanda pari a una unità di valore, si genera un incremento del valore aggiunto pari a 2,5 volte; di cui per 1,3 volte all'interno del settore e per 1,2 all'esterno. Risulta inoltre elevato anche l'impatto occupazionale: la stima rileva infatti che un aumento di domanda rivolta all'alimentare favorisce un aumento dell'occupazione consistente, soprattutto all'esterno del settore. L'effetto moltiplicativo (sia in termini di valore aggiunto sia di occupazione) appare al contrario molto più contenuto nell'industria non alimentare e nei servizi.

IMPRESE E QUOTE DI FATTURATO NELLE REGIONI ITALIANE



Fonte: Federalimentare, Istat

SARDEGNA CROCEVIA DEL MEDITERRANEO

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

- Il tessuto imprenditoriale della Sardegna si compone quasi esclusivamente di piccole e medie imprese con una rilevante presenza di imprese artigiane. Anche nel 2003 queste ultime continuano a far registrare un tasso di crescita positivo.
- Settori determinanti per l'economia regionale sono rappresentati dal turismo (compreso l'agriturismo) e dall'agricoltura.
- L'export, che nel 2002 ha fatto registrare un incremento solo per il settore della metallurgia, nel primo semestre 2003 è aumentato considerevolmente (+31,8%).
- La particolare posizione geografica che pone la regione al crocevia dei paesi costieri del Mediterraneo soprattutto per quanto riguarda gli stati della sponda sud, come la Tunisia, può facilitare un ulteriore rilancio delle esportazioni regionali e favorire l'internazionalizzazione delle imprese sarde.

Nel 2002 la forte riduzione della domanda determinata, soprattutto, dal calo delle vendite dei prodotti petroliferi (circa il 60% dell'intero export regionale) e dal persistere delle crisi internazionali, si è fatta sentire in modo sensibile sull'andamento dell'economia della Sardegna con una riduzione dell'export complessivo del 7,3%. Tuttavia nel primo semestre 2003 le performance dell'export sardo sono state ampiamente migliorate con un vistoso incremento (+32,8%) rispetto all'analogo periodo all'anno precedente, soprattutto grazie all'aumento del valore delle vendite dei prodotti petroliferi. Quanto ai mercati di destinazione dei prodotti della regione questi privilegiano, nell'ordine, l'Unione europea (quasi la metà del valore complessivo delle esportazioni), l'Africa settentrionale, l'America settentrionale e gli altri paesi europei; seguono il Medio Oriente e gli altri paesi africani.

Dal lato della domanda, sempre nel 2002, sono risultati in flessione i consumi per l'acquisto di beni durevoli e non durevoli. Particolarmente negativa è risultata la flessione dei settori riguardanti la chimica (-8,5%), i petroli raffinati (-7,8%), l'alimentare (-7,3%) mentre ha fatto registrare un incremento (+6,9%) il comparto della metallurgia.

Tra gli elementi di riflessione circa l'evoluzione dell'economia della regione si evidenziano il taglio graduale, entro il 2006, dei finanziamenti comunitari (obiettivo 1) conseguente all'ingresso di altri paesi europei nella UE e la crisi generalizzata per tutto il Sud del settore chimico che vede, tuttavia, allo studio diversi progetti (l'ultimo proprio tra Regione Sardegna e Ministero delle Attività Produttive) per una diversificazione della produzione in grado di riassorbire le eccedenze di manodopera non più occupate nell'industria chimica. Un ulteriore fenomeno da tenere sotto controllo riguarda proprio le dinamiche legate alla disoccupazione. Infatti, la Sardegna dopo Sicilia, Calabria e Campania fa registrare, con circa il 18,5%, uno dei più alti tassi di disoccupazione del paese anche se in calo di circa un punto percentuale rispetto all'anno precedente. Rimane sensibile anche la disoccupazione giovanile che supera il 20%. Solo l'industria fa registrare segnali di miglioramento. Quattro settori risultano alla base dell'economia regionale: turismo, agricoltura, artigianato e, da ultimo, l'intensificarsi degli scambi con i paesi del Mediterraneo, specie del Nord Africa. L'industria turistica, in particolare, (settore ormai in crescita da diversi anni) fa registrare molti primati su scala nazionale. Prima in Italia per ricettività alberghiera e ai primi posti per posti letto in strutture complementari, dispone di un vasto territorio (al terzo posto come dimensioni) che in rapporto con la densità della popolazione (all'undicesimo posto tra le regioni italiane) consente di mettere a disposizione dei turisti ampi spazi e un ambiente in gran parte ancora incontaminato. La regione risulta anche al secondo posto, dopo la Toscana, per verde urbano disponibile. Larghi margini di miglioramento, inoltre, esistono in relazione al rapporto tra offerta turistica ed indotto regionale. L'agricoltura rappresenta l'altra grande risorsa per l'isola, nonostante le condizioni climatiche particolarmente avverse che nel 2002 hanno frenato il comparto con una contrazione della produzione che ha coinvolto soprattutto i cereali (-7,8%), le coltivazioni orticole (-9,5%), le olive (-23%) e l'uva (-9,6%). Continua, comunque, il successo dei prodotti tipici regionali che vanno dal pomodoro di Pula, ai numerosi formaggi tipici (al Pecorino Sardo e al Fiore Sardo è stata riconosciuta dalla UE la qualifica di DOP – Denominazione di Origine Protetta), ai vini che rappresentano un comparto tra i più importanti per l'economia sarda (ricordiamo la produzione DOC di Cannonau, Monica, Moscato, Semidano e Vermentino).

L'artigianato, anche grazie al sostegno di I.S.O.L.A (Istituto Sardo Organizzazione Lavoro Artigiano) raggiunge livelli considerevoli nella lavorazione dell'oro e dell'argento. Altro comparto di eccellenza riguarda la lavorazione di oggetti di uso comune con tecniche ormai consolidate nei secoli come, ad esempio, le cassapanche riccamente intagliate di Desulo, Aritzo, Santulussurgiu e Paulilatino e le sedie impagliate di Assemini. Infine vanno anche menzionate le lavorazioni degli arazzi, dei cesti e dei tappeti.

Attualmente l'interesse degli operatori si va indirizzando verso rapporti di partnership con i paesi del Nord Africa (Tunisia, Marocco, Algeria, Egitto) per stimolare la cooperazione economica e l'internazionalizzazione dell'economia sarda favorita, da sempre, in quest'area dalla favorevole posizione geografica che la colloca al crocevia tra l'Italia e la sponda sud del Mediterraneo.

Inoltre deve essere sottolineato il tentativo della Regione di creare sinergie tra aziende, università e centri di ricerca avviato con la recente realizzazione di Polaris, il nuovo parco scientifico di Pula. La scommessa è quella di andare oltre le attuali frontiere della ricerca indirizzandosi verso settori ancora poco esplorati quali la bioinformatica, la genomica, le nanotecnologie e le scienze della vita.

REGIONE SARDEGNA	
Principali indicatori socio-economici	Dati 2002
Superficie	24.090 Km ²
Popolazione	1.600.000 unità
Forza lavoro	610.000 unità
Occupati	498.000 unità
Persone in cerca di occupazione	112.000 unità
Tasso disoccupazione	18,50 %
Spesa media mensile delle famiglie	1.900,00 Euro
Consumi elettrici	11.000 ml.Kw/h
Abitanti oltre 65 anni	16 %
<i>dati Istat</i>	

LE OMBRE DI SETTEMBRE

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

La settimana borsistica si è aperta con un brusco cambio di direzione degli indici, tutti in terreno negativo.

Ad una prima analisi superficiale appaiono chiare le responsabilità del dollaro, indebolitosi sulla scia delle "nuove" posizioni accomodanti in tema di cambi da parte dei ministri del G7 a Dubai.

Il cedimento della valuta statunitense, riducendo il valore degli *asset* americani, ha portato così ad importanti smobilizzi di capitale ed alleggerimenti di posizione da parte degli investitori istituzionali non solo sul comparto azionario ma anche sui *treasury bonds*.

L'intensità e l'ampiezza della correzione azionaria suggeriscono tuttavia un'analisi più approfondita e dettagliata.

Se da un lato, infatti, risulta evidente il concorso di colpa del dollaro sulla caduta dei listini è altrettanto curiosa la coincidenza dei ribassi con l'avvio, esattamente lunedì, del nuovo ciclo tecnico trimestrale, in pieno rispetto delle "tre streghe" (la triplice chiusura di derivati).

In prossimità di scadenze tecniche così importanti (quattro volte l'anno) il rialzo implicito dei volumi tende infatti a falsare la dinamica di fondo sbilanciando i rapporti di forza tra azioni e rispettivi *fair value*.

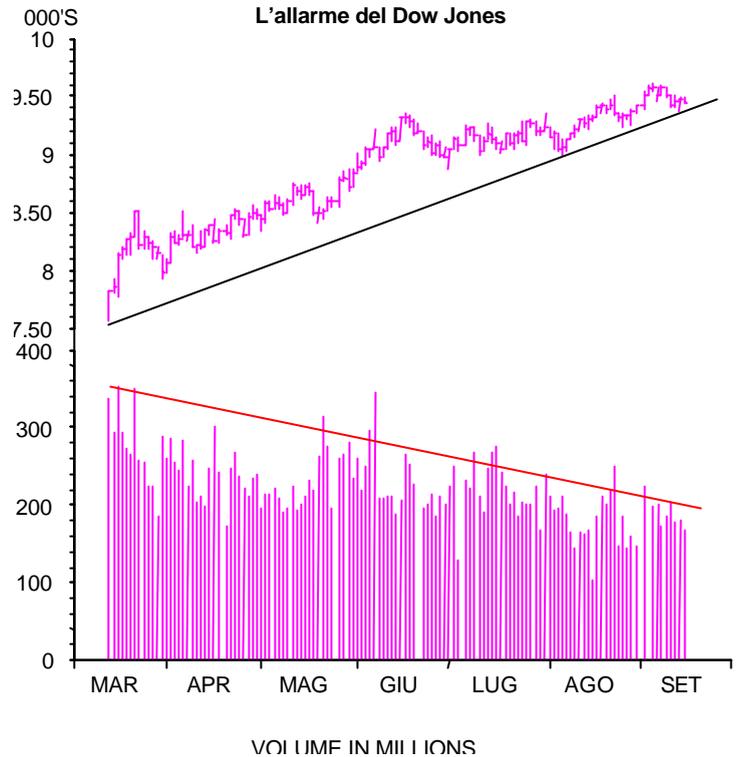
Non è un caso, infatti, che una volta chiusi i termini e regolate le scadenze si registri un decremento sostanziale del tasso di volatilità implicita ed un assestamento del livello delle contrattazioni a valori mediani.

L'apertura del nuovo ciclo, avendo la scadenza così lontana, elimina i filtri speculativi e gli eccessi di arbitraggio tra posizioni *cash* (azioni) e *forward* (*future* e opzioni) portando una maggior trasparenza sulle dinamiche dei prezzi.

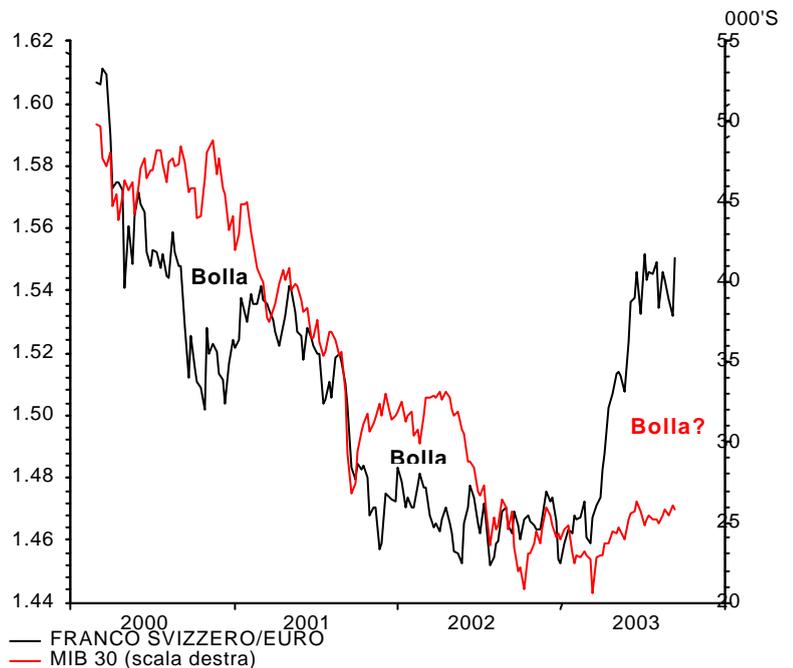
Alla fine, risultano quindi più evidenti le aree di sopravvalutazione ed i mercati che continuano a trattare a premio, come i tecnologici e finanziari.

A questo fenomeno si potrebbe inoltre innescare un condizionamento da stagionalità statistica, con settembre che tuttora mantiene ben saldo il suo primato di peggior mese dell'anno in base alle *performance* acquisite.

Prezzi in crescita ma con volumi in calo



Discordanze col "rifugio" franco svizzero



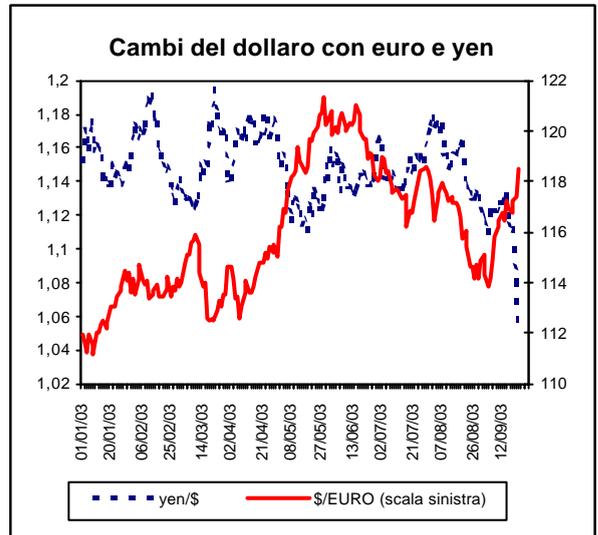
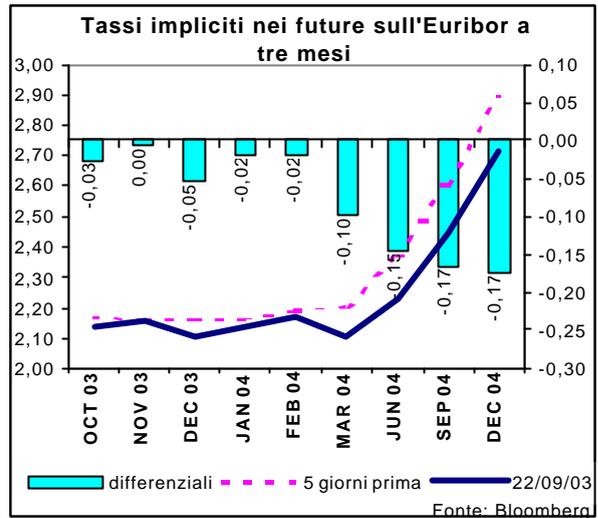
	Dati			storici		Variazioni percentuali					
	19/9/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	19.386	19.016	19.046	17.143	29.834	28.094	1,9	1,8	13,1	-35,0	-31,0
MIB 30	26.178	25.682	25.894	23.064	42.906	41.477	1,9	1,1	13,5	-39,0	-36,9
DOW JONES IND.	9.645	9.472	9.429	7.942	10.646	11.358	1,8	2,3	21,4	-9,4	-15,1
NASDAQ	1.908	1.855	1.761	1.216	2.292	4.131	2,7	8,2	56,7	-16,8	-53,9
STANDARD & POOR'S	1.036	1.019	1.002	843	1.283	1.455	1,7	3,4	22,9	-19,2	-28,8
NIKKEI 225	10.938	10.713	10.174	9.670	13.786	18.934	2,1	7,5	13,1	-20,7	-42,2
FTSE100	4.257	4.238	4.251	3.814	6.175	6.930	0,5	0,1	11,6	-31,1	-38,6
CAC40	3.374	3.323	3.311	2.927	5.799	5.917	1,5	1,9	15,3	-41,8	-43,0
DAX30	3.579	3.508	3.505	3.007	6.290	6.751	2,0	2,1	19,0	-43,1	-47,0
MADRID	751	743	754	614	879	1.012	1,1	-0,4	22,3	-14,5	-25,7
SINGAPORE	1.590	1.584	1.615	1.439	1.896	2.583	0,4	-1,6	10,5	-16,1	-38,4
HONG KONG	10.968	10.884	10.509	9.428	14.870	17.370	0,8	4,4	16,3	-26,2	-36,9
DJ EURO STOXX50	2.582	2.547	2.579	2.328	4.702	4.849	1,4	0,1	10,9	-45,1	-46,7
MSCI WORLD	942	923	903	762	1.202	1.422	2,1	4,4	23,6	-21,6	-33,7
MSCI EMU	136	134	134	121	233	243	1,5	1,3	12,3	-41,6	-44,0
MSCI FAR EAST	2.068	1.969	1.836	1.759	2.572	3.605	5,0	12,6	17,8	-19,6	-42,6
MSCI NORTH AMERICA	1.048	1.031	1.014	845	1.302	1.525	1,7	3,4	24,0	-19,5	-31,3

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- Per gli Stati Uniti prevale un generalizzato ottimismo sulla ripresa dell'economia, nonostante i numerosi elementi di fragilità. Sia il Fmi che il Nabe (National Association for Business Economics) hanno rivisto al rialzo le loro previsioni di crescita per il 2003 e il 2004 al 2,6% e 3,9% e al 2,6% e 4% rispettivamente. Il fattore di maggiore preoccupazione per la sostenibilità della ripresa è costituito dal mancato aumento dell'occupazione, un tema che dominerà la campagna delle elezioni Presidenziali del novembre 2004 e che ha influito sulla riunione del G7 di Dubai. Sono venute in prevalenza dagli Usa le pressioni per una rivalutazione del cambio dei paesi asiatici, come Cina e Giappone, che tendono ad agganciare la loro valuta al dollaro ottenendo così vantaggi competitivi. Numerosi paesi europei, inoltre, vedrebbero di buon occhio un rafforzamento dello yen e delle altre valute asiatiche perché questo permetterebbe di ridistribuire il peso di un deprezzamento del dollaro, concentratosi finora sull'euro.
- L'Europa, infatti, è stata danneggiata dal rafforzamento della moneta unica che ha volto in negativo il contributo netto dall'estero alla formazione del Pil, portando gli Euro-12 in stagnazione. Nel caso degli Euro-12, il Fondo Monetario Internazionale ha ridotto le stime di crescita per il 2003 allo 0,5% dal precedente 1,1%. Inoltre, mentre Usa e Giappone hanno evidenziato segni tangibili di ripresa nel primo semestre 2003, in Europa si può parlare solo di miglioramento del clima di fiducia e di qualche iniziale positivo sintomo emerso da alcuni indicatori reali che può interpretarsi più come un'attenuazione del trend negativo che come evidenza di un vero e proprio recupero. Ad esempio, l'incremento della produzione industriale di luglio nell'area dell'euro (+0,6% m/m; -0,3% a/a) e della produzione industriale italiana dell'1,5 m/m e dello 0,4% a/a (sia nel caso dell'indice grezzo che di quello corretto per i giorni lavorativi) rappresentano rispettivamente i dati migliori da gennaio 2003 e maggio 2002, ma necessitano di ulteriori conferme. Positivo anche l'incremento di settembre dell'indice di fiducia tedesco Zew, il nono consecutivo a 60,9, che lascia presagire un ulteriore aumento dell'indice IFO atteso per il 25 settembre.
- Dopo il comunicato del G7 del 21 settembre, che ha auspicato cambi maggiormente flessibili e in linea con i fondamentali, lo yen ha toccato un massimo degli ultimi 3 anni contro dollaro, portandosi intorno a quota 111, e si è rafforzato anche sull'euro. La divisa europea si è, a sua volta, apprezzata sul dollaro proiettandosi verso quota 1,15. Il mercato sta mettendo alla prova la determinazione delle autorità monetarie giapponesi nel frenare la risalita dello yen, dopo gli ingenti interventi sul mercato dei cambi effettuati da inizio anno (oltre \$75 mld). Il Nikkei (-4%) ha reagito negativamente a causa dell'importanza su questo mercato delle imprese esportatrici; i tassi a lunga sono diminuiti (-18 pb per il decennale). Non si esclude che il governo possa decidere di tollerare un cambio un po' meno deprezzato, soprattutto se la ripresa economica proseguirà.



	dati storici		22/09/2003	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	121	118	112	114	113
dollaro-euro	0,981	1,166	1,146	1,140	1,150
yen-euro	118	138	129	130	130
sterlina-euro	0,631	0,702	0,696	0,697	0,694
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,80	1,12	1,15	1,15	1,50
euro	3,31	2,15	2,14	1,90	2,20
yen	0,07	0,06	0,06	0,06	0,08
sterlina	3,99	3,64	3,70	3,72	3,90
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,87	3,32	4,29	4,40	4,58
Germania	4,39	3,64	4,13	4,20	4,40
Giappone	1,13	0,54	1,22	1,30	1,56
Italia	4,61	3,76	4,25	4,32	4,55
Gran Bretagna	4,45	4,02	4,60	4,60	4,78

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
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	113,3	113,1	113,3	113,5	113,7	113,6	113,8	113,2
2004	113,8	114,2	114,8	114,9	115	115	114,9	114,9	115,1	115,3	115,3	115,6	114,9
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1
2004	0,0	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,3	0,1
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,0	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	1,6	2,0
2004	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	105,7	105,3	105,8	106,2	106,4	106,5	105,4
2004	106,5	106,1	107,0	107,6	107,8	107,9	107,8	107,6	108,1	108,5	109,0	109,1	107,8
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	-0,1	-0,4	0,5	0,4	0,2	0,1	0,2
2004	0,0	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,7
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,4	2,4	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
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	121,8	122,0	122,3	122,6	122,8	122,9	123,0	122,0
2004	123,3	123,4	123,6	123,9	124,0	124,1	124,2	124,4	124,6	124,9	125,1	125,2	124,2
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
2004	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7	2,4	2,4	2,6
2004	2,2	2,1	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

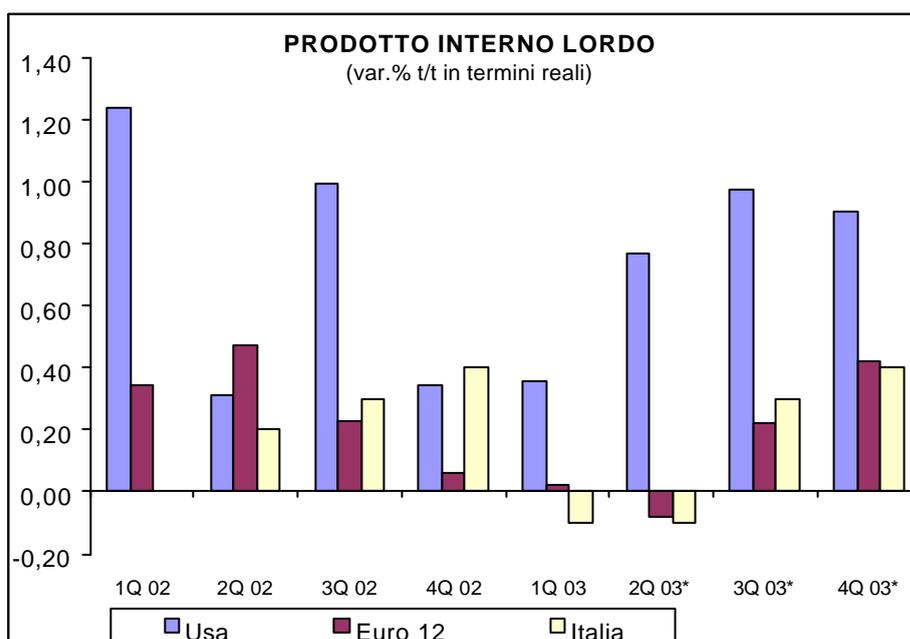
AREA EURO

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

ITALIA

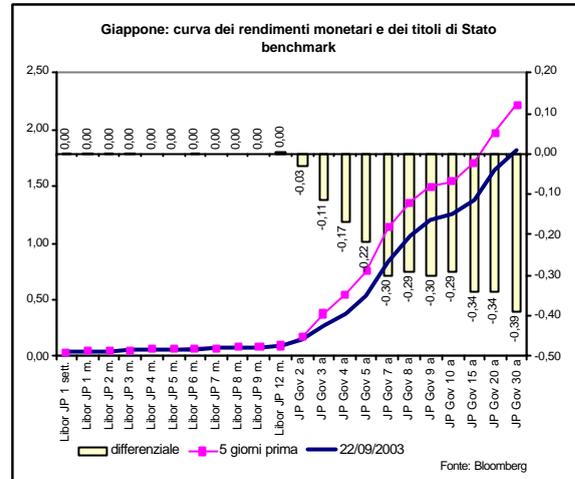
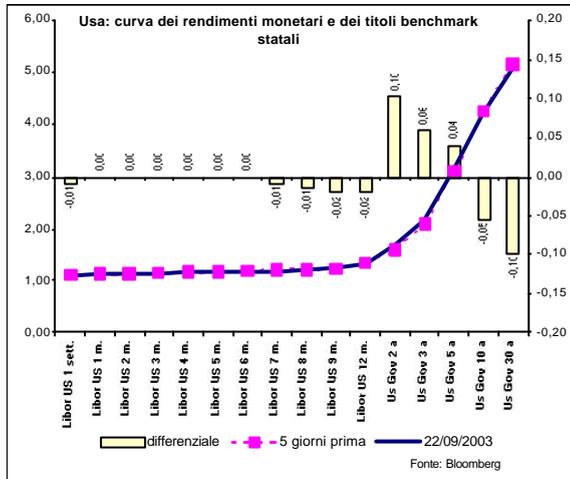
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,1	0,3	0,4
var.% trim su trim annualizzato				0,0	0,8	1,2	1,6	-0,4	-0,4	1,2	1,6
var.% anno su anno	1,8	0,4	0,5	0,0	0,2	0,5	0,9	0,7	0,3	0,5	0,6

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.063
Italia	1.254



PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

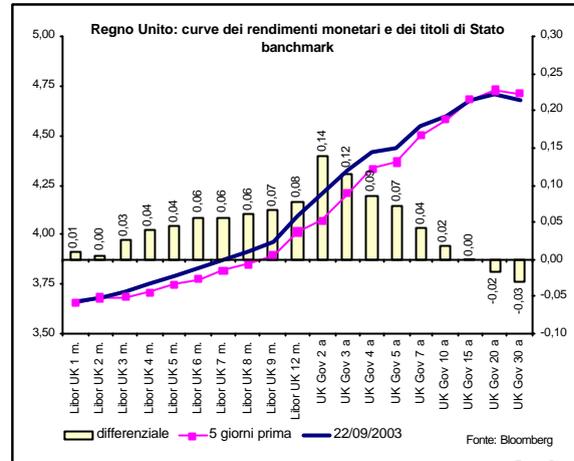
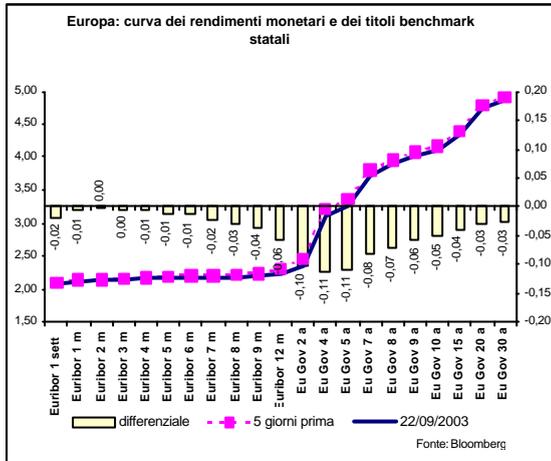
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	19/9/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,349	1,365	1,394	1,574	1,572	1,598	1,3	3,4	16,7	16,6	18,5
Australia (*)	0,672	0,663	0,655	0,549	0,562	0,516	1,3	2,6	22,4	19,7	30,3
Nuova Zelanda (*)	0,591	0,583	0,584	0,474	0,524	0,425	1,3	1,2	24,7	12,7	39,0
Giappone	114,1	117,3	119,5	121,4	118,8	131,8	2,8	4,8	6,4	4,1	15,6
Corea del Sud	1.170	1.173	1.176	1.213	1.200	1.320	0,2	0,5	3,6	2,6	12,8
Filippine	54,98	54,92	55,13	52,26	53,60	51,60	-0,1	0,3	-4,9	-2,5	-6,1
Indonesia	8.465	8.453	8.476	9.025	8.950	10.370	-0,1	0,1	6,6	5,7	22,5
Singapore	1,742	1,752	1,748	1,770	1,734	1,849	0,6	0,3	1,6	-0,5	6,1
Thailandia	40,42	40,72	41,67	42,96	43,11	44,05	0,7	3,1	6,3	6,6	9,0
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,94	45,75	45,83	48,41	47,97	48,27	-0,4	-0,2	5,4	4,4	5,1
Argentina	2,91	2,95	2,95	3,67	3,36	1,00	1,3	1,3	26,2	15,5	-65,7
Brasile	2,91	2,90	2,99	3,45	3,54	2,30	-0,2	2,7	18,6	21,8	-21,1
Cile	667,3	670,5	703,4	730,3	720,3	646,3	0,5	5,4	9,4	7,9	-3,1
Colombia	2.842	2.820	2.863	2.807	2.867	2.297	-0,8	0,7	-1,2	0,9	-19,2
Messico	10,90	10,98	10,81	10,04	10,46	9,11	0,8	-0,9	-7,9	-4,0	-16,4
Perù	3,48	3,48	3,48	3,62	3,50	3,44	0,0	0,1	4,1	0,7	-1,0
Uruguay	27,58	27,88	27,63	27,55	27,20	14,75	1,1	0,2	-0,1	-1,4	-46,5
Venezuela	1.598	1.598	1.598	1.450	1.387	759	0,0	0,0	-9,3	-13,2	-52,5
Israele	4,48	4,53	4,44	4,78	4,75	4,48	1,1	-0,8	6,8	6,0	0,0
Sud Africa	7,34	7,37	7,31	10,59	8,57	12,37	0,3	-0,4	44,2	16,8	68,5
Turchia	1.367.228	1.373.467	1.400.732	1.664.013	1.643.699	1.429.847	0,5	2,5	21,7	20,2	4,6
Area dell'Euro (*)	1,131	1,117	1,107	0,981	1,049	0,904	1,3	2,2	15,3	7,9	25,2
Regno Unito (*)	1,636	1,603	1,585	1,558	1,610	1,439	2,1	3,2	5,0	1,6	13,7
Svizzera	1,368	1,379	1,396	1,481	1,383	1,650	0,8	2,1	8,3	1,1	20,7
Danimarca	6,54	6,58	6,70	7,53	7,08	8,28	0,6	2,5	15,2	8,3	26,8
Norvegia	7,24	7,41	7,53	7,46	6,97	8,87	2,4	4,0	3,1	-3,8	22,4
Svezia	7,94	8,07	8,36	9,23	8,69	10,28	1,7	5,3	16,2	9,5	29,4
Russia	30,59	30,66	30,32	31,63	31,78	30,14	0,2	-0,9	3,4	3,9	-1,5
Polonia	3,95	3,94	3,94	4,13	3,81	3,96	-0,4	-0,4	4,5	-3,6	0,1
Repubblica Ceca	28,41	29,19	29,22	30,70	30,14	35,27	2,7	2,9	8,1	6,1	24,2
Ungheria	223,8	226,0	234,9	246,0	224,9	272,9	1,0	5,0	9,9	0,5	21,9
DOLLARO USA	101,9	103,5	105,6	114,0	110,5	122,0	-1,5	-3,5	-10,6	-7,8	-16,5

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

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										
	19/9/03	- 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	1,131	1,117	1,107	0,981	1,049	1,179	1,3	2,2	15,3	7,9	-4,0
Canada	1,534	1,533	1,548	1,542	1,655	1,800	0,1	-0,9	-0,5	-7,3	-14,8
Australia	1,690	1,693	1,693	1,778	1,856	1,910	-0,2	-0,2	-5,0	-8,9	-11,5
Nuova Zelanda	1,922	1,925	1,896	2,064	1,998	2,223	-0,2	1,4	-6,9	-3,8	-13,5
Giappone	129,9	130,8	132,3	118,9	124,4	133,7	-0,7	-1,8	9,3	4,4	-2,8
Argentina	3,305	3,263	3,221	3,582	3,531	1,180	1,3	2,6	-7,7	-6,4	180,1
Svizzera	1,560	1,556	1,548	1,468	1,452	1,617	0,2	0,7	6,3	7,4	-3,5
Regno Unito	0,695	0,701	0,699	0,631	0,651	0,711	-0,8	-0,6	10,1	6,9	-2,3
Svezia	9,038	9,095	9,315	9,096	9,153	9,470	-0,6	-3,0	-0,6	-1,3	-4,6
Danimarca	7,428	7,430	7,434	7,429	7,429	7,450	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3
Norvegia	8,157	8,259	8,332	7,325	7,276	8,855	-1,2	-2,1	11,4	12,1	-7,9
Cipro	0,584	0,584	0,586	0,573	0,573	0,582	0,1	-0,3	1,9	1,9	0,3
Repubblica Ceca	32,17	32,61	32,35	30,10	31,58	35,11	-1,3	-0,5	6,9	1,9	-8,4
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	255,4	255,4	259,7	243,0	236,3	251,5	0,0	-1,7	5,1	8,1	1,5
Lettonia	0,641	0,639	0,638	0,592	0,614	0,667	0,4	0,6	8,3	4,4	-3,8
Lituania	3,453	3,453	3,452	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,427	0,427	0,426	0,413	0,418	0,443	0,0	0,1	3,3	2,0	-3,7
Slovacchia	41,23	41,43	42,14	43,21	41,50	42,99	-0,5	-2,1	-4,6	-0,7	-4,1
Slovenia	235,3	235,2	235,1	228,2	230,2	189,0	0,0	0,1	3,1	2,2	24,4
Polonia	4,4984	4,447	4,368	4,055	4,021	4,071	1,2	3,0	10,9	11,9	10,5
Russia	34,64	34,72	33,62	31,12	33,53	25,32	-0,2	3,0	11,3	3,3	36,8
EURO	89,2	89,9	89,3	81,6	84,5	93,3	-0,8	-0,1	9,2	5,6	-4,4

Fonte: Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 23 AL 29/9 2003)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 23	Area Euro: voto del Parlamento Europeo sulla nomina di Trichet Stati Uniti: discorso di Broadus della Federal Reserve
23-24	Incontro annuale a Dubai del Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale
Mercoledì 24	Stati Uniti: discorso di McTeer della Federal Reserve sull'economia americana
Giovedì 25	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve alla conferenza OCSE a Mosca

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 23	Francia	Spese per consumi	luglio	0,5% m/m;0,7% a/a	0,8% m/m;1,3% a/a
	Italia	Indice di fiducia dei consumatori	settembre	105,5	104,5
		Prezzi al consumo (12 città)	settembre	0,2% m/m;2,8% a/a	0,2% m/m;2,8% a/a
Mercoledì 24	Germania	Prezzi al consumo (lander) ⚠	settembre	0,0% m/m;1,1% a/a	-0,3% m/m;0,9% a/a
	Italia	Tasso di disoccupazione	luglio	8,8%	8,8%
	Belgio	Indice di fiducia delle imprese	settembre	-12,2	-10,0
Giovedì 25	Italia	Indice di fiducia delle imprese	settembre	95,3	94,5
	Area Euro	M3	agosto	8,5% a/a	8,5% a/a
	Germania	IFO ⚠	settembre	90,8	91,8
Venerdì 26	Francia	Prezzi alla produzione	luglio	0,0% m/m;0,9% a/a	0,4% m/m;0,9% a/a
	Italia	Nuovi ordini	luglio	0,8% m/m	0,1% m/m
		Fatturato nell'industria	luglio	0,5% m/m	0,4% m/m
	Germania	Prezzi all'importazione	agosto	0,2% m/m;-2,0% a/a	1,0% m/m;-1,6% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Giovedì 25	Stati Uniti	Ordini di beni durevoli ⚠	agosto	1,0% m/m	0,4% m/m
		Ordini di beni durevoli (escl. sett. trasp.)	agosto	1,8% m/m	1,3% m/m
		Vendite nuove unità abitative	agosto	1,17 mln	1,10 mln
		Richieste sussidio di disoccupazione	20 sett.	399.000	400.000
	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	agosto	-0,2% a/a	-0,2% a/a
		Prezzi al consumo (naz) core	agosto	-0,2% a/a	0,0% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo)	settembre	-0,6% a/a	-0,3% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo) core	settembre	-0,3% a/a	-0,2% a/a
Venerdì 26	Stati Uniti	PIL (def.)	II tr. 03	3,1% t/t	3,1% t/t
		Deflatore del PIL	II tr. 03	0,9% t/t	0,9% t/t
		Indice di fiducia Università Michigan	settembre	88,2	88,5
Lunedì 29	Stati Uniti	Redditi personali	agosto	0,2% a/a	0,4% a/a