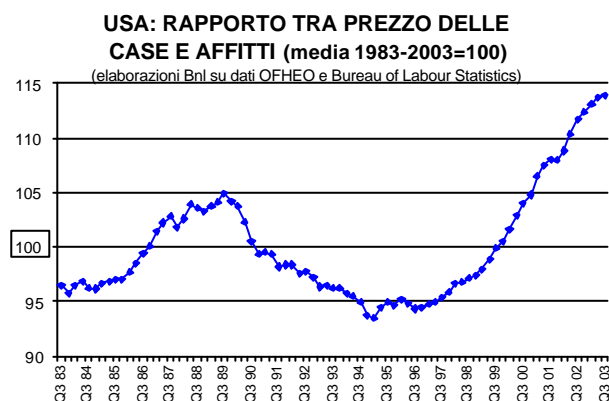
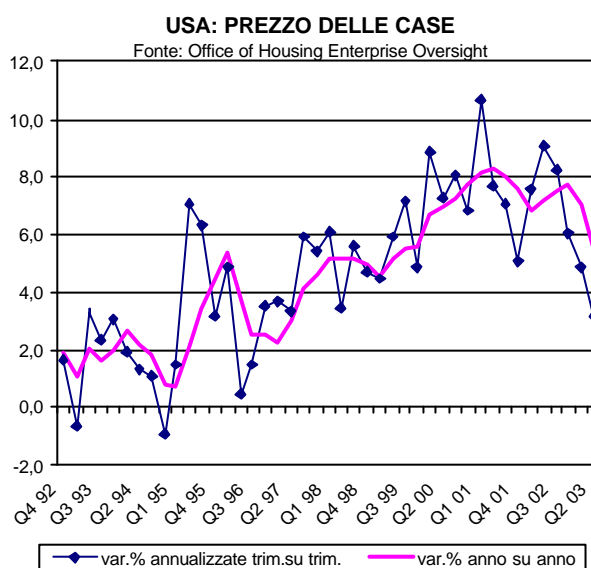


## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

15 ottobre 2003  
n. 32 - 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



- ✓ La ripresa dell'economia americana si consolida grazie anche alla ripartenza degli investimenti in impianti e macchinari. Il rilancio degli investimenti industriali raccoglie il testimone lasciato dalla lunga stagione di crescita del mercato immobiliare.

## PREZZI DELLE ABITAZIONI IN FRENATA NEGLI USA

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

- Dopo aver toccato un massimo nella prima metà del 2001, la crescita del prezzo delle abitazioni è rallentata dall'8,3% al 5,6% anno su anno.
- Da tempo alcuni indicatori di sostenibilità dei prezzi hanno iniziato a lampeggiare. Il *price/earning ratio* immobiliare, oltre ad aver raggiunto un massimo storico, evidenzia una sopravvalutazione del 14% rispetto alla media ventennale.
- Non si prevede un crollo del mercato della casa, ma piuttosto una marcata decelerazione dei prezzi verso crescita zero, anche a seguito della risalita solo graduale prevista per i tassi di interesse a lungo termine.
- Il mercato immobiliare potrebbe lasciare il passo agli investimenti in impianti e macchinari nel sostenere la ripresa economica.

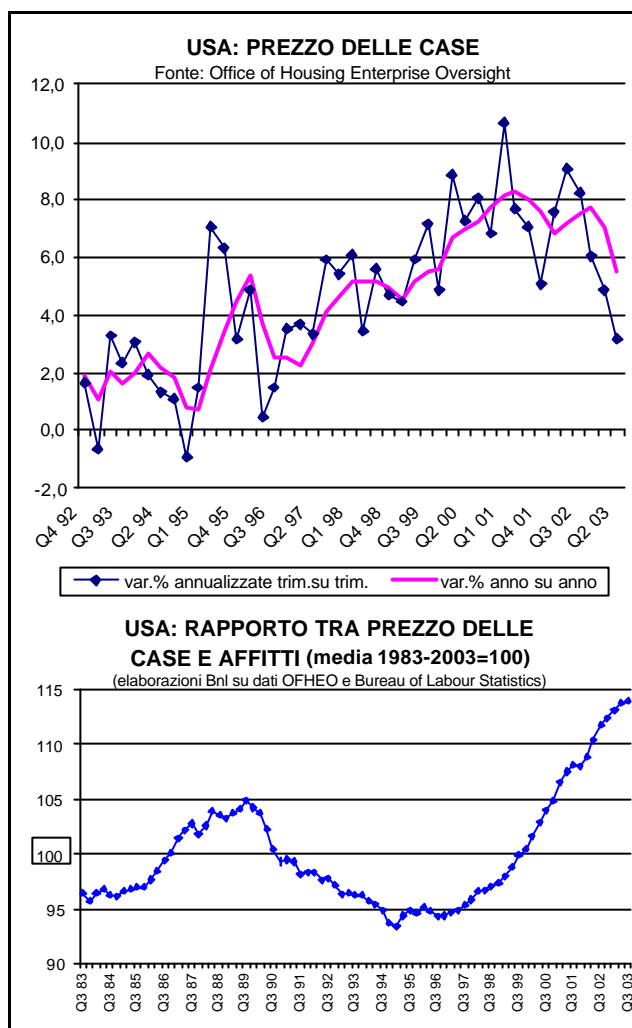
Negli ultimi anni il mercato dell'edilizia residenziale è stato tra i settori più dinamici dell'economia americana. Nel 2001 l'edilizia ha contribuito a contenere la recessione e a sostenere la ripresa. Nel primo semestre del 2003 il settore è stato artefice del 16% dello sviluppo economico, nonostante i suoi investimenti rappresentino solo il 4,8% del Pil. L'apertura di nuovi cantieri e la vendita di case dovrebbero chiudere il 2003 a livelli record.

In uno scenario da tempo così favorevole stona il recente insorgere di alcuni segnali preoccupanti. In particolare se ne possono citare tre: l'elevato livello raggiunto dai prezzi delle abitazioni; il forte aumento della quota di famiglie che detiene una casa (passata dal 64,1% del 1992 al 67,9% nel 2002), circostanza che fa temere un effetto saturazione; la risalita dei tassi sui mutui ipotecari dopo il marcato declino che li aveva portati dal 8,6% di metà 2000 ad un minimo del 5,4% nel giugno scorso (per il tasso fisso trentennale). Si teme ora che un'eventuale inversione di tendenza della dinamica del prezzo degli alloggi possa frenare la crescita dell'economia, soprattutto perché fino ad ora il buon andamento del mercato immobiliare, oltre ad incrementare l'edilizia, ha contribuito a sostenere la spesa per consumi delle famiglie. Il valore degli immobili ha continuato a salire, compensando in gran parte il calo della ricchezza finanziaria seguita al crollo della Borsa. Inoltre, il più elevato valore delle abitazioni e la diminuzione dei tassi hanno favorito un ampio processo di rinegoziazione dei mutui ipotecari che ha permesso alle famiglie di alleggerire il servizio del debito ed estrarre ricchezza dalla casa da destinare ai consumi.

Dopo aver toccato un massimo nella prima metà del 2001, la crescita del prezzo delle abitazioni è rallentata significativamente portandosi dall'8,3% al 5,6% a/a nel secondo trimestre del 2003. In particolare l'aumento congiunturale annualizzato è passato dal 10,6% al 3,2%, la crescita più bassa dal 1996. Fra le variabili da prendere in considerazione per delineare le prospettive sui prezzi delle case negli Stati Uniti spiccano alcuni indicatori di sostenibilità dei prezzi che da tempo hanno iniziato a lampeggiare. Tali indicatori vanno dal rapporto tra prezzo della casa e reddito delle famiglie, alla capacità delle famiglie di ottenere un mutuo, al così detto *price/earnings ratio* (P/E) immobiliare, ossia il rapporto tra il prezzo delle case e l'affitto figurativo della casa di proprietà adibita ad abitazione, incluso nell'indice dei prezzi al consumo. Fra questi indicatori, osservati per il periodo 1983-2003, solo il secondo, che misura la capacità per una famiglia di ottenere un mutuo e tiene conto del prezzo degli alloggi, del livello dei tassi e del reddito disponibile, è ancora molto favorevole anche se potrebbe presto peggiorare a causa della risalita dei tassi sui mutui ipotecari. Questo indice, che secondo le valutazioni del National Association of Realtors aveva toccato nell'aprile 2003 quota 145 (100 significa che la famiglia ha proprio il reddito adeguato per ottenere il mutuo), è sceso in agosto a 136, mantenendosi comunque ampiamente sopra la media degli ultimi venti anni (108). Il rapporto tra il prezzo delle case e il reddito delle famiglie si attesta però su livelli massimi, 18% sopra la media ventennale. Infine il *price/earnings ratio* risulta nel terzo trimestre di quest'anno sopravvalutato del 14% circa rispetto alla media di lungo periodo (vedi grafico). Si attesta infatti su di un livello inusitato, testimoniando che negli ultimi anni nella decisione delle famiglie di acquistare una casa vi è anche l'attesa di un continuo aumento del valore degli alloggi e l'accresciuta propensione ad investire nel mattone in alternativa ai più volatili investimenti finanziari.

Negli Usa, la dinamica dei prezzi delle abitazioni sembra aver raggiunto un punto di svolta sul finire del 2002. Tuttavia, non ci si aspetta un crollo dei prezzi del mercato immobiliare anche perché negli ultimi anni l'aumento dei prezzi è stato elevato ma molto più moderato di quello verificatosi in altri paesi, come Gran Bretagna o Australia. La correzione in atto potrebbe consolidarsi nei prossimi anni e concretizzarsi, come avvenuto nella prima parte degli anni novanta, in una marcata decelerazione dei prezzi verso crescita zero, anche a seguito della risalita solo graduale prevista per i tassi di interesse a lungo termine e di una domanda di abitazioni ancora sostenuta, alimentata dall'arrivo sul mercato della generazione del *baby boom* e da un'elevata immigrazione.

Con il rallentamento dei prezzi delle abitazioni, il mercato della casa potrebbe non avere più negli Stati Uniti quell'importante ruolo di catalizzatore della crescita economica assunto negli ultimi tre anni. Con il possibile rialzo dei tassi sui mutui e la frenata dei prezzi delle abitazioni, si chiude infatti la convenienza a rinegoziare i mutui ipotecari. L'effetto negativo sulla crescita economica dovrebbe tuttavia risultare contenuto perché il minore contributo alla crescita del mercato della casa avviene in un momento in cui gli investimenti in impianti e macchinari sembrano aver imboccato la strada della ripresa.



## IL VENEZUELA TRA INSTABILITA' E RIPRESA

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

- In Venezuela l'instabilità politica continua a condizionare fortemente l'economia. L'onda lunga dello sciopero generale che per più di due mesi ha bloccato gran parte delle attività produttive affiora adesso nelle cifre: nel primo semestre 2003 il Pil è sceso di oltre il 18%. L'inflazione va al galoppo e la disoccupazione ha infranto la barriera storica del 20%. La ripresa della produzione petrolifera è stata veloce ma non è ancora completa.
- Nel 2004, dopo due anni di severa recessione, il Paese potrebbe tornare a vedere una crescita del Pil di circa il 3%, subordinata comunque a una politica fiscale e monetaria espansiva e al completo ripristino dei livelli produttivi di petrolio. Per uno sviluppo più consistente occorrerà comunque il ritorno della fiducia degli investitori esteri e l'attuazione di politiche economiche volte a risolvere i problemi strutturali del Paese.

Le tensioni politiche in Venezuela si sono ulteriormente accentuate dopo il 12 settembre, data in cui la Commissione Elettorale Nazionale (CNE) ha dichiarato non valida la raccolta delle firme promossa dalle opposizioni per indire il referendum di metà mandato con lo scopo di destituire il presidente Chavez. Anche il secondo tentativo di raccolta delle firme (che dovrebbero raggiungere il 20% dei voti registrati alle ultime elezioni) sembra lontano dal successo. In una situazione di chiara difficoltà da parte delle opposizioni, Chavez potrebbe anche giocare d'anticipo e indire lui stesso elezioni anticipate forte del fatto che gli avversari politici non sembrano in grado entro breve tempo di indicare un leader capace di ostacolarlo.

L'instabilità politica continua a condizionare fortemente l'economia. Il Paese è ormai in recessione da sei trimestri consecutivi. Nel periodo aprile-giugno, il prodotto interno lordo ha registrato una flessione del 9,4% anno su anno. Gli investimenti insufficienti e le forti riduzioni di personale qualificato subite dalle compagnie petrolifere di stato hanno contratto la capacità di produzione di greggio del Paese. Sebbene la produzione stessa sia tornata a crescere dopo il picco negativo raggiunto a seguito dei prolungati scioperi di inizio anno, essa resta pur sempre al di sotto dei livelli del 1998 (2,6 milioni di barili al giorno lo scorso agosto contro i 3,1 della media del '98). L'economia del Venezuela è legata a doppio filo alle quotazioni del petrolio e alle decisioni OPEC in termini di distribuzione di quote. Il petrolio è una risorsa che da sola rappresenta il 70% del totale delle esportazioni e copre oltre il 50% delle entrate fiscali. Dopo una flessione del 9% registrata nel 2002, il Pil venezuelano quest'anno dovrebbe ancora diminuire di circa l'11%. Il forte calo è da imputare, oltre alla minore produzione di greggio, al deteriorato clima di fiducia da parte degli investitori e alla conseguente carenza di investimenti esteri. Il calo degli introiti petroliferi durante il lungo sciopero ha peraltro messo in moto una politica di controllo dei cambi, giudicata dal governo indispensabile per salvaguardare le riserve in valuta ed evitare fughe di capitali. L'inflazione dovrebbe assestarsi per il secondo anno consecutivo su un livello superiore al 30% e la disoccupazione infrangere la barriera del 20%. Il deficit pubblico è stimato attestarsi nel 2003 intorno al 4,5% del Pil, dal 3,3% del 2002. Il Paese ha inoltre sempre più problemi a rifinanziare i titoli di Stato in scadenza, dato che le banche venezuelane stentano ad acquistarli.

La posizione finanziaria estera del Paese gode strutturalmente di un surplus delle partite correnti che nel 2003 dovrebbe essere superiore al 12% del Pil a causa soprattutto del crollo delle importazioni (-26%). Il debito estero rappresenta circa il 38% del Pil e il debito a breve è inferiore al 10% del totale. Le esportazioni di petrolio relativamente elevate, le forti emissioni di titoli sovrani e la politica di controllo dei cambi avrebbero incrementato le riserve nel 2003, portandole a superare i 14 miliardi di dollari, dagli 8 miliardi e mezzo del 2002. Nel 2004 le riserve in valuta sono previste in ulteriore crescita fino a raggiungere i 18 miliardi di dollari. Solo nel 2004, dopo due anni di severa recessione, il Paese potrebbe tornare a vedere una crescita del Pil di circa il 3%, subordinata comunque a una politica fiscale e monetaria espansiva e alla ripresa della produzione di petrolio. Il saldo di parte corrente dovrebbe rimanere positivo, intorno all'8,5% del Pil, a causa di una possibile riduzione dei corsi del greggio sui mercati internazionali e di un recupero delle importazioni. Il livello di inflazione non dovrebbe evidenziare variazioni di rilievo. Per uno sviluppo più consistente occorrerà comunque il ritorno della fiducia degli investitori esteri, difficile da ipotizzare in un clima generale così poco affidabile e con l'attuazione di politiche economiche che siano volte a risolvere i problemi strutturali del Paese.

Solo nel 2004, dopo due anni di severa recessione, il Paese potrebbe tornare a vedere una crescita del Pil di circa il 3%, subordinata comunque a una politica fiscale e monetaria espansiva e alla ripresa della produzione di petrolio. Il saldo di parte corrente dovrebbe rimanere positivo, intorno all'8,5% del Pil, a causa di una possibile riduzione dei corsi del greggio sui mercati internazionali e di un recupero delle importazioni. Il livello di inflazione non dovrebbe evidenziare variazioni di rilievo. Per uno sviluppo più consistente occorrerà comunque il ritorno della fiducia degli investitori esteri, difficile da ipotizzare in un clima generale così poco affidabile e con l'attuazione di politiche economiche che siano volte a risolvere i problemi strutturali del Paese.

Solo nel 2004, dopo due anni di severa recessione, il Paese potrebbe tornare a vedere una crescita del Pil di circa il 3%, subordinata comunque a una politica fiscale e monetaria espansiva e alla ripresa della produzione di petrolio. Il saldo di parte corrente dovrebbe rimanere positivo, intorno all'8,5% del Pil, a causa di una possibile riduzione dei corsi del greggio sui mercati internazionali e di un recupero delle importazioni. Il livello di inflazione non dovrebbe evidenziare variazioni di rilievo. Per uno sviluppo più consistente occorrerà comunque il ritorno della fiducia degli investitori esteri, difficile da ipotizzare in un clima generale così poco affidabile e con l'attuazione di politiche economiche che siano volte a risolvere i problemi strutturali del Paese.

### VENEZUELA

	2002	2003*	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	25,15		
Pil pro capite (in US\$)	4.000		
Pil (var. % annua)	-8,9	-11,0	3,0
Debito estero (in%Pil)	36,4	38,3	34,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	25,0	28,0	35,0
Cambio bolivar/US\$ (media annua)	1150	1600	2100

fonte: IIF e ns. elaborazioni

\*previsioni

## SUD AFRICA: ALL'OMBRA DEL SUPER-RAND

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

- Nel 2004 il Sud Africa dovrebbe ritornare a crescere ad un tasso superiore alla media degli ultimi cinque anni del 2,4%, grazie alla ripresa delle esportazioni e ad una politica monetaria espansiva.
- Il rientro dell'inflazione nella banda prefissata e un'ulteriore discesa dei tassi potrebbero indebolire gradualmente la valuta per via del ridursi del differenziale dei tassi nei confronti delle principali valute.
- La virtuosa politica fiscale seguita nel passato decennio sta consentendo al paese l'adozione di una politica di espansione del deficit pubblico a sostegno della crescita.

Nonostante la debolezza dell'economia internazionale e una politica monetaria restrittiva, il Sud Africa è riuscito nel 2002 a realizzare un tasso di crescita relativamente elevato e pari al 3%. Per l'anno in corso il Pil dovrebbe aumentare solo dell'1,9%, di gran lunga al di sotto del tasso medio di crescita degli ultimi cinque anni, pari al 2,4%. Continua infatti nel secondo trimestre 2003, con una crescita del Pil su base annua pari all'1,8%, il rallentamento dell'attività economica. Migliori sembrano le prospettive per il 2004 (Pil al +2,7%), grazie alla ripresa dell'economia mondiale, delle esportazioni e ai tagli dei tassi di interesse che dovrebbero spingere la domanda interna. Tra i fattori che mettono a rischio la ripresa dell'economia sudafricana si segnala l'instabilità politica dei paesi confinanti quali lo Zimbabwe, i ritardi nei processi di privatizzazione e il diffondersi dell'AIDS.

Il rallentamento dell'anno in corso è presto spiegato dalla contrazione del settore manifatturiero (-0,8% t/t nel secondo trimestre), che rappresenta il 19% del Pil, e dell'agricoltura (-8,7% t/t nel secondo trimestre), che costituisce solo il 4% del Pil, ma è un settore rilevante in termini di creazione di occupazione in quanto impiega l'11,2% degli occupati.

Il settore manifatturiero ha mostrato andamenti altalenanti nell'ultimo quinquennio strettamente correlati all'andamento della valuta. Negli ultimi cinque anni la crescita della produttività del lavoro è stata realizzata in gran parte dal taglio dei costi del personale, tanto che a fronte di una crescita media annua del 2% del settore manifatturiero, si registra una pari riduzione dell'occupazione.

Nel settore minerario, nonostante un consistente declino nella produzione di oro, l'output complessivo è rimasto invariato grazie all'aumento della produzione di platino e di diamanti. Inoltre il settore sta beneficiando degli elevati prezzi del platino (ai massimi storici) e dell'oro (sui massimi degli ultimi sette anni).

Il rallentamento ha interessato dunque i settori maggiormente orientati all'export e quindi più colpiti dal consistente apprezzamento della valuta locale avvenuto negli ultimi due anni. Il rand, infatti da inizio 2002, con un tasso del +77,5%, è stata la valuta che più si è apprezzata nei confronti del dollaro americano, (+23% nel 2003, +38% nel 2002). Tale andamento, in concomitanza con una politica monetaria restrittiva, che ha visto aumentare i tassi ben quattro volte nel 2002 (dal 9,50% al 13,50%), ha contribuito ad invertire il trend dell'inflazione, cresciuta continuamente da ottobre 2001 (4%) fino a raggiungere il livello massimo del 13% nell'ottobre 2002.

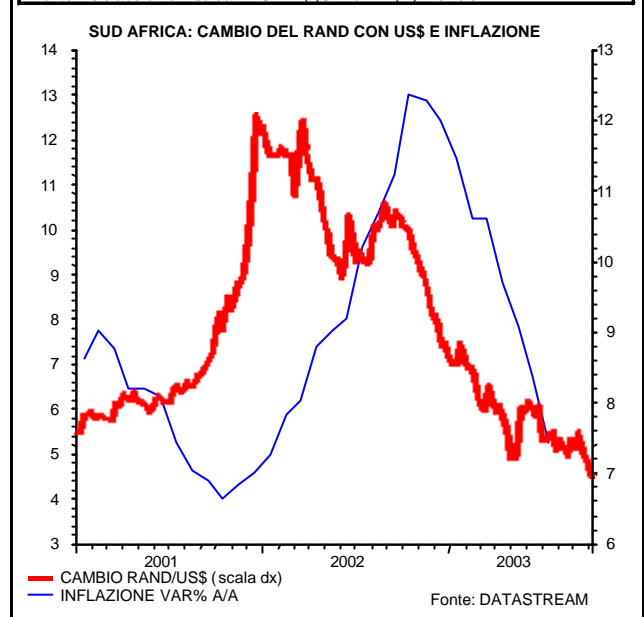
Al contrario, nel 2003, dopo aver riportato sotto controllo l'inflazione e in presenza di un lento recupero dell'economia, la Banca centrale ha intrapreso una politica monetaria espansiva. Con il taglio dei tassi al 10%, avvenuto nel settembre scorso e ampiamente scontato dai mercati, sale a 350 punti base il taglio complessivo effettuato negli ultimi tre mesi. Il trend discendente dell'inflazione, attualmente pari al 5%, dovrebbe continuare anche nei prossimi mesi ed è un elemento decisivo per evitare che alla firma dei nuovi contratti di lavoro nel 2004 ci siano gli incrementi a due cifre, già visti quest'anno. Ma se l'inflazione rientrerà per fine anno nella banda prefissata (*inflation targeting* al 3-6%) e i tassi scenderanno ancora, anche il tasso di cambio potrebbe cominciare ad indebolirsi gradualmente per via della riduzione del differenziale dei tassi nei confronti delle valute principali.

Dopo anni di politiche di riduzione del rapporto deficit/Pil, passato dal 7% del 1992 all'1% del 2001, il 2002 ha segnato la transizione dall'austerità ad una politica di crescita ed ha comportato un aumento sia pur contenuto del disavanzo all'1,2% (ben al di sotto dell'obiettivo ufficiale del 2,5%). Il contenimento del deficit è stato possibile soprattutto grazie ai miglioramenti nella gestione delle entrate che hanno controbilanciato i ricavi dalle privatizzazioni risultati ben al di sotto delle attese. Il carattere espansivo della politica fiscale è stato reso necessario in presenza del rallentamento dell'economia globale e interna, ed è improntato all'aumento della spesa per servizi pubblici (ad esempio programmi contro la diffusione dell'AIDS), tagli fiscali, incentivi per gli investimenti, agevolazioni per le piccole imprese, investimenti in infrastrutture.

Infine, il giudizio internazionale dei mercati è positivo e si basa su un'efficiente gestione della politica economica che ha consentito il contenimento dell'inflazione, i progressi nel risanamento della finanza pubblica e il mantenimento di un basso livello del debito estero. A conferma di ciò, l'indice che misura la differenza fra i rendimenti dei titoli governativi sudafricani e quelli americani, lo *spread Embi+*, è passato dai 320 punti base di ottobre 2002 agli attuali 134 p.b., valore estremamente basso se si considera che il Messico deve pagare 203 p.b., la Bulgaria 198 p.b., l'Egitto 161 p.b.,

Sud Africa	2002	2003*	2004**
Popolazione (milioni di abitanti)	45,0		
Pil pro capite (in \$ Usa)	3.795		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,0	1,9	2,7
Prezzi al consumo (var. % annua)	9,1	7,1	5,5
Bilancio pubblico (in % del Pil)	-1,2	-2,4	-2,4
Cambio contro \$ Usa (media annua)	10,52	7,60	8,40
Debito estero (in % del Pil)	19,8	18,7	19,2

Fonte: ns elaborazioni su dati EIU (\*)Stime (\*\*)Previsioni



## RUSSIA: LE RIFORME SPINGONO LA CRESCITA

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

- La Russia ha due importanti appuntamenti: elezioni legislative a dicembre 2003 e presidenziali a marzo 2004.
- In attesa delle scadenze elettorali, il profilo di rischio del paese è in progressivo miglioramento tanto che Moody's ha deciso di innalzare il rating sul debito estero a lungo termine di 2 gradini da Ba2 a Baa3, a livello "investment grade". Le altre agenzie internazionali, come Standard & Poor's e Fitch, sono rimaste caute su analoghi miglioramenti del rating.
- I progressi sono nei fatti e sono evidenziati dalla stabilità politica, da cinque anni di crescita economica sostenuta, da una serie di importanti riforme, da un'attenta cura del bilancio pubblico e della posizione debitoria internazionale.

La moderna Russia è nata nel 1991 dalla scissione dell'URSS in 15 indipendenti repubbliche. La Russia ha avviato un processo di ammodernamento che è stato accelerato dal presidente Vladimir Putin, eletto il 26 marzo 2000. Oltre al particolare impegno posto nel miglioramento dei rapporti con l'Occidente, Putin ha inaugurato una fase di riforme strutturali. Tra il 2000-2001 è stato semplificato il sistema fiscale con l'introduzione di un unico livello di prelievo sul reddito delle persone fisiche del 13%, uno dei più bassi nel mondo, ed è stata ridotta dal 35% al 24% l'imposta sugli utili societari, dal primo gennaio 2004 l'aliquota sull'imposta del valore aggiunto scenderà dall'attuale 20% al 18%. È stato avviato un processo di semplificazione amministrativa e di snellimento dell'apparato burocratico che richiederà molto tempo per essere perfezionato. Sono state velocizzate le privatizzazioni, soprattutto nel settore petrolifero. Risulta lenta e ancora incompleta la riforma del sistema bancario. Nonostante rimanga molto da fare, questi progressi hanno valso alla Russia il riconoscimento di economia di mercato da parte della Ue nel novembre del 2002 sulla scia di quanto fatto dagli Usa, nell'intento di accelerare l'adesione del paese al Wto che però, secondo gli esperti, non dovrebbe materializzarsi prima del 2005. Un'ulteriore fase di riforme sarà probabilmente rimandata all'aprile 2004, quando la Russia avrà superato due cruciali appuntamenti: le elezioni legislative a dicembre 2003 e le elezioni presidenziali a marzo 2004. Sulla base dei miglioramenti acquisiti Moody's ha aumentato di due gradini il rating del debito russo in valuta estera portandolo da Ba2 a Baa3, al livello "investment grade" solo dopo 5 anni dal default di 40 miliardi di dollari dichiarato sul debito domestico nell'agosto del 1998.

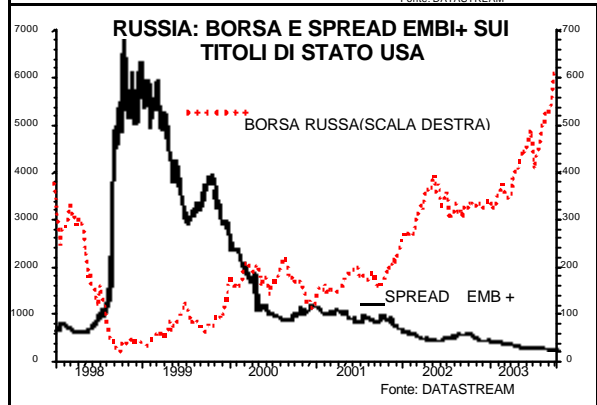
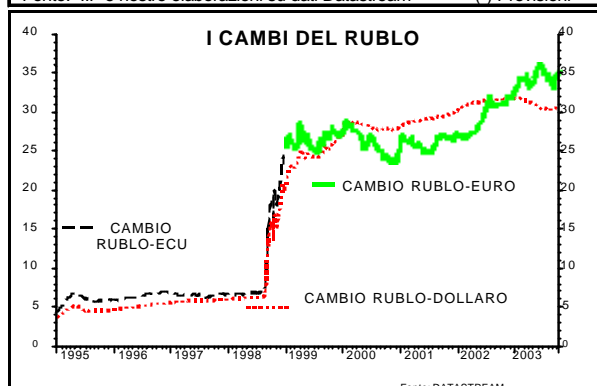
Le altre agenzie internazionali sono rimaste caute su analoghi miglioramenti del rating focalizzando l'attenzione sul punto di maggior debolezza dell'economia russa che rimane l'eccessiva dipendenza dalla produzione di petrolio e di altre materie prime come gas naturale, metalli e legname. Questi prodotti rappresentano l'80% circa delle esportazioni e rendono il paese vulnerabile alle fluttuazioni dei prezzi internazionali. Nel 2003 la Russia è diventata il secondo esportatore di petrolio mondiale alle spalle della Arabia Saudita. Tra i *partner* commerciali più importanti figurano Germania, Usa, Italia, Cina, e Olanda. Tra i settori industriali di punta vi sono le industrie estrattive, seguite a grande distanza da elettricità, telecomunicazioni, metallurgia e agro-industria, avanzano anche il tessile e i beni di consumo durevole.

La Russia si è risolleata dal *crack* finanziario del 1998 grazie all'azione di due fattori: il forte deprezzamento del rublo e il favorevole andamento dei corsi petroliferi. Nel 1999 la Russia ha segnato una crescita superiore al 5% e ha consolidato i progressi con un aumento record del Pil al 9% nel 2000, il miglior risultato degli ultimi 30 anni. Lo sviluppo è decelerato sulla scia del rallentamento internazionale verso il 5% nel 2001 e il 4% nel 2002, ma è rimbalzato al 7% nella prima metà del 2003. Le attese sono per il consolidamento su ritmi di crescita sostenuti nel prossimo biennio. L'inflazione è calata al 13,3% di agosto 2003 dal 21,6% del 2001 e il Ministro dell'economia la prevede un ulteriore calo verso l'8,4%-8,6% nel periodo gennaio-settembre. In attesa che siano le riforme strutturali ad imprimere nuovo impulso, la Russia ha accantonato extra-incassi da petrolio e privatizzazioni per pagare il debito estero in scadenza e può contare su oltre 60 miliardi di dollari di riserve in valuta pregiata e oro. Nel 2003 la Russia dovrà restituire ai creditori internazionali 17,3 miliardi di dollari e altri 14 miliardi nel 2004. Il bilancio statale è in surplus dal 2000, il debito/Pil è stato tagliato dall'oltre 90% a circa il 40% del 2002 nonostante politica fiscale e monetaria siano accomodanti. Il premio a rischio pagato dai titoli russi sui bond Usa è nettamente sceso: l'EMBI+ segnala un calo dai 7.000 punti base del 1998 a circa 230.

Russia	2002	2003*	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	143,7		
Pil pro capite (in \$ Usa)	9.511		
Pil (var. % annua in termini reali)	4,2	6,6	6,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	15,8	14,0	13,0
Cambio contro \$ Usa (media annua)	31,3	30,9	31,3
Debito estero (in % del Pil)	42,3	38,0	36,0

Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's	S&P	FITCH
	Baa3	BB	BB+

Fonte: IIF e nostre elaborazioni su dati Datastream (\*) Previsioni



## MOBILI ITALIANI PER I NUOVI MERCATI GLOBALI

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

- Seppure appannati da una congiuntura difficile, i numeri dell'industria italiana dell'arredamento sono sempre da primato: con 38 mila imprese, 23 miliardi di fatturato e un saldo commerciale di 9,7 miliardi, l'Italia si conferma primo paese esportatore e quarto produttore a livello mondiale.
- La qualità estetica rappresenta il fattore di caratterizzazione più importante e strategico per le imprese italiane. Gli investimenti in *industrial design* attivati dalle imprese mobiliere costituiscono circa il 3,5% del fatturato.
- La crescita dimensionale delle imprese è il fattore competitivo strategico per consolidare la *leadership* raggiunta.

Pur essendo un paese pressoché privo di risorse forestali economicamente utilizzabili, l'Italia è il quarto produttore mondiale nel mercato dell'arredamento, con una quota pari al 10%, dopo Stati Uniti, Giappone e Germania. Detiene inoltre il primato nelle esportazioni mondiali di mobili, con una quota del 20%. Con 38.000 imprese che fatturano complessivamente 23 miliardi di euro, di cui quasi il 50% deriva da vendite all'estero e garantiscono un avanzo commerciale di quasi 10 miliardi di euro, l'industria dell'arredamento rappresenta uno dei settori di punta del *made in Italy*. L'intera filiera legno-arredo realizza oltre il 5% della produzione manifatturiera italiana, quasi quanto l'industria automobilistica e contribuisce a circa il 15% del saldo attivo manifatturiero, tanto quanto il sistema pelli e calzature.

Il primato italiano è frutto di un'intensa attività di progettazione e innovazione, con ingenti investimenti non soltanto in tecnologia produttiva e impianti ma anche in comunicazione, distribuzione e *design*. La qualità estetica rappresenta il fattore di caratterizzazione più importante e strategico per le imprese italiane, offrendo un vantaggio competitivo difficilmente colmabile dai concorrenti internazionali. Gli investimenti delle imprese in *industrial design* (IID)

rivestono pertanto un ruolo di primo piano nelle strategie aziendali, tanto da costituire il 3,5% del fatturato del settore. Il 7% circa delle aziende effettua investimenti in attività di progettazione e sviluppo impiegando oltre 4000 addetti negli uffici interni di progettazione e ricerca, mentre 200 milioni di euro alimentano il mercato della consulenza che dà lavoro a più di 1.200 *designer*. Queste risorse producono mediamente 5 progetti o linee di produzione all'anno per impresa, per un totale di circa 11.000 nuovi prodotti contribuendo a rinnovare il catalogo con un tasso annuo del 14%. In altre parole, mediamente ogni sette anni, l'intera offerta italiana nel settore del mobile e dell'arredamento si rinnova completamente.

Pur restando inattaccabile il ruolo e immagine di paese *leader* nel settore dei mobili, i produttori italiani devono fare i conti con uno scenario competitivo profondamente mutato per la comparsa di nuovi attori sui mercati internazionali. Nel corso degli anni '90, la quota italiana sulle esportazioni mondiali di mobili è apparsa in calo passando dal 18,6% del 1990 al 13,8% del 2000. Ancor più è scesa quella della Germania e complessivamente della UE, mentre sono avanzate le produzioni di Canada e Messico nel mercato NAFTA, di alcuni paesi dell'Europa Centro-orientale, come la Polonia, diventato il primo fornitore della Germania sull'intera filiera e, soprattutto, di alcune economie dinamiche dell'Asia. La Cina, in particolare, ha aumentato significativamente la sua presenza sul mercato europeo: nel '90 esportava mobili nella Ue per 26 milioni di dollari, saliti a 141 nel '96 poi balzati a 801 nel 2002. Parallelamente, tra il '90 e il 2002 la quota dell'Italia nell'import della Ue è scesa dal 20,5% al 14,8%, mentre quella cinese è salita dallo 0,4% al 6,1%. La competizione cinese sui mercati internazionali, sta avendo un impatto dirompente nella fascia medio-bassa del mercato, mentre resta limitato nella fascia medio-alta e nullo nel segmento alto.

Lo sviluppo dei paesi emergenti, insieme alle caratteristiche strutturali del settore potrebbero rappresentare, in futuro, un ostacolo al consolidamento della posizione competitiva raggiunta. In quest'ottica, la crescita dimensionale rappresenta un fattore competitivo importante per poter sostenere la delocalizzazione produttiva in aree geograficamente distanti che richiedono investimenti significativi. Attualmente le imprese mobiliere italiane evidenziano un grado di frammentazione notevole: tra le maggiori 34 aziende europee del settore, solo due sono italiane: Natuzzi e Snaidero rispettivamente al quarto e ventiduesimo posto. Tra queste 34 imprese, 11 sono tedesche (di cui tre tra le prime dieci) 5 francesi e 5 inglesi. La quota di fatturato che fa capo alle prime 10 aziende in Italia è solo del 10,8% contro il 27% di Germania, il 36% della Francia e il 44% del Regno Unito.

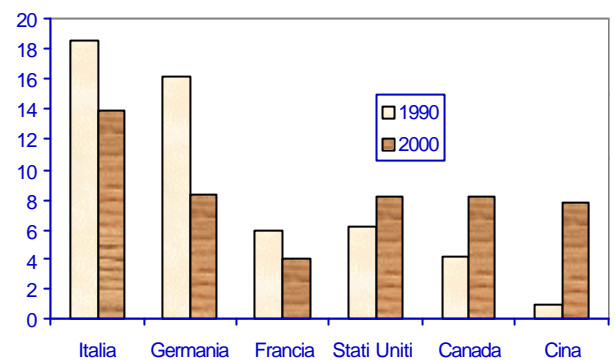
Anche se la congiuntura attuale non è premiante per il settore, le aziende mobiliere evidenziano l'attesa di un miglioramento nella raccolta ordini sul mercato nazionale e sui più importanti mercati esteri, stimando di chiudere il 2003 con risultati di fatturato ed export almeno pari a quelli dell'anno precedente. Per una ripresa vera e propria il settore dovrà attendere il 2004. Stati Uniti, Giappone ed Europa orientale costituiranno il principale traino della domanda estera, mentre sarà più contenuto il contributo dei paesi UE, Germania in particolare. Nuove aree e nuove opportunità si offrono al settore: le aree emergenti rappresentano due miliardi di abitanti del pianeta che premono alle frontiere del consumo. Di questi, già oggi circa 300-400 milioni hanno raggiunto un potere d'acquisto di livello occidentale. Tradotto in cifre, significa che si affaccia al mondo un altro mercato grande quanto l'Europa.

I NUMERI DELL'INDUSTRIA DELL'ARREDAMENTO  
milioni di euro

	2001	2002	var. %
Fatturato	23.281	22.791	-2,1%
Esportazioni	11.679	11.238	-3,8%
Importazioni	1.536	1.531	-0,3%
Saldo	10.142	9.707	-4,3%

Fonte: Federlegno

ESPORTAZIONI DI MOBILI: QUOTE DI MERCATO DEI  
PRINCIPALI PAESI PRODUTTORI



Fonte: BIT

## IL LAZIO GUARDA ALL'EUROPA

G. Felici ☎ 06-47027967 – [giovanni.felici@bnlmail.com](mailto:giovanni.felici@bnlmail.com)

- Nel 2002 con un una crescita del Pil di circa il 2% (al secondo posto in Italia) il Lazio conferma la vitalità del suo tessuto economico che lo vede affermarsi nei servizi e nel turismo mentre mantiene buone performance anche negli altri settori.
- Notevole risulta l'attenzione per i problemi sociali e per l'istruzione che pone la regione al primo posto in Italia sia per ricettività ospedaliera che per numero di iscritti alle Università (seconda per numero di laureati).
- Il Lazio fa registrare un tasso di disoccupazione lievemente al di sotto della media nazionale, con il maggior numero di occupati in assoluto nei servizi.
- Lo sviluppo regionale è fortemente legato ai rapporti con l'Europa non solo per il flusso monetario determinato dal turismo e per la conseguente crescita del terziario, ma anche per l'utilizzazione dei fondi europei (obiettivo 2).

### REGIONE LAZIO

#### Principali indicatori socio-economici

#### Dati 2002

Superficie	17.227 Kmq
Popolazione	4.976.000 unità
Forza lavoro	2.186.000 unità
Occupati	1.996.000 unità
Persone in cerca di occupazione	190.000 unità
Tasso disoccupazione	8,60 %
Spesa media mensile delle famiglie	2.000,00 Euro
Consumi elettrici	19.700 mil. Kw/h
Abitanti oltre 65 ani	17,3 %

Fonte: Istat.

Il tessuto economico della Regione poggia in gran parte su due pilastri rappresentati dal terziario e dal turismo. Sono anche presenti all'interno del territorio molte significative realtà in diversi settori economici che spaziano dalla chimica all'agricoltura, dall'alta tecnologia al comparto manifatturiero. Per quanto riguarda il terziario, negli ultimi anni si è consolidata una vera e propria vocazione del Lazio per questo settore che, infatti, rappresenta da solo i tre quarti del prodotto regionale, soprattutto in relazione ad una forte crescita dei servizi dedicati alle imprese (servizi professionali, ricerca, informatica ecc.). Anche la stampa e l'editoria incidono significativamente sull'economia della regione. Le conseguenze positive di questo approccio si sono evidenziate nel ridotto tasso di disoccupazione della regione (8,6%), lievemente inferiore al dato nazionale proprio in dipendenza dei risultati conseguiti nel terziario che, con il 71% di occupati su base regionale, risulta anche al primo posto in Italia per numero complessivo di addetti. La continua crescita che questo settore fa da tempo registrare compensa la stasi occupazionale dell'industria e la flessione nel comparto agricolo.

Il turismo, l'altro settore trainante dell'economia del Lazio mantiene, con un movimento stimato in circa 25 milioni di presenze, un peso decisivo per la crescita economica regionale. Il settore, tuttavia, presenta ancora notevoli margini di miglioramento.

Va sottolineato, al riguardo, che il Lazio è di gran lunga la regione con il maggior numero di visitatori del proprio patrimonio culturale (con gli incassi più cospicui a livello nazionale) e con una ricettività alberghiera da primato forte di un milione e cinquecentomila posti letto. La regione sta puntando con decisione su questo settore attraverso la costituzione di un'Agenzia regionale di promozione turistica che verrà presto ad affiancarsi all'Agenzia di sviluppo del Lazio già da tempo operante.

Nonostante la riduzione della domanda internazionale, l'export rimane un punto di forza della Regione con una percentuale sul totale nazionale di circa il 5% (al sesto posto a livello nazionale) mentre con circa l'8% raggiunge il quarto posto quanto a valore di import.

Si deve registrare, comunque, come nel primo semestre 2003, l'export della regione sia diminuito di circa il 10% soprattutto a seguito della flessione delle vendite di mezzi di trasporto, dei metalli e dei prodotti in metallo e delle macchine elettriche e di precisione.

I mercati di destinazione dei prodotti regionali sono rappresentati principalmente dall'Unione Europea con una quota superiore al 50%, dall'America settentrionale, secondo partner commerciale del Lazio, dall'America centro-meridionale e dall'Europa orientale.

In crescita e con notevoli possibilità di sviluppo sono i rapporti tra settore pubblico e privati, non solo per le incentivazioni in tal senso che nascono dal progetto per Roma capitale, ma anche per iniziative autonome disseminate sul territorio. Un esempio notevole delle sinergie che si vengono a sviluppare in questo settore si può riscontrare dalla recente apertura del Centro agroalimentare di Roma che con i suoi 140 ettari di superficie, 630 mila tonnellate di merci l'anno e un fatturato di 30 milioni di euro si candida a divenire uno dei poli commerciali più importanti d'Europa. Inoltre si fanno sempre più stretti i rapporti di collaborazione tra ricerca, università ed imprese in particolare con la nascita a Roma di due Centri di ricerca: a Castel Romano specializzato nella sperimentazione scientifica e quello in preparazione al Tiburtino per l'hi-tech. Notevoli sono anche i Centri fieristici regionali, attività che viene potenziata nella capitale con lo sviluppo del nuovo quartiere espositivo della Fiera di Roma, costituito strategicamente nelle adiacenze dell'importante snodo di comunicazione di Ponte Galeria, che si collocherà al secondo posto in Italia nell'ambito fieristico nazionale. Un'altra iniziativa di rilievo è anche il Roma Expo Franchising, dedicato alle piccole e medie imprese, mentre anche nel resto della regione vengono avviati nuovi progetti nel settore.

Il "sistema Lazio" viene promosso anche attraverso l'apertura di sportelli per l'internazionalizzazione dei prodotti regionali che forniscono alle imprese assistenza per l'accesso agli strumenti fiscali e normativi e, più in generale, assistenza legale e amministrativa. Recentemente, sono stati avviati diversi progetti con Russia, Ungheria e Tunisia, in settori che vanno dall'agroalimentare all'informatica, dal chimico al turistico, per attrarre investimenti e per favorire le imprese che operano all'estero.

Tra le diverse attività regionali di rilievo si segnalano anche il distretto ceramico di Civita Castellana, quello del marmo dei monti Ausoni e quello tessile della Valle del Liri. Altri centri produttivi locali sono rappresentati dal polo chimico-farmaceutico delle province di Frosinone, Latina e Roma, e dal polo agroindustriale pontino.

Obiettivo strategico della regione rimane, infine, l'implementazione e lo sviluppo della rete infrastrutturale e viaria del territorio considerato come un ponte rivolto verso la futura area di libero scambio tra Nord Europa e paesi dell'area del Mediterraneo

## CREDITO BANCARIO: LA RIPRESA ECONOMICA È PIÙ VICINA?

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

- Accelerano in agosto in Italia le dinamiche tendenziali delle principali variabili bancarie: +7,3% a/a per gli impieghi, +5% a/a per i depositi.
- Dall'inizio del secondo semestre si evidenzia una rinnovata vivacità dei finanziamenti ai comparti produttivi (imprese e famiglie produttrici) che si rafforza nel mese di agosto.
- Segnali positivi emergono dalla seconda indagine sul credito della Bce: maggiori disponibilità per il finanziamento di imprese e famiglie.

Le dinamiche tendenziali delle variabili bancarie italiane rilevate nel mese di agosto indicano una moderata accelerazione sia per gli impieghi che per i depositi. Ancora in forte aumento la componente a medio/lungo termine degli impieghi con un tasso di variazione annua del 13% cui fa riscontro un incremento inferiore all'1% per quella a breve termine. Nel complesso i crediti bancari crescono del 7,3% a/a. Dall'inizio del 2002 la riduzione di operazioni di finanza straordinaria, il rallentamento dell'attività economica, una parziale conversione da parte delle imprese di debito a breve in debito a lungo, hanno determinato la progressiva contrazione dei finanziamenti a breve termine la cui quota sul totale dei prestiti risulta ora inferiore al 45% (50% a fine 2001). A incrementare le consistenze del m/l termine ha comunque contribuito anche la crescita dei mutui fondiari accordati alle famiglie.

Riguardo agli andamenti settoriali, il mese di agosto rileva una ritrovata vivacità delle dinamiche tendenziali di tutte le componenti. Se il trend di crescita risultasse duraturo e se si confermassero i risultati positivi della recente indagine Isae (clima di fiducia di consumatori e imprese in miglioramento) si potrebbe cominciare a pensare che una ripresa dell'attività economica è vicina.

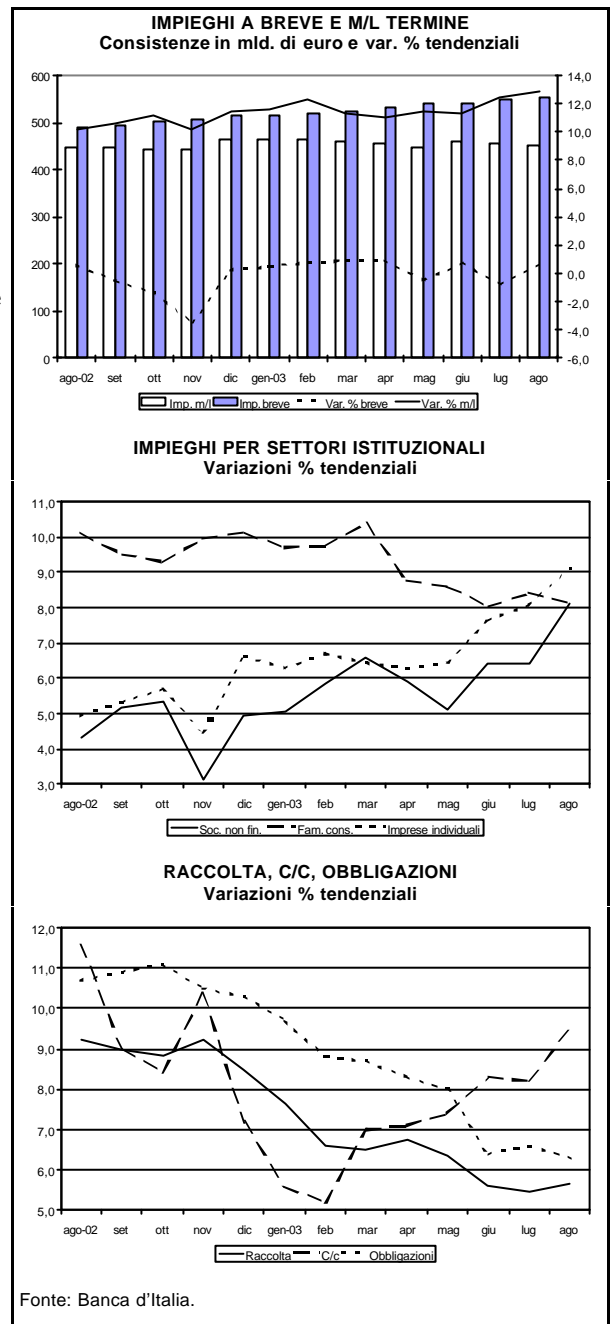
Sia il credito alle imprese che quello alle famiglie è risultato in aumento a tassi superiori all'8% a/a. Per i mutui fondiari (+23,5% a/a) e per il credito al consumo (+22,7% a/a) si tratta della conferma di un trend in atto da tempo. E' invece questo il primo mese in cui si colgono segnali decisamente positivi per i finanziamenti ai segmenti produttivi. Si evidenzia, in particolare, un'accelerazione della domanda proveniente dalle famiglie produttrici (+9% a/a).

Nell'area euro la crescita dei prestiti (+5,5% a/a) risulta invariata rispetto ai mesi precedenti; emerge però una rafforzata dinamica dei finanziamenti a breve.

Nel bollettino di agosto la Bce pubblica i risultati dell'indagine trimestrale sul credito relativa al mese di aprile. Ne emerge, rispetto alla precedente inchiesta, una maggiore disponibilità delle banche alla concessione di finanziamenti nei confronti delle imprese. In particolare si è registrata una maggiore apertura verso le grandi imprese mentre invariata è rimasta la disponibilità verso le Pmi, nei confronti delle quali si manifesta un'offerta di maggiore flessibilità nel prossimo futuro. Si deve rilevare però anche una decelerazione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, in particolare per quelle di grandi dimensioni. L'indagine rivela inoltre la maggiore inclinazione del sistema bancario alla concessione del credito alle famiglie sia per l'acquisto di abitazioni sia per consumo; in questo caso all'aumento dell'offerta fa riscontro un ulteriore rafforzamento della domanda proveniente dal comparto.

Per l'attività di raccolta in Italia si registra un aumento tendenziale del 5,7% a/a sostenuto prevalentemente dal rafforzamento della crescita dei conti correnti (+9,5%) la cui variazione congiunturale destagionalizzata arriva a raggiungere il 27% m/m. In contenuto rallentamento risulta la dinamica delle obbligazioni bancarie (+6,3% a/a).

Anche nell'area euro i depositi a vista nel mese di agosto riportano la variazione tendenziale più intensa da inizio anno: 9,3% a/a. Il bollettino della Bce indica tra le determinanti di tale preferenza alla liquidità, oltre al basso costo opportunità, l'ancora elevata variabilità dei corsi azionari all'indomani di un prolungato periodo di discesa. Se questa fase di incertezza si attenuasse una quota di queste disponibilità liquide potrebbe ritrovare la strada dei mercati finanziari.





# QUEL CHE RESTA DELL'ORSO

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

L'improvvisa soluzione del *rebus* lavoro sul mercato statunitense ha eliminato il principale catalizzatore di scetticismo *versus equity* degli ultimi sei mesi decimando il fronte ribassista.

Il bicchiere mezzo vuoto appare così mezzo pieno, senza che siano registrate conferme o variazioni di rilievo nelle prospettive di ripresa macro.

I dati di bilancio diffusi in questa primissima fase di comunicazioni delle società Usa (vedi *Yahoo* e *Motorola*) sull'andamento del terzo trimestre sono positivi relativamente alle aspettative, ribassate cautelativamente in precedenza dagli stessi amministratori.

Andrebbe quindi estrapolata dallo scarto (positivo) con il *consensus* generale la "plusvalenza da manipolazione interna delle attese (*guidance*)" per giungere ad una stima effettiva e precisa dei progressi di bilancio.

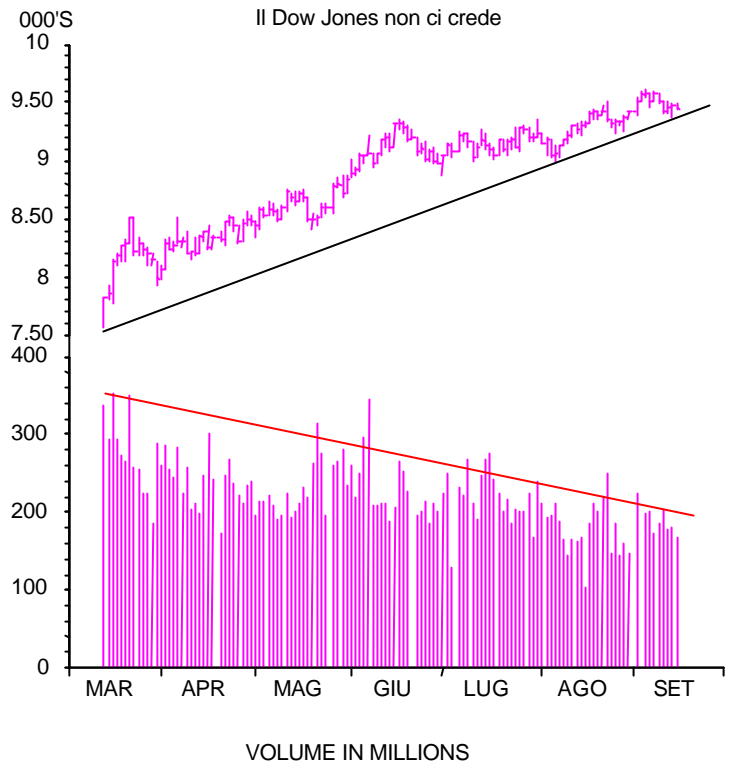
Il *trend* di raccomandazioni all'acquisto appare tardivo ed eccessivamente esposto a rischio sopravvalutazione. In assenza di rotazione settoriale (si compra solo tecnologia, finanza e telefonia), infatti, la pressione rialzista viene esercitata obbligatoriamente sugli stessi titoli (le cosiddette *win-stocks*) mettendone a rischio la tenuta sia in termini di *p/e* (oltre 9 volte la media di settore) sia di indicatori dinamici (*overbought rate*).

Sette mesi di rialzi e nessuna rotazione rappresenta un *record* per i *trend* rialzisti degli ultimi anni, che hanno potuto contare mediamente entro il terzo mese dei rinforzi dei comparti ciclici e dell'appoggio successivo dei titoli difensivi a basso beta ed alta capitalizzazione.

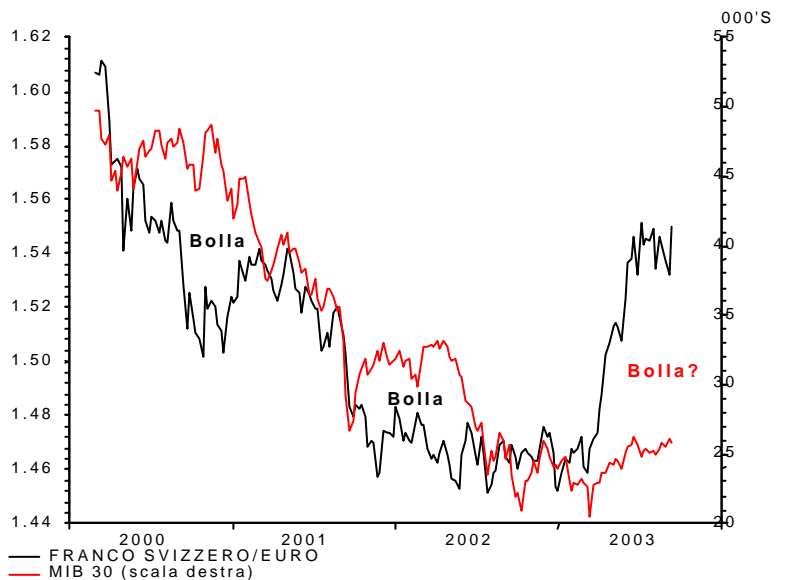
A contrastare l'*appeal* dell'investimento in azioni – oltre ai mutamenti in corso nella struttura prospettica dei tassi di interesse – è soprattutto la dinamica della volatilità (*Vxo*) giunta ai minimi storici (18%) che, statisticamente, ha sempre preceduto fasi di correzione importanti.

L'intensa comunicazione delle trimestrali, importando alti livelli di volatilità, tenderà ad accrescere il già elevato *downside risk*, suggerendo l'opportuna attesa per un raffreddamento delle quotazioni azionarie.

## Prezzi in crescita ma con volumi in calo



## Travaso da equity a franco svizzero nei periodi di crisi

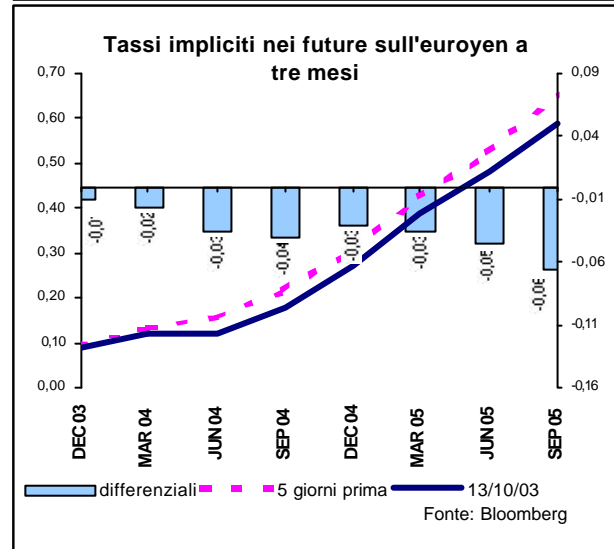
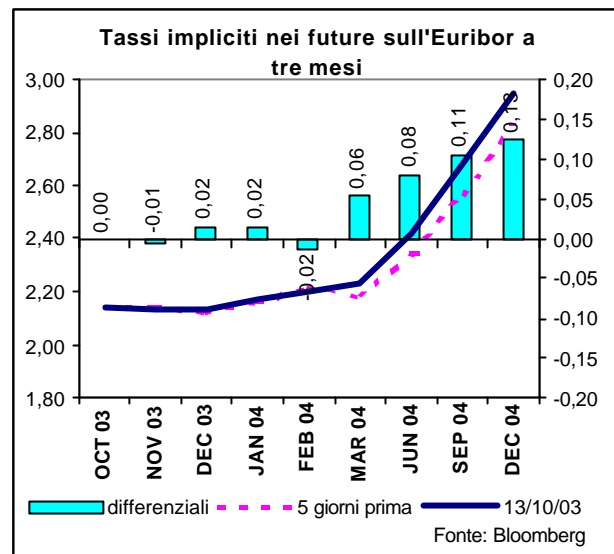


	3/10/03	- 1 sett.	Dati storici				Variazioni percentuali				
			-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	
MIBTEL	18.977	18.736	19.256	16.455	29.834	28.094	1,3	-1,4	15,3	-36,4	-32,5
MIB 30	25.526	25.155	26.045	22.184	42.906	41.477	1,5	-2,0	15,1	-40,5	-38,5
DOW JONES IND.	9.572	9.313	9.568	7.717	10.646	11.358	2,8	0,0	24,0	-10,1	-15,7
NASDAQ	1.881	1.792	1.853	1.166	2.292	4.131	4,9	1,5	61,3	-17,9	-54,5
STANDARD & POOR'S	1.030	997	1.026	819	1.283	1.455	3,3	0,3	25,8	-19,7	-29,2
NIKKEI 225	10.709	10.318	10.716	8.936	13.786	18.934	3,8	-0,1	19,8	-22,3	-43,4
FTSE100	4.274	4.157	4.262	3.880	6.175	6.930	2,8	0,3	10,1	-30,8	-38,3
CAC40	3.296	3.217	3.423	2.861	5.799	5.917	2,9	-3,7	19,2	-43,2	-44,3
DAX30	3.419	3.325	3.648	2.813	6.290	6.751	2,8	-6,3	21,5	-45,6	-49,4
MADRID	734	724	769	587	879	1.012	1,4	-4,5	25,0	-16,5	-27,5
SINGAPORE	1.670	1.628	1.605	1.352	1.896	2.583	2,6	4,1	23,5	-11,9	-35,3
HONG KONG	11.609	11.290	11.102	8.984	14.870	17.370	2,8	4,6	29,2	-21,9	-33,2
DJ EURO STOXX50	2.516	2.448	2.642	2.305	4.702	4.849	2,8	-4,7	9,2	-46,5	-48,1
MSCI WORLD	944	912	923	742	1.202	1.422	3,5	2,3	27,2	-21,4	-33,6
MSCI EMU	133	129	139	118	233	243	2,5	-4,3	12,1	-43,1	-45,4
MSCI FAR EAST	2.123	2.013	1.978	1.619	2.572	3.605	5,4	7,3	31,1	-17,5	-41,1
MSCI NORTH AMERICA	1.041	1.008	1.038	820	1.302	1.525	3,3	0,4	27,0	-20,0	-31,7

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Negli Stati Uniti gli ultimi dati avvalorano l'ipotesi di un miglioramento del mercato del lavoro. Infatti, il mercato calo delle nuove richieste di sussidi di disoccupazione, scese nell'ultima settimana sotto quota 400.000, che si conferma anche nella media delle ultime quattro settimane, si somma al primo modesto aumento registrato dall'occupazione in settembre (+57.000). La forte dinamica dei consumi e la diminuzione del disavanzo commerciale di agosto (a -\$39,2 mld) portano ad una revisione al rialzo della stima di crescita del Pil nel III trimestre vicina al 5% annualizzato t/t, che proietta al 2,6% l'incremento annuo previsto per il 2003.
- Nell'arco di una settimana il cambio del dollaro ha registrato un ulteriore deprezzamento verso l'euro (-0,9%) e, soprattutto, rispetto allo yen (-2%) nei confronti del quale ha superato la barriera di 110, attestandosi intorno a 108,5 yen/\$. L'attenzione dei mercati sembra concentrarsi sul disavanzo delle partite correnti e sull'abbandono della politica del dollaro forte da parte degli Usa, tralasciando le migliori prospettive di crescita del paese. Ma neppure la notizia sulla riduzione del disavanzo commerciale di agosto ha sostenuto il dollaro, anche perché il deficit con la Cina ha toccato un nuovo massimo (-\$11,7 mld).
- Nell'area dell'euro emergono sintomi di un lento e graduale miglioramento, seppure inseriti in un contesto di persistente debolezza. In Germania il tasso di disoccupazione è leggermente calato al 10,5% di settembre dal precedente 10,6%, gli ordini alla fabbrica sono cresciuti oltre le attese in agosto dello 0,6% m/m che equivale a un -0,8% a/a (0% m/m e -0,5% a/a in luglio), lasciando sperare in un rafforzamento dell'attività economica successivamente ad agosto, mese in cui la produzione industriale ha registrato un calo del -2,5% m/m, equivalente a un -1,9% tendenziale (2,8% m/m e 1,4% a/a in luglio). In Francia la produzione manifatturiera di agosto ha segnato una diminuzione superiore alle aspettative del -0,9% m/m e del -2,3% a/a (0,4% m/m; -1,3% a/a in luglio), circostanza che ha accentuato il rischio di un'ulteriore contrazione congiunturale del Pil francese nel III trimestre dopo quella registrata nel II (-0,3% m/m). Intanto, l'Istituto Diw ha comunicato una stima preliminare del Pil del III trimestre in Germania che dovrebbe crescere dello 0,2% t/t. Supponendo nello stesso periodo una contrazione del Pil in Olanda, modesti progressi in Italia e Germania e un incremento più sostenuto in Spagna, l'Europa potrebbe mettere a segno nel III trimestre 2003 un aumento nell'ordine dello 0,1% congiunturale che rappresenterebbe un miglioramento, seppure modesto, rispetto ad aprile-giugno (-0,1% t/t) e segnalerebbe che l'Europa sta iniziando a superare la fase di stallo.
- In Giappone, Koizumi ha indetto elezioni anticipate per il 9 novembre e la Banca centrale ha allentato ulteriormente la politica monetaria al fine di sostenere la ripresa economica e contrastare il recente apprezzamento dello yen. Il governatore Fukui ha innalzato il *target* per le riserve di liquidità a disposizione delle banche (da 27.000-30.000 a 27.000-32.000 mld di yen) ed ha portato da 6 a 12 mesi la scadenza massima dei titoli di Stato utilizzabili per le operazioni pronti contro termine.



	dati storici		13/10/2003	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	123,86	118,65	108,96	109,00	107,00
dollaro-euro	0,981	1,137	1,168	1,170	1,190
yen-euro	122	135	127	128	127
sterlina-euro	0,630	0,700	0,701	0,700	0,694
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,78	1,11	1,16	1,18	1,50
euro	3,26	2,13	2,14	1,90	2,20
yen	0,07	0,05	0,01	0,06	0,08
sterlina	3,96	3,49	3,75	3,80	4,15
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,91	3,94	4,27	4,40	4,65
Germania	4,48	3,95	4,28	4,30	4,45
Giappone	1,05	0,99	1,35	1,40	1,56
Italia	4,76	4,14	4,41	4,43	4,58
Gran Bretagna	4,57	4,30	4,87	4,88	4,98

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	113,6	113,8	113,6	113,9	113,2
2004	113,8	114,2	114,8	114,9	115	115	114,9	114,9	115,2	115,4	115,3	115,6	114,9
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,3	0,2	-0,2	0,3	0,1
2004	-0,1	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,1	2,0	1,9	1,7	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	1,5	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	106,1	106,4	106,6	106,8	105,5
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
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2
2004	-0,3	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,9	2,7	2,6	2,6	2,8
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	1,9	2,0	2,3	2,2	2,1

#### 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	123,0	123,1	122,0
2004	123,5	123,6	123,8	124,1	124,2	124,2	124,3	124,5	124,7	125,0	125,2	125,3	124,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,2	0,1	0,2
2004	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,5	2,5	2,7
2004	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

 C. Mazio ☎ 06-47028431 – [cristiana.mazio@bnlmail.com](mailto:cristiana.mazio@bnlmail.com)

(per Usa)

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

(per Euro-12)

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

(per Italia)

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,8	1,2	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0
var.% trim su trim annualizzato				1,4	3,3	4,8	3,6	3,6	3,4	3,9	4,0
var.% anno su anno	2,4	2,6	3,7	2,0	2,5	2,7	3,3	3,8	3,8	3,6	3,7

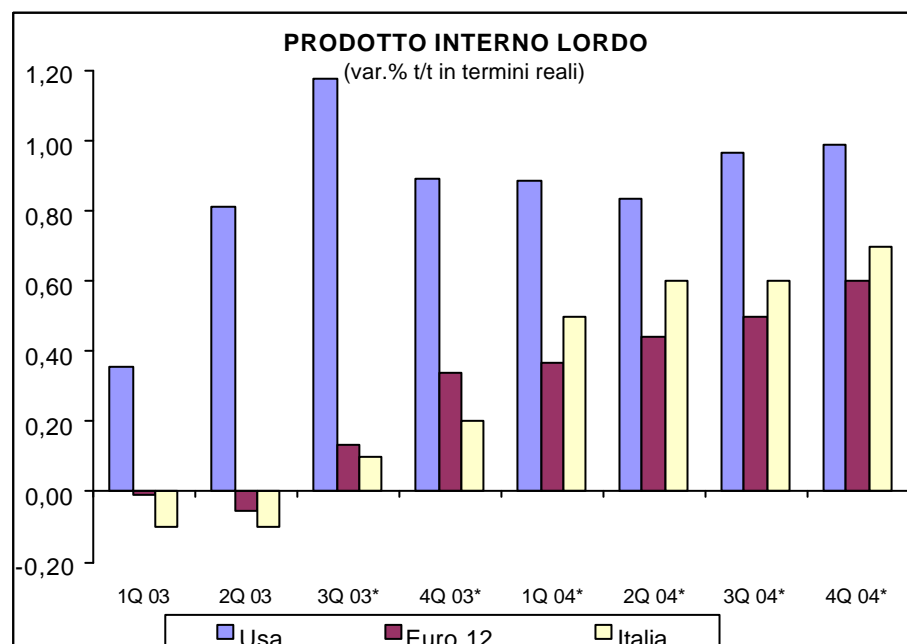
#### AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				0,0	-0,2	0,5	1,4	1,5	1,8	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,9	0,4	1,4	0,7	0,2	0,1	0,4	0,8	1,3	1,7	1,9

#### ITALIA

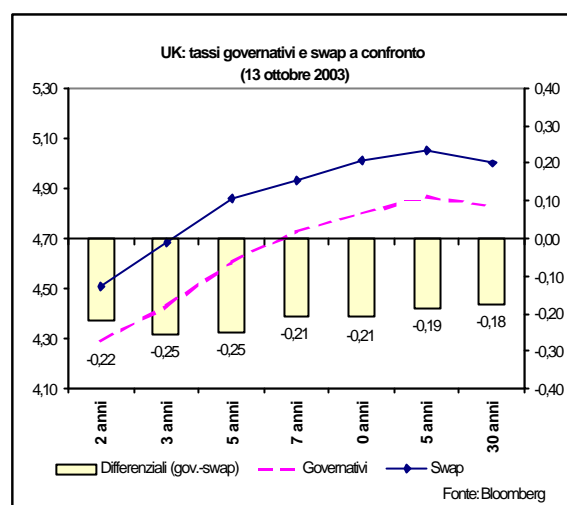
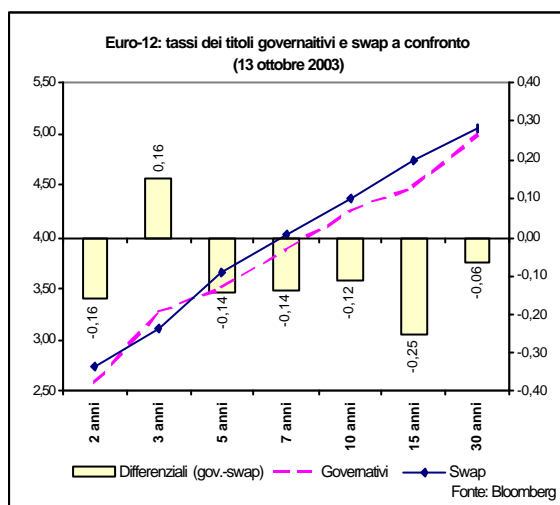
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,6	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				-0,4	-0,4	0,4	0,8	2,0	2,4	2,4	2,8
var.% anno su anno	0,4	0,5	1,6	0,8	0,3	0,3	0,6	0,7	1,4	1,9	2,6

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



# PANORAMA TASSI & EURO

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



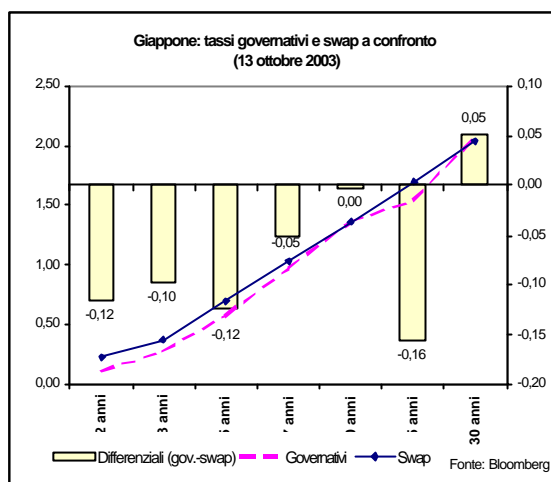
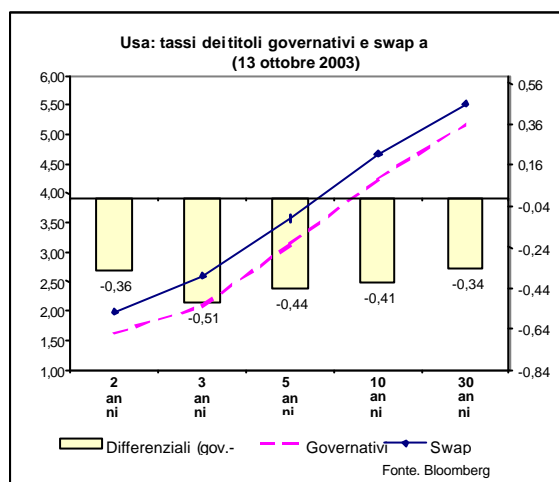
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
	dell'euro contro le altre valute										
	10/10/03	- 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	1,179	1,169	1,117	0,988	1,049	1,179	0,9	5,5	19,4	12,4	0,0
Canada	1,568	1,566	1,528	1,572	1,655	1,800	0,1	2,6	-0,3	-5,3	-12,9
Australia	1,706	1,708	1,698	1,800	1,856	1,910	-0,1	0,4	-5,2	-8,1	-10,7
Nuova Zelanda	1,965	1,958	1,918	2,057	1,998	2,223	0,4	2,5	-4,5	-1,6	-11,6
Giappone	127,9	129,3	130,5	122,1	124,4	133,7	-1,1	-2,0	4,7	2,8	-4,4
Argentina	3,338	3,369	3,301	3,660	3,531	1,180	-0,9	1,1	-8,8	-5,5	182,9
Svizzera	1,550	1,544	1,550	1,463	1,452	1,617	0,4	0,0	6,0	6,7	-4,1
Regno Unito	0,708	0,700	0,703	0,632	0,651	0,711	1,2	0,8	12,1	8,9	-0,4
Svezia	9,002	8,988	9,156	9,172	9,153	9,470	0,2	-1,7	-1,9	-1,6	-4,9
Danimarca	7,429	7,429	7,426	7,429	7,429	7,450	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Norvegia	8,227	8,158	8,283	7,305	7,276	8,855	0,8	-0,7	12,6	13,1	-7,1
Cipro	0,584	0,585	0,583	0,573	0,573	0,582	0,0	0,3	2,0	2,0	0,4
Repubblica Ceca	32,11	31,97	32,85	30,62	31,58	35,11	0,4	-2,3	4,9	1,7	-8,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	254,5	253,8	256,3	245,1	236,3	251,5	0,3	-0,7	3,8	7,7	1,2
Lettonia	0,651	0,650	0,639	0,598	0,614	0,667	0,3	2,0	9,0	6,1	-2,3
Lituania	3,452	3,452	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,430	0,428	0,428	0,413	0,418	0,443	0,3	0,5	3,9	2,7	-3,1
Slovacchia	41,27	41,23	41,59	42,06	41,50	42,99	0,1	-0,8	-1,9	-0,6	-4,0
Slovenia	235,8	235,7	235,1	228,6	230,2	189,0	0,1	0,3	3,2	2,5	24,7
Polonia	4,5466	4,543	4,425	4,071	4,021	4,071	0,1	2,7	11,7	13,1	11,7
Russia	35,55	35,41	34,36	31,21	33,53	25,32	0,4	3,5	13,9	6,0	40,4
EURO	90,5	89,7	89,5	82,0	84,5	93,3	0,8	1,0	10,3	7,1	-3,1

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										
	10/10/03	- 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	1,321	1,345	1,368	1,590	1,572	1,598	1,8	3,6	20,4	19,0	20,9
Australia (*)	0,692	0,679	0,657	0,549	0,562	0,516	1,9	5,3	26,1	23,2	34,1
Nuova Zelanda (*)	0,600	0,592	0,582	0,479	0,524	0,425	1,3	3,1	25,2	14,5	41,1
Giappone	108,7	110,8	117,1	123,6	118,8	131,8	1,9	7,7	13,7	9,2	21,2
Corea del Sud	1.150	1.152	1.173	1.245	1.200	1.320	0,2	2,0	8,3	4,4	14,9
Filippine	54,72	54,97	54,58	52,73	53,60	51,60	0,5	-0,3	-3,6	-2,0	-5,7
Indonesia	8.375	8.375	8.388	9.010	8.950	10.370	0,0	0,2	7,6	6,9	23,8
Singapore	1,722	1,727	1,750	1,793	1,734	1,849	0,3	1,6	4,1	0,7	7,4
Thailandia	39,00	39,60	40,38	43,80	43,11	44,05	1,6	3,6	12,3	10,5	13,0
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,19	45,46	45,75	48,35	47,97	48,27	0,6	1,2	7,0	6,2	6,8
Argentina	2,87	2,95	2,97	3,70	3,36	1,00	2,7	3,3	28,7	17,0	-65,3
Brasile	2,83	2,89	2,89	3,99	3,54	2,30	1,9	2,0	40,7	25,0	-18,9
Cile	643,6	660,1	675,3	759,8	720,3	646,3	2,6	4,9	18,1	11,9	0,4
Colombia	2.870	2.869	2.829	2.872	2.867	2.297	0,0	-1,4	0,1	-0,1	-20,0
Messico	11,23	11,22	10,94	10,22	10,46	9,11	0,0	-2,5	-9,0	-6,8	-18,9
Perù	3,48	3,48	3,48	3,62	3,50	3,44	0,0	-0,1	4,1	0,6	-1,1
Uruguay	28,26	28,03	27,88	27,58	27,20	14,75	-0,8	-1,3	-2,4	-3,8	-47,8
Venezuela	1.598	1.598	1.598	1.477	1.387	759	0,0	0,0	-7,6	-13,2	-52,5
Israele	4,42	4,42	4,45	4,83	4,75	4,48	0,1	0,9	9,3	7,6	1,5
Sud Africa	6,97	6,96	7,39	10,40	8,57	12,37	-0,1	6,0	49,3	23,0	77,5
Turchia	1.381.104	1.392.392	1.380.736	1.642.891	1.643.699	1.429.847	0,8	0,0	19,0	19,0	3,5
Area dell'Euro (*)	1,179	1,169	1,117	0,988	1,049	0,904	0,9	5,5	19,4	12,4	30,5
Regno Unito (*)	1,664	1,664	1,593	1,564	1,610	1,439	0,0	4,5	6,4	3,4	15,6
Svizzera	1,314	1,337	1,384	1,484	1,383	1,650	1,8	5,4	13,0	5,3	25,7
Danimarca	6,30	6,42	6,62	7,53	7,08	8,28	1,9	5,2	19,5	12,4	31,5
Norvegia	6,97	6,98	7,41	7,40	6,97	8,87	0,1	6,4	6,1	-0,1	27,2
Svezia	7,62	7,76	8,15	9,27	8,69	10,28	1,9	6,9	21,6	14,1	34,9
Russia	30,24	30,47	30,64	31,68	31,78	30,14	0,8	1,3	4,8	5,1	-0,3
Polonia	3,83	3,89	3,97	4,14	3,81	3,96	1,8	3,7	8,3	-0,4	3,5
Repubblica Ceca	27,23	27,35	29,39	30,99	30,14	35,27	0,4	8,0	13,8	10,7	29,5
Ungheria	215,5	219,0	228,8	248,3	224,9	272,9	1,6	6,1	15,2	4,3	26,6
<b>DOLLARO USA</b>	<b>98,4</b>	<b>99,9</b>	<b>104,2</b>	<b>114,9</b>	<b>110,5</b>	<b>122,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-11,0</b>	<b>-19,3</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 14 AL 20/10/2003)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 14	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve sullo stato dell'economia
Mercoledì 15	Canada: la Banca del Canada annuncia i tassi d'interesse Stati Uniti: Beige Book 📎
Giovedì 16	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Parry della Federal Reserve di S. Francisco sullo scenario economico
Venerdì 17	Giappone: il presidente Bush incontra il primo ministro giapponese a Tokio Stati Uniti: interventi di Bernanke, Kohn e Issing sull'inflazione e sull'"inflation targeting"

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 14	Francia	Bilancia commerciale	agosto	1209 mil di euro	756 mil di euro
	Regno Unito	RPI-X	settembre	0,3% m/m; 2,9% a/a	0,5% m/m; 2,8% a/a
	Germania	Indice Zew 📎	ottobre	60,9	66,8
Mercoledì 15	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	agosto	3,4% a/a	3,6% a/a
		Variazione numero disoccupati	settembre	-6.900	-5.000
		Tasso di disoccupazione	settembre	3,1%	3,1%
Giovedì 16	Area Euro	Prezzi al consumo 📎	settembre	0,2% m/m; 2,1% a/a	0,4% m/m; 2,2% a/a
Venerdì 17	Francia	Partite correnti	agosto	1,21 mld di euro	2,0 mld di euro
	Area Euro	Produzione industriale	settembre	0,6% m/m; -0,3% a/a	-1,0% m/m; -1,2% a/a
Lunedì 20	Germania	Prezzi alla produzione	settembre	0,1% m/m; 2,1% a/a	0,1% m/m; 2,0% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Mercoledì 15	Stati Uniti	Indagine Empire Manufacturing 📎	ottobre	18,35	16,00
		Vendite al dettaglio	settembre	0,6% m/m	-0,2% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto)	settembre	0,7% m/m	0,4% m/m
Giovedì 16	Stati Uniti	Scorte delle imprese	agosto	-0,1% m/m	-0,1% m/m
		Prezzi al consumo 📎	settembre	0,3% m/m; 2,2% a/a	0,2% m/m; 2,2% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.) 📎	settembre	0,1% m/m; 1,3% a/a	0,1% m/m; 1,3% a/a
		Richieste sussidi di disoccupazione 📎	11 ottobre	382.000	385.000
		Utilizzo capacità produttiva	settembre	74,6%	74,7%
		Produzione industriale 📎	settembre	0,1% m/m	0,3% m/m
		Indice Fed di Philadelphia 📎	ottobre	14,6	17,0
Venerdì 17	Stati Uniti	Nuove unità abitative	settembre	1,82 mln	1,83 mln
		Indice fiducia Università Michigan 📎	ottobre	87,7	87,5
		Fabbisogno mensile	settembre	\$ 42,4 mld	\$ 26,0 mld
Lunedì 20	Stati Uniti	Indicatore anticipatore	settembre	0,4%	-0,1%