

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

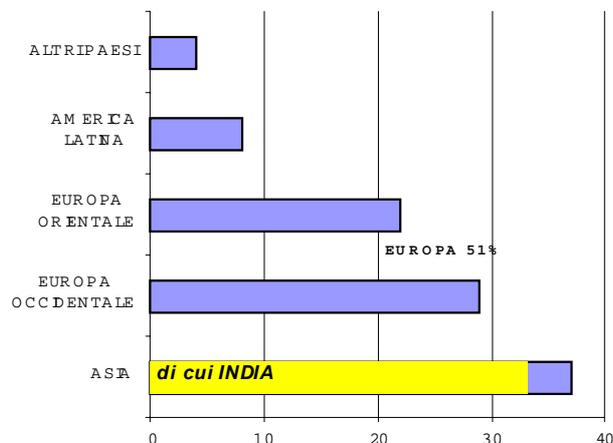
12 ottobre 2004
n. 36 - 2004

Coordinamento:
Giovanni Ajassa
☎ 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

REGIONI IN CUI LE IMPRESE DEI PAESI EUROPEI
PROGETTANO DI DELOCALIZZARE LA PRODUZIONE DI
SERVIZI (%)



Fonte: UNCTAD

- ✓ Aumenta l'incidenza dell'off-shoring dei servizi. Negli USA il 25% delle imprese ha delocalizzato la produzione di servizi in paesi emergenti, ma il 79% prevede di farlo nel prossimo futuro. In Europa il fenomeno è ancora circoscritto ad alcuni paesi (Regno Unito, Paesi Bassi, Germania) e nel 50% dei casi le imprese si muovono nei confini dell'Unione europea a 25 paesi. Nella scelta dei luoghi in cui delocalizzare le imprese prediligono paesi con bassi costi, stabilità politica ed economica e valide strutture di telecomunicazione. Anche la lingua è una variabile importante.
- ✓ L'industria italiana della ceramica recupera smalto. Dopo il bilancio negativo dello scorso anno, nel primo semestre 2004 risultano in crescita produzione, esportazioni e vendite di piastrelle.
- ✓ Longevità ed economia: quali legami?

L'OFFSHORING DEI SERVIZI

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

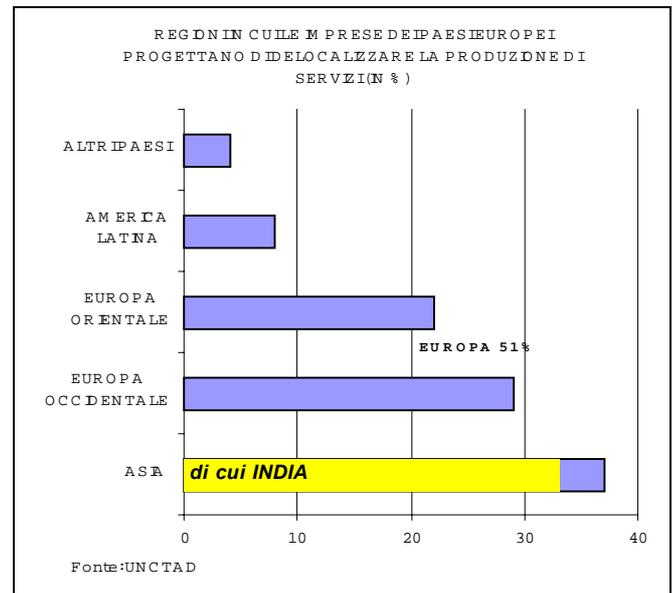
- La delocalizzazione dei servizi nel mondo rappresenta un fenomeno ancora limitato, anche se previsto in forte crescita nei prossimi anni.
- Negli USA il 25% delle imprese ha delocalizzato la produzione di servizi in paesi emergenti, ma il 79% prevede di farlo nel prossimo futuro. In Europa il fenomeno è ancora circoscritto ad alcuni paesi (Regno Unito, Benelux, Germania), e nel 50% dei casi le imprese si muovono nei confini della Ue a 25.
- Nella scelta dei luoghi in cui delocalizzare le imprese prediligono paesi con bassi costi, stabilità politica ed economica e valide strutture di telecomunicazione. Anche la lingua è una variabile discriminante importante.

Il fenomeno dell'*offshoring* dei servizi (produzione attraverso compagnie affiliate operanti in paesi esteri rispetto alla casa madre) è ancora relativamente recente. Le origini si devono all'industria del software, e più in generale dell'*information technology*, che nel corso degli anni Ottanta portò la produzione di parte dell'attività in paesi in via di sviluppo per soddisfare una domanda in crescita esponenziale nei paesi di origine; la possibile riduzione dei costi di produzione pertanto non rappresentò la spinta iniziale del processo. In seguito il fenomeno della delocalizzazione dei servizi ha assunto dimensioni rilevanti: secondo un rapporto Unctad del 2004, nel 2002 il valore dei servizi di IT relativi alle attività gestionali svolti in società delocalizzate ha raggiunto 1,3 miliardi di dollari, ma potrebbe arrivare a 24 miliardi di dollari entro il 2007. Più in generale, il valore relativo a tutti i servizi *offshore* esportati (la maggior parte dei quali offerti da Irlanda, India, Canada e Israele) è stimato in 32 miliardi di dollari. Al momento il fenomeno riguarda un numero piuttosto limitato di grandi imprese: tra le 1000 maggiori a livello mondiale il 70% non ha ancora delocalizzato le attività relative ai servizi amministrativi in paesi con costi più vantaggiosi, anche se molte prevedono di farlo nel prossimo futuro. Alcuni studi recenti confermano infatti che il fenomeno è in crescita in tutti i paesi sviluppati; negli Stati Uniti il 25% delle principali imprese ha delocalizzato parte dei servizi di gestione, e il 79% delle rimanenti ha pianificato di farlo nei prossimi due anni, in Giappone il 23% delle imprese e delle società che impiega l'IT utilizza servizi *offshore*, soprattutto cinesi, mentre in Scozia, nei prossimi cinque anni, il numero dei *call center offshore* dovrebbe raddoppiarsi. Infine le affiliate indiane di società estere che esportano servizi prevedono di raddoppiare gli occupati nei prossimi 12 mesi. Una stima preliminare sull'impatto che questo fenomeno potrà avere sul mercato del lavoro nei paesi di origine indica in tra l'1 e il 5% la percentuale complessiva di lavoratori che ne sarà interessata. Negli Stati Uniti il numero di posti di lavoro potenzialmente colpiti dal fenomeno, secondo le stime più pessimistiche, potrebbe arrivare a 14 milioni, anche se non mancano stime più contenute.

In Europa, un'indagine campionaria rivela come il fenomeno riguardi circa il 40% delle imprese, soprattutto nel Regno Unito (che da solo copre oltre il 60% di tutti i servizi delocalizzati in termini di volume), Paesi del Benelux e Germania. Circa la metà dei servizi delocalizzati rimane in Europa, soprattutto nello stesso Regno Unito, in Irlanda, Spagna, Portogallo, Polonia Ungheria e Romania; poco meno del 40% invece va in Asia, soprattutto in India. La gamma di servizi dati in gestione in altri paesi è divenuta ormai molto ampia: la gestione dei servizi finanziari, dell'area informatica, della contabilità, delle risorse umane e dei servizi di *back office* conta per circa il 60%, un terzo dei servizi riguarda poi i servizi di *front office*, soprattutto i *call center*.

La riduzione dei costi operativi (che non ha costituito il motivo originario delle delocalizzazioni) rappresenta oggi il fattore principale che spinge le imprese a cedere la gestione dei servizi all'estero: circa il 70% delle imprese europee che hanno ceduto i servizi in gestione in altri paesi dichiarano di averlo fatto per ridurre i costi, soprattutto il costo del lavoro. In particolare, nei *call center* questo rappresenta circa il 50-70% dei costi totali, e si è stimato che spostare un tale servizio dal Regno Unito all'India comporta una riduzione complessiva dei costi compresa tra il 30 e il 40%. Se e dove delocalizzare dipende tuttavia anche da altre valutazioni, ad esempio la stabilità politica ed economica del paese, la disponibilità di personale qualificato (necessario soprattutto nei servizi di sviluppo del software), l'adeguatezza delle infrastrutture di telecomunicazione e, soprattutto, la lingua, fondamentale nella delocalizzazione dei servizi di *call center*. Per questo motivo Cile, Messico, e Marocco sono divenuti la meta principale delle imprese statunitensi per servire la clientela ispanica; Isole Maurizio, Marocco, Senegal e Tunisia sono la meta di imprese rivolte al mercato francofono, Repubblica Ceca e Ungheria al mercato tedesco; Canada, Filippine e Sud Africa quello anglofono. Anche la Cina è divenuta meta della delocalizzazione di alcuni *call center*, nelle regioni dove la popolazione conosce il giapponese.

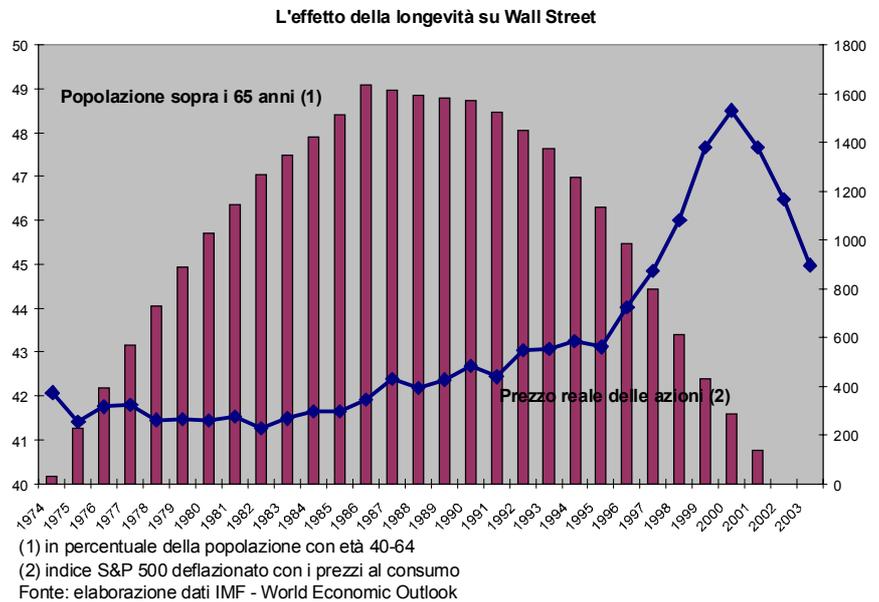
Il dibattito sull'opportunità di frenare o rallentare il fenomeno della delocalizzazione (in particolare dei servizi) è intenso soprattutto negli Stati Uniti, dove la perdita di posti di lavoro dovuta a questo fenomeno si è sommata alla più generale *jobless recovery*. L'interesse da parte delle autorità tuttavia ha riguardato per ora solo l'opportunità di non far gestire all'estero dati ritenuti "sensibili" per la sicurezza nazionale: con la legge federale del gennaio 2004, pertanto, si è proibito alle imprese private che hanno vinto gare d'appalto per la gestione di servizi delle autorità pubbliche di sfruttare servizi *offshore*. Leggi analoghe sono state introdotte anche in 36 stati USA, ma il loro impatto economico è limitato. In Europa le dimensioni ancora limitate del fenomeno non hanno indotto particolari misure da parte dei singoli paesi. Il dibattito più acceso si è avuto nel Regno Unito, dove il governo si è per ora dichiarato contrario ad adottare misure di carattere protezionistico, e in Francia, dove al contrario il governo ha programmato di spendere circa 1 miliardo di euro (sotto forma di riduzione di tasse e incentivi) a favore delle imprese (non solo di servizi) che decidono di non delocalizzare.



LONGEVITÀ ED ECONOMIA: QUALI EFFETTI?

G. Ajassa ☎ 06-47028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

- Quale sarà l'impatto macroeconomico del processo di invecchiamento delle popolazioni nelle principali economie? Secondo il recente "World Economic Outlook", a parità di altre condizioni il cambiamento demografico porterà ad una riduzione del tasso di crescita del reddito pro capite nei paesi sviluppati dell'ordine di 1/2 punto percentuale all'anno entro il 2050.
- L'invecchiamento della popolazione potrebbe produrre effetti significativi sui mercati finanziari. Per gli USA si stimano contraccolpi negativi sulla borsa soprattutto a partire da quando nel 2010 inizierà ad andare in pensione la generazione dei "baby-boomers".
- Interventi mirati in un ampio novero di settori potranno ridurre i costi macroeconomici dell'invecchiamento.



Il cambiamento demografico è uno dei grandi fenomeni sullo sfondo dello scenario economico globale. Ma come cambia l'economia di un paese quando si allunga l'età media dei suoi cittadini? Cosa può succedere al tasso di sviluppo? E che accade alla propensione al risparmio e agli investimenti finanziari delle persone? A cercare di rispondere a queste ed altre domande gli economisti rivolgono un'attenzione crescente, come indica anche l'ultima edizione del World Economic Outlook del Fondo monetario internazionale che dedica un intero capitolo (il terzo) alla trattazione dell'argomento.

I ricercatori del Fondo si sono trovati a fare i conti con una iniziale complicazione. Il profondo cambiamento demografico che attraversano più o meno tutte le principali economie non è rappresentato solo dall'allungamento dell'aspettativa di vita alla nascita ma anche dalla drastica riduzione nel numero delle nascite. Per numerose economie progredite il saldo netto tra i due fenomeni determina già oggi una tendenza alla riduzione della popolazione. Guardando avanti, gli studiosi delle Nazioni Unite stimano che entro il 2050 la popolazione si ridurrà del 14% in Giappone e del 22% in Italia. La combinazione tra maggiore longevità e minore fertilità determina anche un mutamento nella proporzione tra chi è al lavoro e chi è in pensione ovvero tra chi è nell'età migliore per produrre redditi e risparmi e chi invece vive il tempo in cui si tende ad utilizzare quanto è stato messo da parte in precedenza. E' proprio questo cambiamento nel rapporto tra "produttori" e "utilizzatori" individuali di risparmio a preoccupare i ricercatori circa gli effetti netti sul tasso di sviluppo di un'economia. C'è il rischio che la relativa scarsità di risparmio degli individui si rifletta negativamente sulle risorse disponibili per gli investimenti delle imprese. A loro volta, minori investimenti vogliono dire minore crescita economica. Il Fondo monetario internazionale stima che, se le tendenze demografiche verranno confermate, entro il 2050 la crescita delle economie avanzate risulterà di mezzo punto percentuale all'anno più bassa. E, insieme ai riflessi sulla crescita, con l'invecchiamento della popolazione cambierebbero anche gli stili di investimento finanziario. Analisi condotte sugli Stati Uniti, ad esempio, prevedono che a partire dal 2010 gli effetti dell'invecchiamento della popolazione americana dovrebbero riverberarsi negativamente su Wall Street. Perché il 2010? Perché in quell'anno compiranno 65 anni e cominceranno ad andare in pensione i primi "baby boomers" ovvero quegli americani nati nel periodo del boom demografico ed economico degli anni 1946-64. E, secondo gli economisti, i "baby boomers" pensionati dovrebbero via via decumulare gli investimenti azionari accumulati in precedenza o comunque mostrarsi investitori più prudenti con una minore predilezione per la borsa e una crescente attenzione per il titolo pubblico.

Concludendo, occorre ricordare che i grigi scenari delineati dagli esperti sulle conseguenze economiche dell'invecchiamento sono tutti fatti sull'ipotesi del "ceteris paribus" ovvero dell'assenza di cambiamenti nelle condizioni di contorno. Ma, seppur con ritardi e approssimazioni, molte di queste condizioni stanno cambiando e potrebbero contribuire a migliorare l'effetto economico del cambiamento demografico. Pensiamo alle riforme previdenziali elaborate in più di un paese. Pensiamo agli interventi sui sistemi sanitari e sull'immigrazione. Pensiamo, più in generale, alle politiche rivolte a promuovere l'innovazione e la produttività e a creare le condizioni per far risalire i numeri delle nascite. E' in questo scenario che la longevità potrà generare, invece di un costo, un dividendo macroeconomico.

PIASTRELLE: IL MERCATO RIPRENDE SMALTO

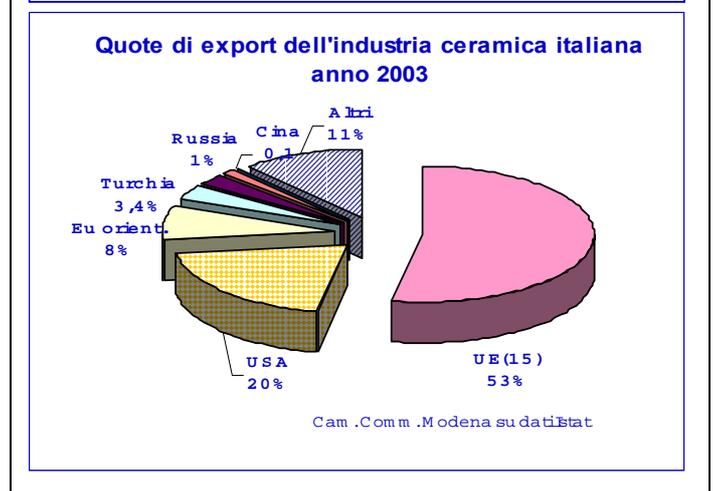
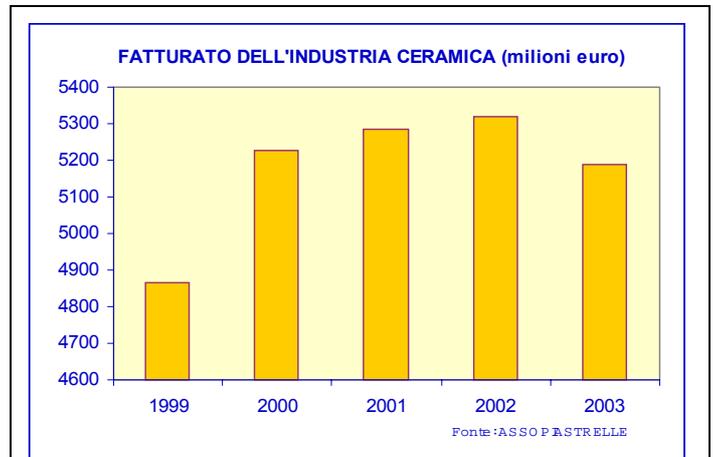
P. Di Falco ☎ 06-47028442 – pulisia.difalco@bnlmail.com

- L'industria ceramica italiana ha imboccato il sentiero della ripresa: dopo il bilancio negativo dello scorso anno, nel primo semestre 2004 risultano in crescita produzione, esportazioni e vendite.
- L'export, che ha costituito il principale traino della crescita, ha ripreso vigore nei paesi europei e, soprattutto, negli Stati Uniti dove il settore detiene una quota di mercato del 20% che sembra non temere concorrenti.
- Poche aziende del *made in Italy* hanno saputo dare una risposta decisa alla competizione globale come quelle ceramiche: non solo internazionalizzazione, ma anche presidio commerciale dei mercati, tra i quali primeggiano USA ed Europa Orientale.

Primi, concreti segnali di ripresa per l'industria ceramica italiana che ha attraversato un triennio di stasi produttiva, culminato con un calo del 2,4% del fatturato nel 2003. Attualmente le indicazioni positive provengono principalmente dall'estero. Se nel 2003 le vendite in paesi stranieri avevano subito una flessione pari al 4,6% in quantità e del 3,1% in valore, nei primi sei mesi di quest'anno si registra un'inversione di tendenza: +1,2% le quantità, +4,4% il valore. Segnali incoraggianti giungono anche dalla produzione cresciuta del 2% circa, rispetto al primo semestre 2003, e dalle vendite che sono aumentate dell'1,2% (-3,4% nel 2003). L'insieme di questi fattori induce a formulare una previsione favorevole per l'anno in corso: rispetto ai 603 milioni di metri quadri raggiunti nel 2003, si stima, per la fine del 2004, un quantitativo di 615 milioni di metri quadri, pari a un aumento prossimo al 2% su base annua. Dall'estero, da cui sono giunti i segnali più incoraggianti per il settore, la gran parte dei mercati di sbocco ha risposto positivamente all'acquisto di piastrelle italiane: gli Stati Uniti (+6,7%), la Francia (+6,3%), il Regno Unito (+8,1%). Risultati apprezzabili sono giunti anche dai paesi di recente adesione comunitaria con l'eccezione della Polonia (-6,2%), mentre il mercato russo ha confermato, con un aumento del 6%, il suo crescente interesse per le ceramiche italiane. Hanno evidenziato segni positivi anche le esportazioni dirette in Africa, mentre in leggera flessione è risultato il valore delle vendite in Asia dove la politica dei prezzi ha dovuto fare i conti con la concorrenza cinese.

La risposta più importante per i produttori di piastrelle italiani è comunque quella giunta dagli Stati Uniti, mercato che nell'ultimo decennio è cresciuto di quasi il 140% e sul quale l'Italia, pur in presenza di fattori sfavorevoli come il deprezzamento del dollaro, è riuscita a mantenere il ruolo di *market leader* con una quota pari al 34% dell'import e del 26% del consumo totale statunitense di piastrelle. Gli altri grandi *competitor* su questo mercato (Brasile, Messico, Spagna) si sono attestati su quote inferiori e la Spagna è apparsa addirittura il lieve arretramento. I nuovi concorrenti - Turchia, Indonesia, Thailandia - sono rimasti a notevole distanza e pur mostrando crescita percentuali molto elevate, queste si sono tradotte in valore assoluto in pochi milioni di metri quadrati. La Cina, per esempio, cresciuta del 90,5%, detiene solo il 2,5% delle quantità importate dagli USA. Questo fattore, come pure la minore qualità delle ceramiche cinesi, sono elementi che tranquillizzano, almeno per ora, le imprese italiane la cui produzione rimane, anche a livello mondiale, qualitativamente indiscussa. La *leadership* italiana sul mercato USA è il risultato di un notevole sforzo sostenuto dalle nostre imprese poiché il mercato americano, a differenza di quello europeo caratterizzato da una certa trasversalità dei prodotti, ha richiesto interventi finalizzati al gusto statunitense dove è fortissima la tradizione delle pietre naturali e dove si prediligono superfici e colorazioni mirate a questo materiale.

Oggi l'industria italiana delle piastrelle di ceramica è un settore che vale 5,2 miliardi di euro di fatturato, grazie ai 603 milioni di metri quadrati prodotti nel solo anno scorso. Sono volumi realizzati da circa 300 imprese che occupano più di 30.000 addetti, realtà fortemente automatizzate i cui investimenti in innovazione hanno un'incidenza sul fatturato che oscilla tra il 5 ed il 7%: valori che, per settori industriali tradizionali, rappresentano un record, non solo in Italia ma anche all'estero. La presenza diffusa sui mercati esteri è un altro punto di forza delle aziende ceramiche italiane che hanno puntato più che sulla semplice internazionalizzazione produttiva (mantenendo solide basi produttive in Italia), al presidio del mercato con aperture di centri di servizi alla vendita, di *show rooms*, mediante acquisizioni di società commerciali e di distribuzione e l'apertura di impianti. Inoltre hanno. Gli investimenti diretti più rilevanti sono stati realizzati soprattutto in Europa orientale e Stati Uniti mentre i limitati livelli di penetrazione non consentono ancora di cogliere le potenzialità del mercato cinese e in generale asiatico.



ITALIA: SEMPRE PIÙ A LUNGO TERMINE LA DOMANDA DI CREDITO

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

- In Italia nel mese di agosto si rileva un rallentamento del tasso di crescita degli impieghi vivi (+5,5% a/a; +6% in luglio) sostenuto soprattutto dalla componente a medio/lungo termine (+13% a/a).
- Si conferma robusta la domanda delle famiglie per mutui ipotecari (+19,3% a/a) e credito al consumo (+13,4% a/a).
- I finanziamenti nazionali alle imprese (+5% a/a) crescono a un ritmo superiore a quello rilevato nell'area euro (+4,3% a/a).
- Perdura la preferenza della clientela per la liquidità sia in Italia che nell'area euro.

Dall'esame dei dati comunicati dalla Banca d'Italia relativi all'andamento delle principali variabili bancarie nel mese di agosto si rileva una decelerazione del tasso di crescita degli impieghi vivi (+5,5% a/a, contro il 6% di luglio) mentre lo sviluppo della provvista si conferma stabile (+5,2% a/a). L'aumento degli impieghi vivi continua a essere sostenuto soprattutto dalla componente a medio/lungo termine (+13% a/a) che dal 1999 presenta un tasso di sviluppo a due cifre e costituisce attualmente poco meno del 60% del credito complessivo. Si accentua, per contro, la contrazione degli impieghi a breve termine (-4% a/a), segnando un'inversione di tendenza rispetto ai mesi precedenti in cui si registravano variazioni negative più contenute. In effetti, nella distribuzione temporale dei prestiti alle famiglie e alle imprese quelli con scadenza fino a 1 anno (oltre ¼ del totale dei finanziamenti) registrano da tempo dinamiche negative, contrariamente alle altre durate (tra 1 e 5 anni e oltre i 5 anni) che aumentano entrambe a ritmo sostenuto (+13% a/a nel complesso). L'andamento per forme tecniche conferma anche per il mese di agosto la forte crescita del credito al consumo (+13,4% a/a) e dei mutui fondiari (+19,3% a/a a 173 mld.). Torna positiva anche la dinamica degli "altri prestiti" alle famiglie (+3% a/a) dopo quasi due anni di variazioni negative. Al dinamismo dei prestiti alle famiglie (+12,1% a/a) e alle imprese (+5%) si contrappone la flessione di quelli delle altre istituzioni finanziarie e assicurative (-10,4% a/a) e il modesto sviluppo dei crediti alla pubblica amministrazione (+1,6% a/a).

La crescita dei finanziamenti alle branche produttive evidenzia una dinamica leggermente superiore (+6% a/a) rispetto all'aggregato complessivo. In particolare rimane su livelli elevati il tasso di sviluppo dei prestiti al comparto dei servizi (+9,6% a/a) e all'edilizia (9,8% a/a) segmenti che, nel complesso, rappresentano il 60% dei prestiti alle imprese.

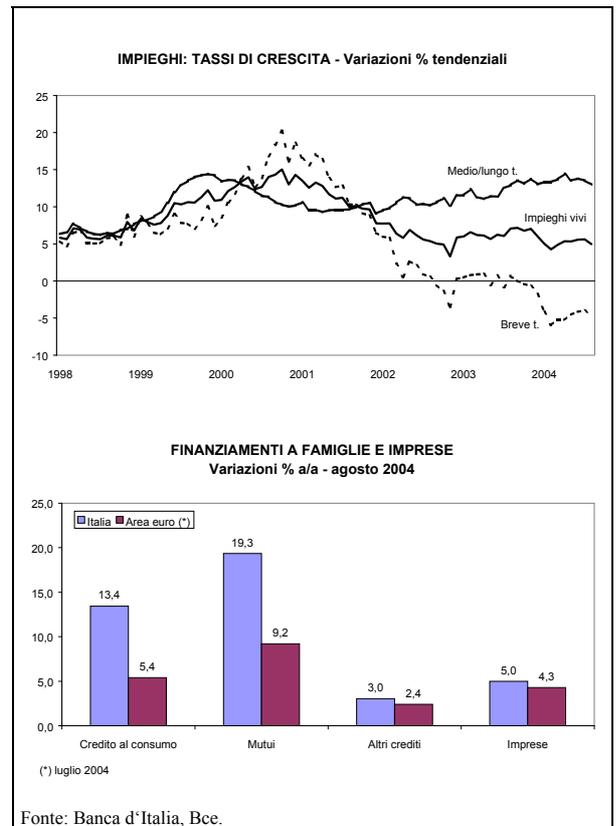
Le disponibilità del sistema creditizio investite in titoli crescono in luglio del 3,6% a/a grazie al forte aumento delle obbligazioni bancarie (+28% a/a) e di un consolidato *trend* discendente dell'investimento in titoli di stato (-8,8% a/a).

Nell'area euro lo sviluppo dei finanziamenti al settore privato mostra una crescita lievemente più sostenuta (+6,3% a/a in luglio) rispetto ai mesi precedenti, dovuta alla domanda del settore famiglie (+7,3% a/a), soprattutto per mutui fondiari (+9,2% a/a). Pur se su livelli più contenuti risulta in aumento anche la dinamica dei finanziamenti alle imprese (+4,3% a/a) favorita da aspettative di miglioramento del quadro macroeconomico e da tassi di interesse che si mantengono su livelli storicamente contenuti. In effetti, dai risultati dell'indagine Bce di luglio sul credito nell'area euro emerge "un generale miglioramento delle condizioni del finanziamento bancario in un contesto di ripresa economica" riconducibile a più favorevoli previsioni dell'attività economica generale, alla riduzione dei costi di finanziamento e all'effetto della concorrenza tra le banche.

In Italia anche nel mese di luglio (così come avviene da inizio anno) la provvista è in crescita a un ritmo leggermente superiore al 5% a/a raggiungendo i □1.053 mld. Gli sviluppi più consistenti riguardano le obbligazioni bancarie (+11,1% a/a) e i conti correnti (+8,8% a/a) seguiti da incrementi più contenuti dei depositi a risparmio (+3,4% a/a). Sempre negative, invece, le dinamiche relative ai certificati di deposito (-15,1% a/a) e i pronti contro termine (-11,6% a/a).

Nell'area euro l'incremento dell'aggregato M3 conferma una crescita stabile (+5,5% in luglio) rispetto ai dati del II trimestre del 2004 (+5,4% a/a) mentre torna ad essere a due cifre la crescita di M1 (+10,1% a/a) sostenuta dalla domanda di depositi a vista (+8,6% a/a). A quest'ultima tendenza hanno contribuito soprattutto le società non finanziarie grazie alle maggiori disponibilità di fondi interni realizzate con il miglioramento della redditività delle imprese.

I tassi di interesse attivi e passivi applicati alle famiglie e alle imprese rimangono pressoché invariati su livelli contenuti. In lieve ripresa il tasso sui prestiti con scadenza fino a 1 anno che aumenta in agosto di 7 centesimi rispetto al mese precedente arrivando al 5,61%, stesso livello di un anno fa. Relativamente ai tassi sulle nuove operazioni si rilevano segnali di interruzione del trend discendente con marginali aumenti che hanno interessato i prestiti per l'acquisto di abitazioni e il credito al consumo.

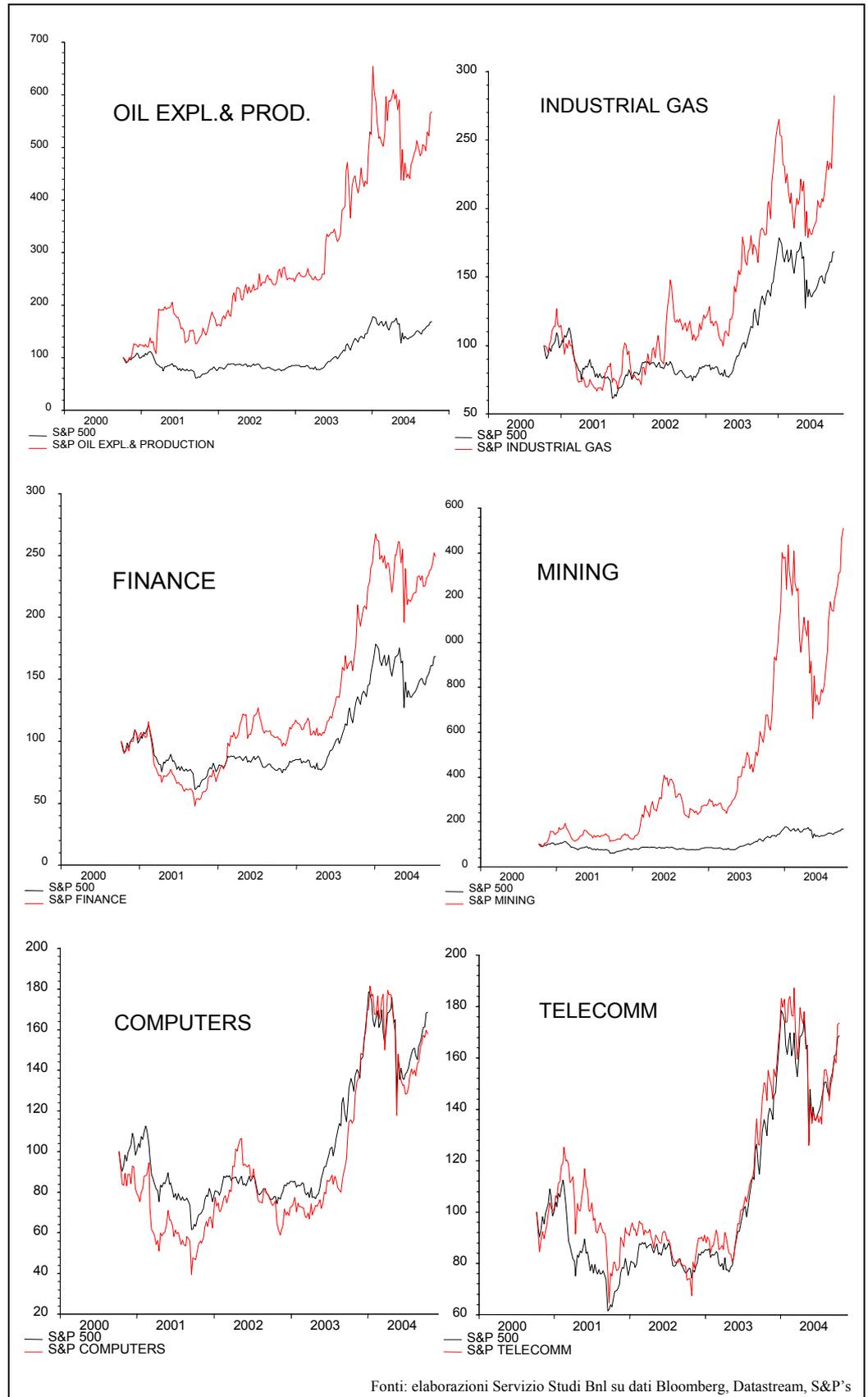


4 ANNI DI TORO

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

Mentre il dibattito degli analisti si concentra sulle potenzialità future dei titoli in relazione all'esito elettorale negli Stati Uniti, col tentativo di anticiparne la risposta del mercato, pare opportuno soffermarsi su un'analisi statica, storica, dell'ultimo ciclo presidenziale in scadenza. Il bilancio effettivo degli ultimi quattro anni a Wall Street può infatti tornare utile per confermare o meno le scelte intuitive di preferenza, evidenziare i pregiudizi e allargare i confini dell'asset allocation. Pur in presenza di variabili esogene devastanti (vedi petrolio e terrorismo) per un modello oggettivo di sintesi, l'analisi ponderata dell'andamento dei vari settori sotto l'Amministrazione Bush è comunque indicativa delle reali forze in gioco. Una prima sintesi del quadriennio repubblicano fotografa la supremazia indiscussa dei titoli minerari e petroliferi e, più distaccati, quelli del gas (estrattivi). In ordine di performance, seguono settori sempre redditizi come la difesa militare, i finanziari (meno brillanti i bancari puri), il biotech e le utilities (acqua in particolare). Saldamente in territorio positivo troviamo poi i media, l'immobiliare (spinto dai tassi), il marittimo, il tabacco, l'alcool, l'industria pornografica, la chimica, l'aerospaziale, le scarpe sportive, ed il tempo libero. Neutri, sostanzialmente in pareggio, i trasporti, il ricreativo (ristorazione in testa), i servizi di IT, i computer (più dinamico il software dell'hardware), e

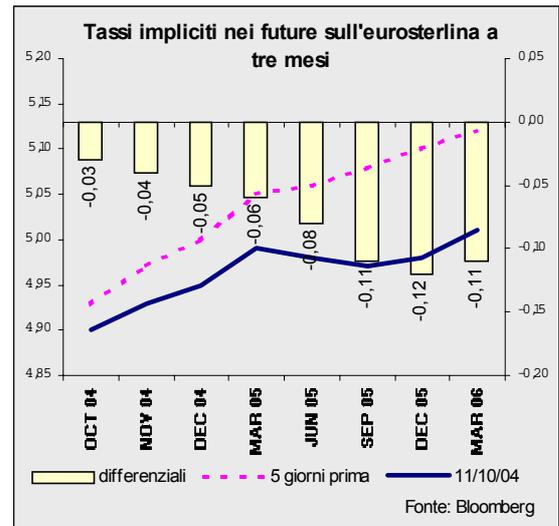
soprattutto le telecom, perfettamente in linea col benchmark. Penalizzati invece dalle revisioni di spesa e dalle politiche di bilancio, il farmaceutico, il tessile, la carta, le bevande analcoliche e, fanalino di coda, le energie alternative e rinnovabili.



LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

- Nella riunione del 7 ottobre la Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2%. A margine della conferenza stampa, Trichet ha sottolineato che la ripresa dovrebbe proseguire nella seconda metà del 2004, anche se maggiore incertezza è legata all'andamento del prezzo del petrolio. Infatti, qualora i corsi energetici rimanessero o superassero gli attuali elevati livelli si manifesterebbe il rischio di un rallentamento dell'economia. Trichet ha rivolto, inoltre, un invito a tutte le parti interessate affinché ciascuno si assuma le proprie responsabilità per attenuare i rischi del caro petrolio. Dal lato dei prezzi al consumo, nonostante le stime per il mese di settembre abbiano evidenziato un modesto rallentamento, il tasso di inflazione medio annuo del 2004 dovrebbe mantenersi al di sopra del 2%. Le aspettative inflazionistiche rimangono, però, positive e coerenti con una stabilità dei prezzi di medio periodo. Trichet ha sottolineato, comunque, l'esigenza di rimanere vigili al fine di contrastare eventuali pressioni nella formazione dei salari e dei prezzi finali. Particolare attenzione deve essere, inoltre, prestata alla dinamica dell'imposizione fiscale indiretta e dei prezzi amministrati. Le incertezze sulla crescita e il persistere di aspettative inflazionistiche positive fanno ritenere che la Bce manterrà invariato il tasso di riferimento per il resto del 2004.



- I dati provenienti dall'area dell'euro confermano un'evoluzione congiunturale difficile. La ripresa economica continua a non essere accompagnata da progressi nel mercato del lavoro, infatti il tasso di disoccupazione ad agosto è rimasto invariato al 9,0%. In Germania a settembre i senza lavoro sono aumentati di 27 mila unità e la loro incidenza sul totale è salita al 10,7%, dal 10,6% di agosto, su base destagionalizzata. Dall'economia tedesca arrivano ulteriori segnali di rallentamento: le esportazioni si sono ridotte ad agosto dell'1,4% m/m con una variazione tendenziale che, seppur positiva (+9% a/a), risulta in decelerazione rispetto ai valori massimi dei mesi precedenti (+14,6% a maggio). In Germania preoccupa il rallentamento della domanda mondiale anche a causa della persistente debolezza di quella interna: infatti, gli ordini all'industria si sono ridotti ad agosto dell'1,5% m/m (+6% a/a) prevalentemente a causa del calo congiunturale della componente estera (-2,1% m/m, +6,9% a/a). Nello stesso mese la produzione industriale ha registrato un riduzione superiore alle attese (-1,0% m/m, +3,7% a/a).
- Negli Stati Uniti deludono i dati sul mercato del lavoro. Gli occupati nel settore non agricolo sono cresciuti a settembre di 96 mila unità contro una previsione di quasi 150 mila. Sebbene la media mensile del 2004 (170 mila) rimanga superiore alla soglia critica dei 150 mila nuovi occupati, il terzo trimestre si è chiuso con una flessione rispetto alla prima metà dell'anno (198 mila nel I trim, 209 mila nel II e 103 mila nel III). A livello settoriale è significativa la contrazione del comparto manifatturiero (-18 mila). Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 5,4%. La reazione dei mercati è stata immediata. I rendimenti decennali hanno subito in un solo giorno una riduzione superiore ai 10 bp con un conseguente appiattimento della curva: il differenziale tra il Treasury decennale e il Libor sul dollaro a tre mesi si è ridotto dal 2,18% di giovedì al 2,08%.
- Sul fronte valutario il dollaro si è indebolito nei confronti sia dello yen che dell'euro. Hanno pesato le aspettative sul timing delle future scelte di politica monetaria. Con tassi di interesse reali che, considerando l'inflazione core, sono tornati positivi, particolare attenzione viene prestata all'occupazione e all'andamento dei corsi energetici. Il permanere della debolezza sul mercato del lavoro potrebbe rendere più misurato il passo verso un tasso di interesse neutrale.
- Anche la Banca d'Inghilterra ha lasciato invariato il tasso di riferimento al 4,75%. Segnali di rallentamento giungono dal lato dell'offerta: l'indice PMI dei servizi ad agosto si è ridotto a 54,7 da 56,9; nello stesso mese sia la produzione industriale (-0,8% m/m, -0,1% a/a) che quella manifatturiera (-0,8% m/m, +0,4% a/a) hanno subito la terza contrazione congiunturale consecutiva. Sembrerebbe, quindi, che le manovre restrittive implementate dalla BoE abbiano cominciato a produrre effetti. Simultaneamente a settembre sono cresciuti sensibilmente i prezzi alla produzione relativi sia agli input (+1,3% m/m, +7,4% a/a) che ai semilavorati (+0,3% m/m, +3,1% a/a). Sebbene il mercato non sconti più ulteriori aumenti dei tassi da parte della BoE entro fine anno, la dinamica dei costi e gli effetti sull'inflazione continuano ad essere seguiti con particolare attenzione.

	dati storici		11/10/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen - dollaro	109,50	109,47	109,3	107,0	105,0
dollaro - euro	1,169	1,227	1,238	1,242	1,260
yen - euro	128,0	134,3	135,3	132,9	132,3
sterlina - euro	0,698	0,666	0,689	0,691	0,695
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,16	1,63	2,05	2,15	3,10
euro	2,14	2,12	2,15	2,25	2,80
yen	0,06	0,05	0,05	0,09	0,17
sterlina	3,80	4,86	4,91	5,20	5,45
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,26	4,48	4,13	4,40	4,30
Germania	4,25	4,26	3,96	4,30	4,20
Giappone	1,40	1,77	1,58	1,70	1,60
Italia	4,38	4,44	4,12	4,50	4,40
Gra Bretagna	4,85	5,08	4,80	5,00	4,90

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	3,5	3,0	3,3	3,0	3,4	3,6
var.% anno su anno	3,0	4,3	3,2	5,0	4,8	3,9	3,6	3,3	3,2	3,2	3,3

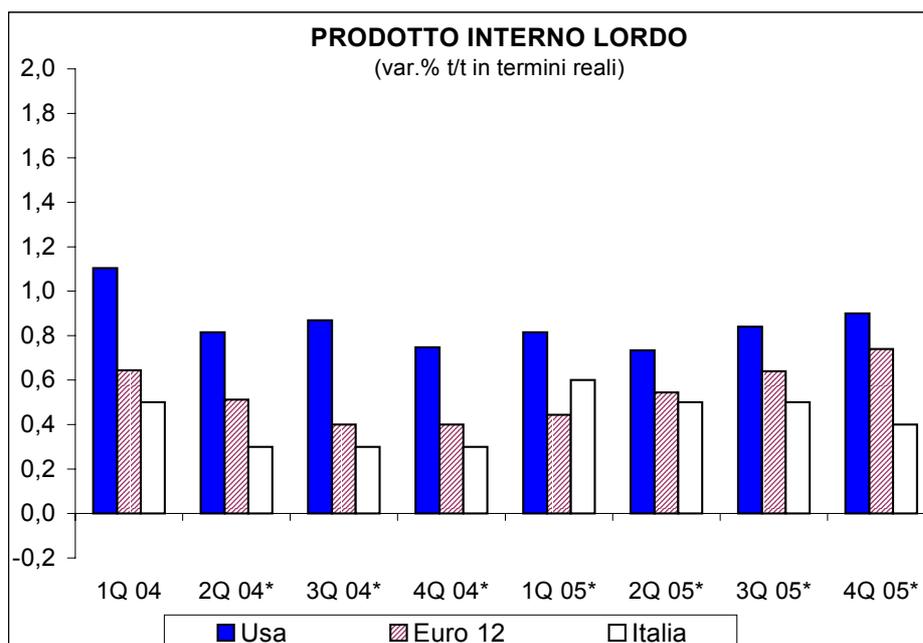
AREA EURO

	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				2,6	2,1	1,6	1,6	1,8	2,2	2,6	3,0
var.% anno su anno	0,5	1,8	2,0	1,3	2,0	1,9	2,0	1,8	1,8	2,0	2,4

ITALIA

	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II*	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,8	1,2	1,2	1,2	2,4	2,0	2,0	1,6
var.% anno su anno	0,3	1,1	1,9	0,8	1,2	1,1	1,4	1,7	1,9	2,1	2,0

PIL 2003 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.717
Euro 12	7.254
Italia	1.302



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
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,2	116,3	116,3	116,5	115,6
2005	116,4	116,6	117,2	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,2
2005	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0	2,1
2005	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,8	106,8	105,5
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,4	108,9	109,2	109,2	107,9
2005	108,6	108,4	109,4	110,2	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,3
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,5	0,3	0,0	0,2
2005	-0,5	-0,2	0,9	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8	2,6	2,6
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,3	2,2	2,2	2,3
2005	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2

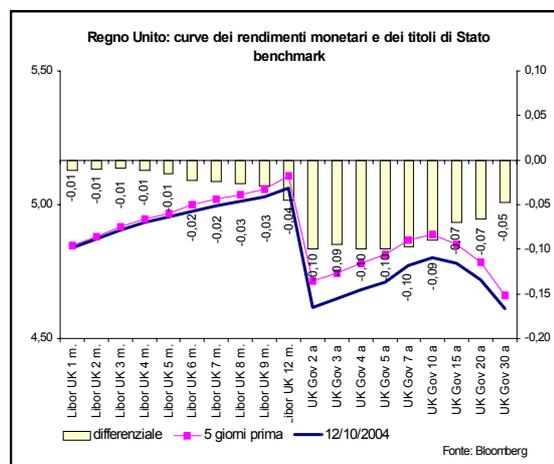
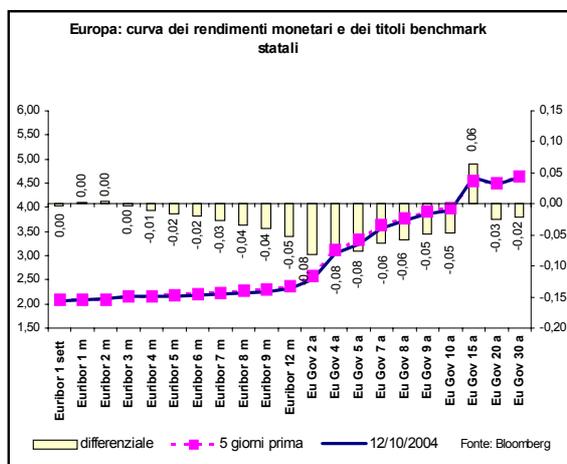
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	120,6	120,8	121,2	121,5	121,8	121,9	122,1	122,4	122,6	122,7	123	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,4	125,7	125,8	124,7
2005	126,1	126,3	126,6	126,9	127,2	127,4	127,5	127,6	127,9	128,1	128,3	128,5	127,4
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2005	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
2005	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,9	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



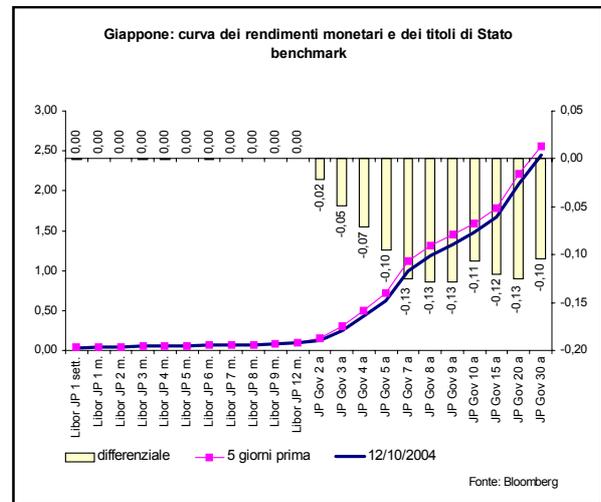
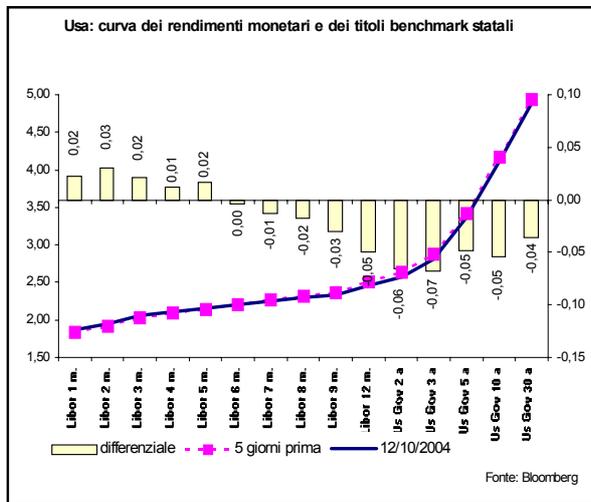
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	11/10/04	- 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	1,239	1,231	1,222	1,179	1,049	1,179	0,7	1,4	5,1	18,2	5,1
Canada	1,554	1,561	1,579	1,568	1,655	1,800	-0,4	-1,6	-0,9	-6,1	-13,7
Australia	1,688	1,706	1,767	1,706	1,856	1,910	-1,1	-4,5	-1,0	-9,0	-11,6
Nuova Zelanda	1,817	1,840	1,873	1,965	1,998	2,223	-1,3	-3,0	-7,5	-9,0	-18,3
Giappone	135,3	136,5	134,6	127,9	124,4	133,7	-0,9	0,5	5,8	8,8	1,2
Argentina	3,675	3,644	3,697	3,338	3,531	1,180	0,8	-0,6	10,1	4,1	211,5
Svizzera	1,550	1,552	1,540	1,550	1,452	1,617	-0,2	0,6	0,0	6,7	-4,2
Regno Unito	0,690	0,689	0,683	0,708	0,651	0,711	0,3	1,0	-2,6	6,1	-2,9
Svezia	9,052	9,045	9,098	9,002	9,153	9,470	0,1	-0,5	0,5	-1,1	-4,4
Danimarca	7,440	7,441	7,437	7,429	7,429	7,450	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1
Norvegia	8,226	8,295	8,323	8,227	7,276	8,855	-0,8	-1,2	0,0	13,1	-7,1
Cipro	0,576	0,576	0,577	0,584	0,573	0,582	0,1	-0,2	-1,5	0,5	-1,1
Repubblica Ceca	31,38	31,53	31,77	32,11	31,58	35,11	-0,5	-1,2	-2,2	-0,6	-10,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	245,6	247,0	250,9	254,5	236,3	251,5	-0,6	-2,1	-3,5	3,9	-2,4
Lettonia	0,667	0,665	0,661	0,651	0,614	0,667	0,3	0,9	2,4	8,6	0,0
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,452	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,428	0,430	0,418	0,443	0,1	0,3	-0,1	2,7	-3,1
Slovacchia	40,03	40,04	40,17	41,27	41,50	42,99	0,0	-0,4	-3,0	-3,6	-6,9
Slovenia	239,9	240,0	240,0	235,8	230,2	189,0	0,0	0,0	1,7	4,2	26,9
Polonia	4,3057	4,324	4,402	4,547	4,021	4,071	-0,4	-2,2	-5,3	7,1	5,8
Russia	36,00	35,82	35,93	35,55	33,53	25,32	0,5	0,2	1,3	7,4	42,2
EURO	91,5	91,4	91,1	90,5	84,5	93,3	0,1	0,5	1,2	8,4	-1,9

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 valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	11/10/04	- 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	1,254	1,272	1,291	1,321	1,572	1,598	1,5	2,9	5,4	25,3
Australia (*)	0,734	0,721	0,694	0,692	0,562	0,516	1,7	5,6	6,0	30,6	42,2
Nuova Zelanda (*)	0,682	0,669	0,656	0,600	0,524	0,425	2,0	4,0	13,7	30,1	60,5
Giappone	109,3	110,8	109,7	108,7	118,8	131,8	1,4	0,4	-0,5	8,6	20,6
Corea del Sud	1.150	1.148	1.147	1.150	1.200	1.320	-0,2	-0,3	0,0	4,4	14,8
Filippine	56,33	56,27	56,15	54,72	53,60	51,60	-0,1	-0,3	-2,9	-4,8	-8,4
Indonesia	9.082	9.094	9.274	8.375	8.950	10.370	0,1	2,1	-7,8	-1,5	14,2
Singapore	1,681	1,687	1,698	1,722	1,734	1,849	0,4	1,0	2,4	3,2	10,0
Thailandia	41,27	41,40	41,56	39,00	43,11	44,05	0,3	0,7	-5,5	4,5	6,7
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,81	45,84	46,23	45,19	47,97	48,27	0,1	0,9	-1,3	4,7	5,4
Argentina	2,97	2,97	3,01	2,87	3,36	1,00	0,1	1,4	-3,3	13,2	-66,4
Brasile	2,82	2,82	2,90	2,83	3,54	2,30	0,2	3,0	0,4	25,6	-18,6
Cile	595,3	602,9	617,4	646,5	720,3	646,3	1,3	3,7	8,6	21,0	8,6
Colombia	2.582	2.631	2.535	2.865	2.867	2.297	1,9	-1,8	11,0	11,1	-11,0
Messico	11,25	11,35	11,60	11,23	10,46	9,11	0,9	3,1	-0,2	-7,0	-19,0
Perù	3,33	3,34	3,37	3,48	3,50	3,44	0,4	1,2	4,6	5,3	3,5
Uruguay	26,69	27,29	28,24	28,26	27,20	14,75	2,2	5,8	5,9	1,9	-44,7
Venezuela	2.486	2.460	2.587	1.598	1.387	759	-1,0	4,1	-35,7	-44,2	-69,5
Israele	4,45	4,46	4,50	4,42	4,75	4,48	0,2	1,0	-0,9	6,6	0,6
Sud Africa	6,55	6,46	6,56	6,97	8,57	12,37	-1,3	0,1	6,4	30,8	88,8
Turchia	1.491.933	1.508.037	1.487.291	1.386.242	1.643.699	1.429.847	1,1	-0,3	-7,1	10,2	-4,2
Area dell'Euro (*)	1,239	1,231	1,222	1,179	1,049	0,904	0,7	1,4	5,1	18,2	37,1
Regno Unito (*)	1,799	1,784	1,796	1,664	1,610	1,439	0,8	0,1	8,1	11,7	25,0
Svizzera	1,251	1,265	1,258	1,314	1,383	1,650	1,1	0,6	5,0	10,6	32,0
Danimarca	6,01	6,06	6,06	6,30	7,08	8,28	0,8	0,9	4,9	17,9	37,9
Norvegia	6,74	6,74	6,81	6,98	6,97	8,87	0,0	1,1	3,6	3,4	31,5
Svezia	7,31	7,36	7,42	7,62	8,69	10,28	0,8	1,5	4,3	19,0	40,7
Russia	29,22	29,22	29,22	30,24	31,78	30,14	0,0	0,0	3,5	8,8	3,1
Polonia	3,49	3,52	3,59	3,83	3,81	3,96	1,0	2,8	9,7	9,2	13,4
Repubblica Ceca	25,33	25,62	25,97	27,23	30,14	35,27	1,1	2,5	7,5	19,0	39,3
Ungheria	198,3	200,2	203,8	215,5	224,9	272,9	1,0	2,8	8,7	13,4	37,6
DOLLARO USA	95,0	96,3	95,8	98,4	110,5	122,0	-1,3	-0,8	-3,5	-14,0	-22,1

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 12 AL 18/10/ 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 12	Area Euro: interventi di Trichet e Wellink
Giovedì 14	Area Euro: pubblicazione bollettino mensile BCE Stati Uniti: intervento di Bernanke della Fed a una conferenza sulla politica monetaria Stati Uniti: intervento di Geithner della Fed sullo sviluppo dei servizi finanziari
Venerdì 15	Stati Uniti: intervento di Kohn della Fed a una conferenza BCE sulla politica monetaria

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 12	Francia	Produzione industriale	agosto	0,0% m/m; 2,3% a/a	-1,9% m/m; 0,7% a/a
	Regno Unito	RPI	settembre	0,3% m/m; 3,2% a/a	0,4% m/m; 3,1% a/a
	Germania	Indice Zew 	ottobre	38,4	31,3
Mercoledì 13	Francia	IPCA	settembre	0,2% m/m; 2,5% a/a	0,2% m/m; 2,2% a/a
	Italia	Produzione industriale destag.	agosto	0,4% m/m	0,1% m/m
	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	agosto	3,8% a/a	3,8% a/a
Venerdì 15	Italia	Bilancia commerciale (EU)	agosto	1,9 mld	0 mld
STATI UNITI E GIAPPONE					
Giovedì 14	Stati Uniti	Bilancia commerciale	agosto	-50,1 mld	-51,5 mld
		Prezzi all'importazione	settembre	1,7% m/m	0,4% m/m
Venerdì 15	Stati Uniti	Vendite al dettaglio	settembre	-0,3%	0,7%
		Vendite al dettaglio (escl. auto)	settembre	0,2%	0,3%
		Prezzi alla produzione	settembre	-0,1% m/m	0,1% m/m
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	settembre	-0,1% m/m	0,2% m/m
		Indice Empire Manufacturing	ottobre	28,34	25,00
		Produzione industriale	settembre	0,1%	0,3%
		Indice di fiducia Univ. Michigan	ottobre	94,2	94,0
Scorte delle imprese	agosto	0,9%	0,6%		