

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**10 febbraio 2004**  
**n. 5 - 2004**

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

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto 119-00187Roma  
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

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	13,4	9,9
Cambio contro \$ Usa (media annua)	31,3	30,7	27,9
Debito estero (in % del Pil)	41,6	37,9	30,9
<b>Rating debito in valuta estera</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>FITCH</b>
a lungo termine (Bloomberg)	<b>Baa3</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>

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



- ✓ A Mosca si avvicina l'appuntamento con le elezioni presidenziali. L'economia russa arriva alla scadenza con un quinquennio di buona crescita e progressi di ordine strutturale che hanno significativamente migliorato il giudizio dei mercati internazionali verso il paese. Se il default del 1998 appare molto lontano, tra i temi di un ulteriore rilancio c'è quello della riduzione della dipendenza della performance economica russa dalla produzione di petrolio e di altre materie prime.
- ✓ Il ciclo di vita dell'industria manifatturiera mondiale vive fasi differenti nelle diverse aree del globo. Negli Stati Uniti la forte crescita della produttività rende più esiguo che in Europa il peso del comparto in termini di occupazione. Nel Vecchio Continente, la morfologia settoriale del manifatturiero mostra significative differenze tra i vecchi e i nuovi partner dell'Unione a 25.

## RUSSIA: SI APRE UNA NUOVA STAGIONE DI RIFORME ?

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

- La Russia ha risanato il bilancio pubblico e ha mantenuto una crescita sostenuta nel quinquennio successivo al default del '98.
- La rielezione di Putin all'appuntamento elettorale di marzo 2004 sembra scontata dopo la schiacciante vittoria del partito che lo appoggia "Russia Unita" alle elezioni del 7 dicembre 2003 per il rinnovo della Duma.
- Due gli obiettivi prioritari dichiarati dal presidente: raddoppiare il prodotto russo entro il 2010 e migliorare il livello di vita della popolazione.

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 miglioramento dei rapporti con l'Occidente, Putin ha puntato sulle riforme strutturali. Tra le più importanti vi è la semplificazione del sistema fiscale che ha introdotto un unico livello di prelievo sul reddito delle persone fisiche del 13%, uno dei più bassi nel mondo, ha ridotto a inizio 2002 dal 35% al 24% l'imposta sugli utili societari e, dal gennaio 2004, l'aliquota sull'imposta del valore aggiunto dal 20% al 18%. È stato avviato un processo di semplificazione amministrativa e di snellimento dell'apparato burocratico che richiederà tempo per essere perfezionato. Sono state velocizzate le privatizzazioni, soprattutto nel settore petrolifero, ma è 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.

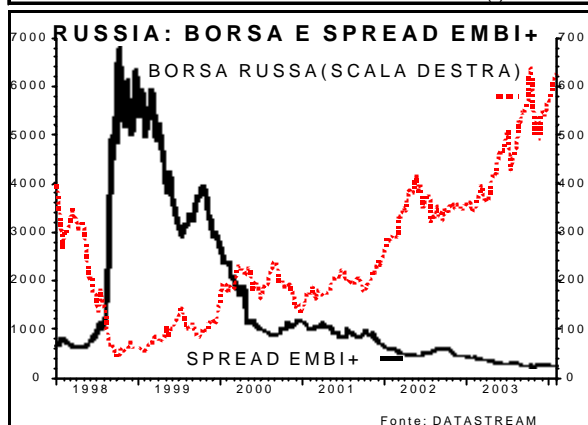
La rielezione a presidente di Putin all'appuntamento elettorale di marzo 2004 appare scontata dopo la schiacciante vittoria del partito che lo appoggia "Russia Unita" (RU) alle elezioni del 7 dicembre 2003 dedicate al rinnovo della Camera bassa o "Duma", composta da 450 deputati. Il partito Russia Unita può contare su circa 300 seggi, parte dei quali sono di deputati indipendenti che alla prima seduta della Duma hanno aderito a RU. Il partito comunista è la forza d'opposizione con il maggior numero di seggi (53), anche se pressoché dimezzati rispetto alla precedente legislatura (113). La camera alta, o "Consiglio della Federazione", è formata da 178 deputati, vale a dire da due rappresentanti per ciascuna delle 89 repubbliche e regioni della Russia. Inaugurando la nuova Camera, Putin ha sottolineato l'importanza del coordinamento tra Duma e Governo per accelerare le riforme, migliorare il livello di vita della popolazione e raddoppiare entro il 2010 il prodotto dell'economia russa. Obiettivi da ottenere diversificando la struttura economica, aumentandone la competitività, potenziando le infrastrutture, migliorando il livello di istruzione della popolazione e l'assistenza medica. Tuttavia, interrogativi e ombre si sono allungate sulla vita politica russa a causa dell'indagine della Magistratura sui vertici della Yukos, sfociata nell'incarcerazione del suo presidente Mikhail Khodorkovskij con l'accusa di evasione fiscale.

Dal punto di vista economico, la Russia si è risolleata dal default sul debito domestico 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 intorno al 5% nel 2001 e al 4% nel 2002, ma si è riportato verso il 7% nel 2003. Le attese sono per il consolidamento su ritmi di crescita sostenuti nel prossimo biennio. L'inflazione è scesa al 12% di dicembre 2003 dal 21,6% del 2001. Tuttavia, la brillante *performance* economica è dipesa principalmente dai consumi, trainati da forti incrementi salariali, mentre gli investimenti non sono stati altrettanto vivaci. 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 80 miliardi di dollari di riserve in valuta pregiata e oro accumulati grazie al forte surplus di parte corrente (8,6% del Pil nel 2003). Il bilancio statale è in attivo dal 2000, il debito/Pil è stato tagliato dall'80% circa del 1998 al 30% del 2003, nonostante politica fiscale e monetaria siano relativamente accomodanti. Per proseguire il risanamento fiscale, si sta discutendo sull'opportunità di aumentare le tasse sull'export di petrolio, che dovrebbe consentire di ridurre l'onere impositivo su altre categorie di imprese. Sulla base dei miglioramenti economici 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 260. Moody's ha aumentato il rating del debito russo in valuta estera portandolo da Ba2 a Baa3 a ottobre 2003, al livello "investment grade" solo dopo cinque anni dal default di 40 miliardi di dollari dichiarato sul debito domestico nell'agosto del 1998. A dicembre 2003 anche Standard & Poor's ha innalzato il rating da BB a BB+.

Il fattore di maggior debolezza dell'economia russa 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.

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	13,4	9,9
Cambio contro \$ Usa (media annua)	31,3	30,7	27,9
Debito estero (in % del Pil)	41,6	37,9	30,9
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's Baa3	S&P BB+	FITCH BB+

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



## GRANDI BANCHE SPAGNOLE: UN 2003 RICCO DI SODDISFAZIONI

S. Carletti ☎ 06-4702.8440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

- **2003 complessivamente favorevole per le maggiori banche spagnole con utile netto in forte crescita.**
- **Tra i fattori che hanno favorito questi risultati un posto di primo piano spetta alla performance dell'economia spagnola e al diffuso miglioramento economico in America Latina.**
- **Cost / income ratio e qualità del portafoglio prestiti sono a livello di eccellenza. Anche lo scorso anno, però, un sostanziale contributo è venuto dai ricavi relativi ad attività diverse dalla tradizionale intermediazione bancaria.**

I risultati 2003 delle maggiori banche spagnole si presentano complessivamente favorevoli. Il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) e il Santander hanno, infatti, registrato un aumento dell'utile netto rispettivamente del 29,5% e del 16,2%. In cifra assoluta, i profitti netti dei due gruppi sono pari a 2,2 e 2,6 miliardi di euro e salirebbero a quasi 3 e ad oltre 4 escludendo l'ammortamento degli avviamenti, un intervento di natura puramente contabile. Risultati altrettanto positivi (+12,4%) ma ovviamente su scala assai più ridotta sono proposti anche dal Banco Popular, da tempo la più redditizia tra le maggiori banche spagnole.

Questi risultati, che rappresentano un "rimbalzo statistico" rispetto a un 2002 decisamente poco soddisfacente, hanno sorpreso un po' considerate le difficoltà evidenziate nella prima parte del 2003. Il Roe conseguito dai tre gruppi citati si posiziona tra il 14,4% e il 21,2%, un livello di eccellenza nello scenario bancario internazionale.

Tra i fattori che hanno facilitato il conseguimento di questi risultati un posto di primo piano spetta alla performance dell'economia spagnola che nel 2003 si è differenziata nuovamente in positivo (crescita reale +2,4%) dallo scenario di quasi stagnazione del resto dell'area euro. Sotto il profilo bancario il buon andamento della congiuntura si è tradotto in un forte aumento della domanda di credito (+14,3% nei dodici mesi terminanti ad agosto) ed in particolare di mutui fondiari (oltre il 20%). Al risultato dei due gruppi maggiori ha contribuito anche il diffuso miglioramento economico in America Latina, continente nel quale sono da tempo fortemente impegnati.

Le chiavi di lettura del buon andamento dei conti delle banche spagnole sono però anche di natura aziendale. Al discreto aumento dei ricavi (+4,9% per il BBVA, 5,9% per il Santander, +11,2% per il Banco Popular) si è contrapposta una dinamica dei costi più contenuta (+2,3% per il BBVA, -0,7% per il Santander, +7,7% per il Banco Popular). Entrambe le variazioni sono al netto dell'effetto valutario, sono cioè depurate del forte impatto prodotto dalla svalutazione contro euro delle valute nelle quali sono predisposti i conti delle partecipate estere. Sulla dinamica dei ricavi pesa una flessione del margine d'interesse, conseguenza della mancata compensazione tra riduzione dello spread e crescita dei volumi. Dal lato dei costi il dato da richiamare è che le politiche di contenimento dell'organico coinvolgono anche la struttura domestica (-2,4%, in media per Santander e BBVA). I tre gruppi hanno così registrato un aumento del risultato operativo e un miglioramento del *cost / income ratio*, quest'ultimo ora al 54,7% per il Santander, al 50,5% per il BBVA, al 39,1% per il Banco Popular.

Nel 2003 è risultato, poi, confermato un altro elemento che tradizionalmente differenzia in positivo i bilanci delle banche spagnole: l'elevata qualità del portafoglio prestiti. Pur impegnati in un'area difficile come quella dell'America Latina, il rapporto sofferenze / impieghi dei due maggiori operatori bancari spagnoli è all'1,7 – 1,8% e nel caso del Banco Popular supera di poco l'1%. A rendere stabile questa elevata qualità del portafoglio è la dimostrata capacità di selezionare la domanda di credito: escludendo le cancellazioni, il saldo tra entrate e uscite in sofferenza è stato nel 2003 per il BBVA pari allo 0,3% dell'intero portafoglio.

Per i due gruppi maggiori, comunque, anche nel 2003 un contributo importante è venuto da attività diverse dalla tradizionale intermediazione bancaria. Dall'attività di trading esercitata sui mercati finanziari il Santander ha ricavato un miliardo di euro, il BBVA 652 mln di euro. I ricavi provenienti dalla gestione del portafoglio di partecipazioni in società industriali e finanziarie esterne al core business sono stati per il Santander e per il BBVA pari rispettivamente a 1,7 e 0,5 mld di euro circa.

L'assetto stabilitosi nel mercato bancario spagnolo dopo l'intensa fase di aggregazioni della fine degli anni '90 ha subito negli ultimi mesi due significative correzioni: l'acquisizione del Banco Zaragozano da parte della Barclays (1,1 mld di euro) e del Banco Atlantico da parte Banco de Sabadell (1,5 mld di euro). Le due operazioni, entrambe perfezionate per contanti, potrebbero rappresentare l'inizio di un processo di riassetto tra le banche di seconda linea.

I due gruppi maggiori continuano, invece, a muoversi soprattutto in America Latina. Nei giorni scorsi il BBVA ha annunciato di voler lanciare un'OPA per acquisire il 40,6% non ancora posseduto del BBVA Bancomer, tra gli operatori bancari leader in Messico (quota di mercato del 25,4% dal lato dei prestiti e del 28,8% da quello della raccolta diretta). La forza dell'euro è tra le circostanze non secondarie che hanno indotto a questo passo. L'operazione comporterà un esborso di circa 3,3 miliardi di euro. Volendo evitare ricadute sulla solidità patrimoniale, il finanziamento avverrà con un alleggerimento del portafoglio partecipazioni (1,9 mld di euro), con un aumento di capitale già eseguito (2 mld di euro), con gli utili non distribuiti previsti realizzare per il 2004. In Messico il Santander aveva, invece, completato alla fine del 2002 un'operazione analoga ma di segno inverso cedendo per 1,6 mld di euro una quota (24,9%) della sua partecipazione nel Santander Serfin. D'altra parte, in Brasile, paese dove il Santander ha fortemente investito alcuni anni fa, il BBVA ha rinunciato ad una presenza diretta cedendo il BBVA Brasil in cambio di una partecipazione del 4,4% del Banco Bradesco, secondo gruppo bancario del paese.

## I TRE VOLTI DEL MANIFATTURIERO

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

- Il contributo del settore manifatturiero alla crescita complessiva dei paesi a reddito più elevato appare in declino. Nella Ue-15 il settore produce merci per un valore di 4.500 miliardi di euro e occupa circa 24 milioni di addetti.
- La struttura produttiva dei paesi membri e di quelli candidati è ancora sostanzialmente diversa: nei primi la porzione maggiore di valore aggiunto è realizzata dalla chimica, dal settore delle macchine elettriche e dei macchinari per il trasporto; nei secondi prevalgono ancora i settori più maturi (tessile, abbigliamento e pelli), pur con bassi livelli di produttività.
- Negli Stati Uniti la forte crescita della produttività ha reso più esiguo che in Europa il peso del manifatturiero in termini di occupazione.

Secondo le più recenti rilevazioni Eurostat, nei paesi della Ue il settore manifatturiero rappresenta il 31% circa del valore aggiunto complessivamente realizzato, mentre il valore della produzione è pari a 4.500 miliardi di euro. La porzione più consistente di valore aggiunto viene realizzata dai settori della chimica e plastica (16,5% del totale), dalle macchine elettriche e ottiche (13,3%) e dai macchinari per il trasporto (12,5%).

Diversa è la situazione nei paesi candidati, dove la struttura produttiva appare ancora sbilanciata verso produzioni più mature: ad esempio, il settore tessile, abbigliamento e prodotti in pelle realizza circa 6 miliardi di euro di valore aggiunto, una percentuale compresa tra il 6% del valore aggiunto complessivo in Ungheria e il 17% della Romania, contro una media del 4% dei paesi della Ue.

In generale, nei paesi della Unione Europea negli ultimi 30 anni il peso del comparto manifatturiero sul prodotto nazionale si è drasticamente ridotto: se infatti nel 1970 in Italia era pari al 28,2%, nel 2001 non ha superato il 21%; in Francia nello stesso periodo si è passati dal 28,7% al 17,9%, mentre nel Regno Unito dal 31,8% al 16,7%. Il fenomeno tuttavia non è solo europeo, dal momento che la percentuale di ricchezza nazionale prodotta dal settore manifatturiero è scesa in tutte le aree geografiche più ricche del pianeta: nel corso degli anni Novanta, nei paesi a reddito più elevato essa è passata infatti dal 22% al 20%; nei paesi a reddito medio-basso dal 23% al 22%. L'eccezione è rappresentata dai paesi dell'Asia orientale e del Pacifico, dove dal 28% del 1990 si è passati al 31% nel 2001; nello stesso tempo va riducendosi il divario relativo al contenuto tecnologico delle produzioni tra paesi a diverso livello di sviluppo. Alla riduzione del peso economico ha corrisposto una diminuzione in termini di occupati: oggi nei paesi della Ue il manifatturiero impiega circa 23,7 milioni di addetti (il 28% dell'occupazione totale) contro i 26,5 milioni del 1990 (-11%). La tendenza non sembra destinata ad arrestarsi: nella sola Germania, nel corso del 2003 il comparto della meccanica ha perso circa 30.000 posti di lavoro, e quello dell'arredamento 13.000.

Negli Stati Uniti a partire dal 1947 la percentuale di occupati nel settore manifatturiero sul totale è scesa al ritmo dell'1,8% l'anno; a partire dal 2000, in particolare, sono stati persi 2,8 milioni di posti di lavoro, cosicché oggi la quota di occupati in questo settore sul totale supera di poco il 12%. In una prospettiva storica, tuttavia, il fenomeno non è nuovo: mentre all'inizio del Novecento il 38% circa della popolazione statunitense era impiegata nelle fattorie; oggi l'agricoltura conta meno del 2% dell'occupazione totale, e riesce comunque a sfamare la popolazione Usa e parte del mondo; nonostante ciò, spesso si parla di possibile declino del settore manifatturiero a favore di produzioni analoghe provenienti dai paesi a minor costo del lavoro. Una serie di fattori ridimensiona, almeno nel caso Usa, la portata di questa affermazione: in primo luogo, occorre considerare che negli Usa il costo del lavoro rappresenta una delle voci minori nell'ambito dei costi totali di produzione nel manifatturiero; anche per questo motivo, i produttori sono spesso alla ricerca di manodopera specializzata, più che di manodopera a basso prezzo; in secondo luogo, a partire dalla recessione del 1990-91, il rapporto tra beni manufatti importati ed esportati è rimasto piuttosto stabile; infine, la quantità di investimenti realizzati dagli americani sul loro territorio non è stata penalizzata da quelli effettuati all'estero, e il paese continua a rappresentare una delle principali mete degli investimenti esteri del pianeta. Più che un declino del settore manifatturiero, pertanto la crescita dell'output industriale non accompagnata da un aumento dell'occupazione nasconde semmai una forte crescita della produttività: il manifatturiero sarebbe cioè il settore in cui ha avuto più successo l'impiego delle nuove tecnologie, che pertanto avrebbero rivoluzionato più il mondo delle "tute blu" che non quello dei "colletti bianchi".

In termini di produttività, i paesi della Ue presentano ancora un sensibile ritardo rispetto agli USA, oltre a un'ampia variabilità tra i diversi comparti. Nell'ambito del comparto manifatturiero, a fronte di una media di 56.000 euro per addetto si registrano valori pari a 30.000 nel tessile abbigliamento e a 199.000 nel settore dei prodotti petroliferi. Nel prossimo futuro, inoltre, alcuni di questi valori sono destinati a scendere: è il caso del tessile abbigliamento che, nei paesi candidati, nonostante il peso sul complesso delle attività industriali, presenta una produttività che varia da un minimo di 1.500 euro per addetto in Bulgaria a un massimo di 15.000 a Cipro. Tra le cause che le imprese europee individuano come freni allo sviluppo della produttività, la più citata è la carenza di manodopera qualificata (vincolo considerato particolarmente gravoso dalle imprese con 50-249 addetti), seguono poi la carenza di adeguati finanziamenti e i vincoli amministrativo/burocratici.

SETTORE MANIFATTURIERO NELLA UE: ALCUNI INDICATORI

	VALORE AGGIUNTO	VALORE DELLA PRODUZIONE	OCCUPATI	PROD. DEL LAVORO (000 euro/occ)
TOTALE MANIFATTURIERO	1327 (mld euro)	4484 (mld euro)	23735 (000%)	56 (000 euro /occ)
di cui	(mld euro%)	(mld euro%)	(000%)	(000 euro /occ)
ALIMENTARI E TABACCO	11,3	13,2	11,5	52
TESSILE, ABBIGLIAMENTO, PELLI	4,5	4,3	8,4	30
CARTA ED EDITORIA	10,4	8,6	10,3	57
PRODOTTI PETROLIFERI	2,1	6,4	0,6	199
CHIMICA E PRODOTTI IN PLASTICA	16,5	14,5	12,3	75
PRODOTTI IN MINERALI NON METALLIFERI	4,4	3,3	4,5	54
METALLI E PRODOTTI IN METALLO	11,7	10,2	13,1	50
MACCHINARI E IMPIANTI	10,6	8,7	11,3	52
MACCHINE ELETTRICHE E OTTICHE	13,3	12	12,2	61
MACCHINE DA TRASPORTO	12,5	15,1	10,9	64
ALTRO	2,7	0,2	0,2	48

Fonte: Commissione europea, 2003

## GLI OCCHIALI GUARDANO LONTANO

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

- Con un fatturato superiore a 1,9 miliardi di euro, la produzione italiana di occhiali rappresenta una quota del 25% di quella mondiale. La quota supera il 70% nella fascia lusso.
- Dopo la conquista delle "griffe", le grandi aziende del settore guardano ai mercati esteri dove radicarsi con l'apertura di punti vendita diretti o mediante alleanze con catene distributive specializzate.
- Nel 2003 è continuato anche il processo di concentrazioni che da alcuni anni interessa il settore: le operazioni effettuate a livello mondiale sono state 9 contro le sole 2 realizzate nel 2002.

Il 2003 ha rappresentato una battuta d'arresto per un settore abituato a tassi di crescita significativi: nei primi nove mesi dello scorso anno, la flessione complessiva dell'export è stata del 2,9% rispetto allo stesso periodo del 2002, consentendo in ogni caso il raggiungimento, in valore, di circa 1,5 miliardi di euro. Il quadro negativo della congiuntura internazionale ha pesato sulle vendite oltre confine dei vari segmenti di prodotti. In testa alla graduatoria, gli occhiali da sole, in flessione del 7% (656 milioni di euro), seguiti dalle lenti in vetro (-4% a 12 milioni) e dalle lenti in altre materie (-1,8% a 19 milioni). Solo le esportazioni di montature sono apparse in controtendenza segnando un incremento del 3,5%, per un valore di 470 milioni di euro. E' risultato negativo anche il quadro complessivo delle importazioni, in flessione del 10,3%. Congiuntura a parte, il nostro paese

continua a essere in testa alla classifica dei maggiori produttori mondiali di occhiali con una quota pari al 25% (circa 1,9 miliardi di euro), che supera il 70% nel settore del lusso. Il primato dell'Italia è confermato anche dal numero di aziende (36) che operano in questo ambito, quasi il doppio delle società francesi (19) e il quadruplo di quelle americane (8).

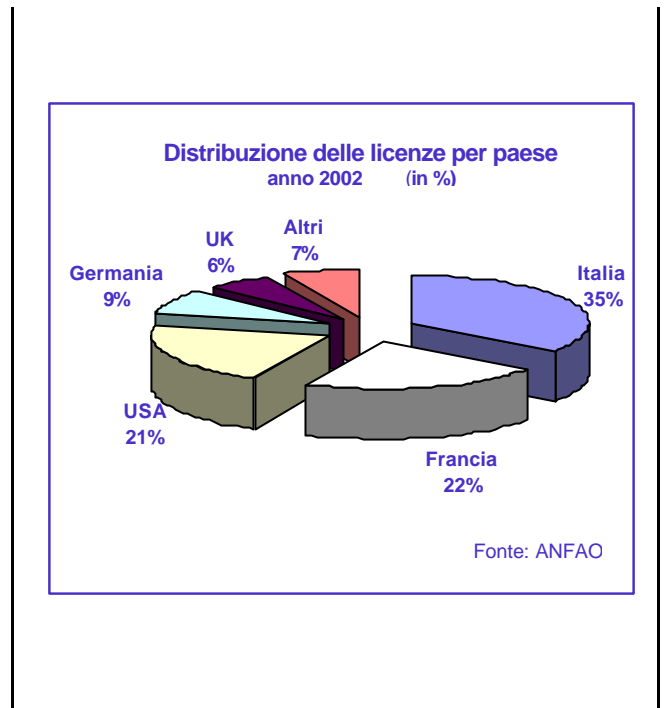
La radicata presenza nella fascia medio-alta del mercato e gli elevati standard qualitativi ed estetici raggiunti dall'occhialeria italiana consentono ai produttori di fronteggiare i periodi difficili e di mantenere, nonostante il danno non trascurabile procurato dalle contraffazioni e dalla concorrenza asiatica, una posizione di leadership assoluta sui mercati internazionali. Sono diversi i fattori che hanno portato all'Italia l'indiscusso primato dell'occhialeria di lusso. In primo luogo, alcune importanti acquisizioni fatte all'estero dalle principali aziende del settore (tra le più prestigiose, l'acquisto di Ray Ban da parte di Luxottica) e i contratti di licenza, che riguardano quasi sempre marchi di moda. Nel 2002 (ultimo dato disponibile) la conquista della griffe, divenuta in tempi più recenti la strategia principale dei grandi gruppi del settore, ha procurato all'Italia 105 marchi su un totale mondiale di 301.

Ora che le licenze sono state conquistate quasi tutte, le grandi aziende hanno spostato le strategie espansive sulla distribuzione (la vendita diretta dei loro prodotti agli ottici e la distribuzione al dettaglio) e sulla diversificazione dei prodotti, salvi restando gli investimenti in ricerca e sviluppo, sia nel design sia nelle tecnologie, punti di forza degli occhiali italiani. Il presidio dei canali distributivi si è esteso anche all'estero. Luxottica, che già si avvale di 29 filiali commerciali sparse in tutto il mondo, ha ampliato la sua rete di punti vendita con l'acquisizione di Cole National - azienda con sede a Cleveland e una rete di oltre 2000 negozi di ottica distribuiti fra Stati Uniti, Canada, Porto Rico e Isole Vergini. De Rigo ha aperto, attraverso General Optica, la catena spagnola che fa parte del gruppo, 12 nuovi negozi in franchising e 4 di proprietà, continuando il piano di espansione iniziato a novembre 2002 che ha come obiettivo il raggiungimento di 300 punti vendita in cinque anni. Il gruppo Marcolin ha siglato un accordo di licenza quadriennale per la produzione e la distribuzione, a livello mondiale degli occhiali da sole e da vista firmati Timberland a partire da gennaio 2004. Allison (Gruppo IT Holding) e Cerruti hanno siglato una licenza per la produzione e distribuzione della linea eyewear Cerruti 1881 sia al maschile che al femminile, da sole e da vista. L'espansione commerciale interessa anche il mercato italiano dove alcuni gruppi hanno scelto, in luogo dell'apertura di punti vendita propri, un rafforzamento della cooperazione con gli ottici, che con 10 mila punti vendita sul territorio nazionale, assicurano una distribuzione capillare del prodotto.

La ricerca di nuovi mercati di sbocco é l'altro obiettivo delle aziende di occhialeria. Stati Uniti, Europa e Giappone sono mercati consolidati, anche se la congiuntura non ha premiato le vendite in questi paesi nel 2003. La Cina è il mercato che esprime le potenzialità maggiori tanto che i principali produttori italiani hanno adeguato parte della produzione di occhiali al "fitting" orientale, vale a dire a una morfologia del viso completamente diversa dalla nostra che ha richiesto la messa a punto di montature specifiche. L'abbinamento con la griffe italiana ha conquistato i cinesi che hanno incrementato gli acquisti di occhiali made in Italy.

Nel 2003 è continuato anche il processo di concentrazione che da alcuni anni interessa il settore: le operazioni effettuate a livello mondiale sono state 9 contro le sole 2 realizzate nel 2002.

Queste politiche espansive riguardano soprattutto le prime dieci società del comparto che producono, da sole, il 70% dell'intero settore. La rilevanza delle risorse e degli investimenti necessari ad affrontare nuovi mercati hanno lasciato ai margini le piccole e medie aziende, 1400 circa per lo più concentrate nel distretto di Belluno. La più importante area nel settore, che vanta abilità artigianali uniche al mondo, rischia di vedere molti dei suoi operatori trasformati in terzisti, cioè fornitori delle aziende più grandi, a meno di stringere alleanze commerciali per non sparire in un mercato sempre più vasto.



## NELL'AREA EURO IMPIEGHI E DEPOSITI A DUE VELOCITA'

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

- Leggero rallentamento delle dinamiche degli impieghi (+6,7% a/a) e dei depositi (+2,2% a/a) in Italia nel mese di dicembre, rispetto ai mesi precedenti.
- La crescita dei prestiti al settore privato nell'area euro (+4,7% a/a) è il riflesso dei rilevanti incrementi di Spagna e Italia e di quelli più contenuti di Francia e Germania.
- In tutti i paesi dell'area euro la volatilità dei mercati finanziari ha generato un rinnovato interesse per i depositi bancari. Anche per questo aggregato Spagna e Italia sono accomunate da dinamiche più vivaci rispetto a quelle di Francia e Germania.

I dati del comunicato stampa della Banca d'Italia relativi agli andamenti in dicembre dei principali aggregati bancari italiani indicano un rallentamento nella crescita sia degli impieghi sia dei depositi. Il tasso di crescita degli impieghi vivi (+6,2% a/a) è infatti tornato al di sotto del 7% che aveva caratterizzato la seconda metà dello scorso anno. La flessione ha riguardato entrambe le scadenze degli impieghi: per quelli a breve la contrazione (-1,5% a/a) rafforza un trend di crescita negativo già delineatosi nell'ultimo trimestre; per gli impieghi a m/l termine (+13,3% a/a) si è trattato, invece, di una leggera correzione dell'eccezionale crescita che da tempo caratterizza l'aggregato.

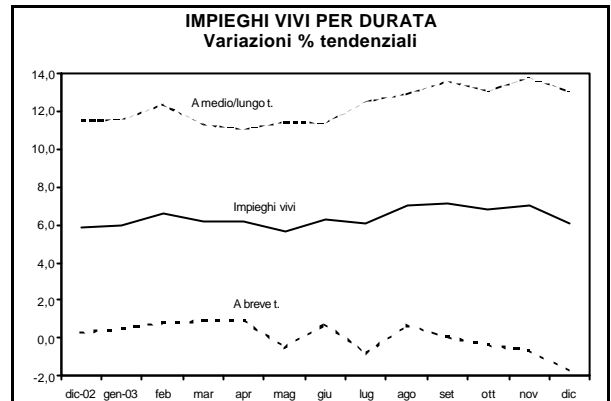
Malgrado la persistente debolezza della congiuntura, i finanziamenti destinati al comparto produttivo crescono a ritmi apprezzabili: le società non finanziarie (+6,9% a/a) e le imprese individuali (+9% a/a) riportano, infatti, a fine anno un incremento particolarmente vivace dei volumi. Tale fenomeno potrebbe forse essere in parte legato a scadenze fiscali. Sempre rilevanti gli incrementi dei finanziamenti destinati al settore delle famiglie (+10% circa a/a) sia sotto forma di credito al consumo (+15,7% a/a) che di mutui fondiari (+22% a/a). Quest'ultima forma tecnica continua a beneficiare di condizioni favorevoli di tassi, dalla metà del 2003 al di sotto del 5%.

Nell'area euro la crescita del credito rimane ancora meno sostenuta rispetto al dato nazionale: i finanziamenti al settore privato sono però in lieve accelerazione (+4,7% a/a).

Le statistiche di fonte Bce mettono in evidenza nell'ambito della Uem, per il 2003, un andamento differenziato del credito. In Francia (3,9% a/a) e Germania (0,5% a/a) le dinamiche si mantengono su livelli molto contenuti da diversi anni. In Spagna (14,7% a/a), invece, prosegue la crescita dei prestiti a due cifre, a fronte di una dinamica del Pil (+2,4%) decisamente più sostenuta del resto dell'area euro. Nel complesso, il rapporto tra prestiti al settore privato e Pil permane molto elevato in Germania (106,6%) e Spagna (100%) mentre Francia e Italia (71,7% e 65,4% rispettivamente) risultano al di sotto della media dell'area euro (88,7%). Il contenuto valore che si riscontra per l'Italia è quasi interamente attribuibile al minor volume dei prestiti alle famiglie, che rappresentano a fine 2002 il 22% del Pil rispetto al valore medio del 46,5% dell'area euro. Relativamente ai prestiti alle imprese si riscontra, invece, una convergenza nel rapporto al Pil su livelli intorno al 42% circa.

Francia e Germania condividono una flessione dei finanziamenti all'economia produttiva che nel primo caso ha avuto inizio nel corso del 2003, ma nel secondo risale al terzo trimestre 2002. Al contrario, dai dati relativi alla Spagna emerge una crescita dei prestiti alle imprese che negli ultimi anni solo raramente è discesa al di sotto del 4%. Esperienza comune a tutte le aree è la tenuta dei finanziamenti alle famiglie, in particolare quelli sotto forma di mutui ipotecari, anche se con dinamiche differenti: di nuovo, più vivaci in Italia e Spagna mentre più contenute in Francia e Germania.

Dal lato dei depositi in Italia si rileva a fine 2003 un sensibile rallentamento del tasso di crescita (+2,2% a/a). Le forti dinamiche che hanno contraddistinto i depositi in conto corrente durante tutto il 2003 hanno infatti segnato in dicembre un incremento più contenuto (+5,9% a/a). Tra le altre forme tecniche dei depositi solamente quelli rimborsabili con preavviso sono risultati in aumento (5,1% a/a). Sono tornate a crescere ad un ritmo sostenuto le obbligazioni bancarie (+8,6% a/a), dopo il rallentamento del secondo semestre 2003. In forte flessione, invece, i certificati di deposito e i pronti contro termine (-10% e -15,6% a/a rispettivamente). Le alterne fortune dei mercati finanziari alimentano ovunque un rinnovato interesse per i depositi bancari in tutta l'area euro. In Italia e Spagna la crescita dei depositi risulta inferiore a quella degli impieghi mentre l'inverso accade in Francia e Germania (vedi tabella).



**PRESTITI AL SETTORE PRIVATO**  
Consistenze in mld. di € - Var. % tendenziali

Periodo	Francia	Germania	Italia	Spagna	Area euro
nov-98	4,7	5,8	9,5	17,1	8,9
nov-99	6,4	4,5	12,0	14,4	8,9
nov-00	9,7	5,5	12,5	17,0	10,0
nov-01	6,9	2,4	8,0	12,1	7,3
nov-02	2,2	0,9	3,5	13,0	3,9
nov-03	3,9	0,5	8,0	14,7	4,7
nov-03	1.204	2.312	1.040	808	7.072

**DEPOSITI DEL SETTORE PRIVATO**  
Consistenze in mld. di € - Var. % tendenziali

Periodo	Francia	Germania	Italia	Spagna	Area euro
nov-98	6,4	5,0	-3,5	2,6	4,3
nov-99	2,5	4,8	-0,4	8,5	4,4
nov-00	1,8	0,4	3,5	12,1	3,7
nov-01	6,7	4,7	6,0	11,9	8,4
nov-02	3,5	2,7	8,4	10,2	4,5
nov-03	8,6	3,8	4,2	10,4	5,8
nov-03	1.077	2.186	686	667	6.202

Fonte: Banca d'Italia, Bce.

## FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: QUALCOSA E' CAMBIATO

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

- Il 2004 inizia per i fondi comuni con una raccolta netta negativa (-1,8 mld. di euro), ma con una crescita del patrimonio per effetto di valori positivi della performance.
- I fondi di liquidità e gli obbligazionari che avevano a lungo catalizzato l'interesse dei risparmiatori risultano meno appetiti. I rendimenti offerti da queste due categorie di fondi negli ultimi 12 mesi risultano infatti inferiori al tasso di inflazione, a fronte di performance negli altri comparti che risultano più premianti.
- Si osserva un ritorno di interesse per il comparto azionario, stimolato anche dalla ripresa dei listini nel 2003. Ma le recenti vicende sui mercati suggeriscono cautela: una buona diversificazione di portafoglio e la capacità dei gestori cui affidare i propri risparmi valgono più del rendimento in senso assoluto.

Il mese di gennaio 2004 si è chiuso con un incremento del patrimonio dei fondi comuni dello 0,5 per cento, ma con una raccolta netta negativa pari a -1,8 mld. di euro. Analizzando i dati della raccolta, al di là del risultato negativo del mese, i segnali che emergono forniscono alcune interessanti indicazioni sul fatto che qualcosa è cambiato nel rapporto tra risparmiatori e fondi.

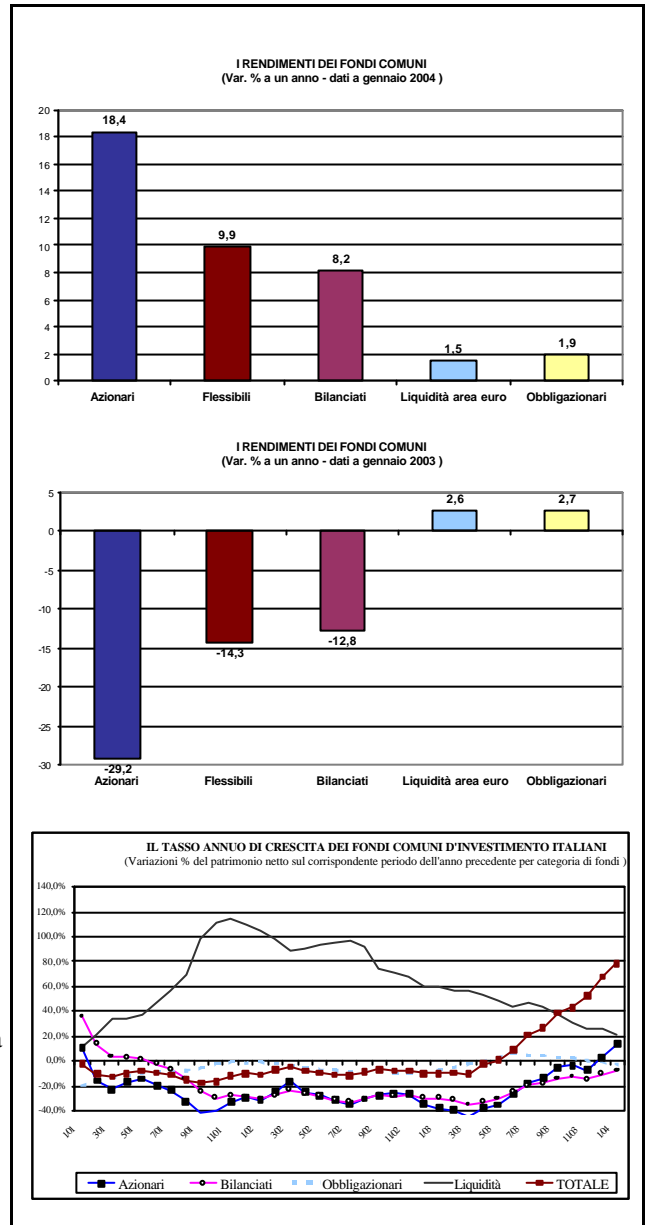
I fondi obbligazionari hanno evidenziato un andamento negativo della raccolta per il quinto mese consecutivo e i fondi di liquidità hanno chiuso in rosso per la quarta volta in cinque mesi, mentre gli azionari registrano valori positivi per l'ottavo mese consecutivo. Prendendo in esame gli ultimi cinque mesi i fondi azionari hanno raccolto 5,2 mld. di euro a fronte di un andamento negativo nei comparti degli obbligazionari (-11,8 mld. di euro) dei bilanciati (-1,3 mld. di euro) e dei fondi di liquidità (-0,6 mld. di euro).

A lungo si è discusso nell'ultimo biennio del ritorno dei risparmiatori verso i comparti a minor contenuto di rischio e del conseguente boom dei fondi di liquidità e degli obbligazionari a scapito degli azionari. Il processo di ricomposizione del portafoglio è stato consistente e duraturo. I fondi di liquidità, nati con l'idea di offrire un "parcheggio" in attesa di prospettive migliori sui mercati finanziari, hanno sperimentato una crescita senza precedenti: il patrimonio è quadruplicato in soli tre anni, passando dai 25,5 mld. di euro nel gennaio 2001 agli attuali 106,3 mld. di euro.

Questa marcia, che sembrava inarrestabile, ha cominciato a rallentare negli ultimi mesi, mostrando un ritorno di interesse da parte dei risparmiatori anche per i fondi azionari. Il risparmiatore italiano ha cominciato dal secondo semestre 2003 a tornare sui fondi azionari spinto da due diversi impulsi: a) l'andamento positivo dei listini azionari; b) la riduzione dei rendimenti sugli investimenti a basso contenuto di rischio.

Prendendo in esame i rendimenti a 12 mesi, si evince come i fondi obbligazionari abbiano reso l'1,9 per cento e quelli di liquidità l'1,5 per cento. In entrambi casi il rendimento risulta inferiore all'inflazione, mentre negli altri comparti le performance risultano molto più interessanti: +18,4 per cento per gli azionari, +8,2 per cento per i bilanciati, +9,9 per cento per i flessibili.

Osservando i rendimenti a 12 mesi dei fondi comuni a gennaio 2003 (secondo grafico) è evidente come lo scenario su cui riflettere appare oggi profondamente diverso rispetto a un anno fa. I risparmiatori hanno tuttavia sperimentato a proprie spese come i rendimenti passati non offrano garanzie di rendimenti futuri altrettanto allettanti, per questa ragione in cima alle valutazioni dell'investitore sono l'affidabilità delle società di fondi su cui puntare e la diversificazione di portafoglio, più che il rendimento in senso assoluto. Le recenti vicende sul mancato rimborso di titoli obbligazionari hanno confermato, se mai ce ne fosse stato ancora bisogno, come il fai-da-te costituisce una pratica rischiosa non solo sul mercato azionario. Nel complesso, osservando i movimenti di portafoglio, si evince oggi un atteggiamento nei confronti dell'investimento più maturo: le scelte appaiono guidate dalla cautela più che dall'euforia, con una rinnovata fiducia nei fondi ma con un occhio sempre più attento alle capacità dei gestori cui affidarsi.



## LA PRIMAVERA DELLE IPO

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

Le preoccupazioni per una politica monetaria più stringente sono sempre presenti, ma più come mano saggia di guida che freno brusco al *trend* di crescita borsistico. Lo spettro di tassi al rialzo funge da calmiera per *rally* altrimenti indisciplinati, attenuando esuberanze ed eccessi speculativi.

In un anno già predestinato all'affermazione del Toro dalla statistica del ciclo elettorale statunitense, arrivano segnali concreti di una ripresa oltreoceano del mercato.

Tastando il polso a Wall Street è evidente la nuova febbre da Ipo, il sintomo più immediato di vitalità e fiducia nel sistema sia da parte delle imprese sia degli operatori.

Dall'inizio dell'anno la borsa americana ha visto ben 17 nuovi collocamenti azionari - per una raccolta complessiva di 3,72 miliardi di dollari - contro l'unica Ipo (26 milioni di dollari) dello stesso periodo dell'anno precedente.

Un radicale cambio di *sentiment* reso ancor più significativo dalla tipologia dell'accesso al credito, non più settorialmente monotematico.

Se negli anni del *boom* del triennio 1998-2000 l'assoluta prevalenza di debutti in *high-tech* aveva irrimediabilmente sbilanciato il mercato verso la deriva della bolla speculativa, è più facile ora assistere ad una equilibrata eterogeneità di settori.

I collocamenti, infatti, non vengono più limitati ossessivamente alle azioni tecnologiche, ma distribuiti in diversi comparti, dal *retail* all'assicurativo, dal *biotech* ai componenti per auto, dai servizi all'*health care*.

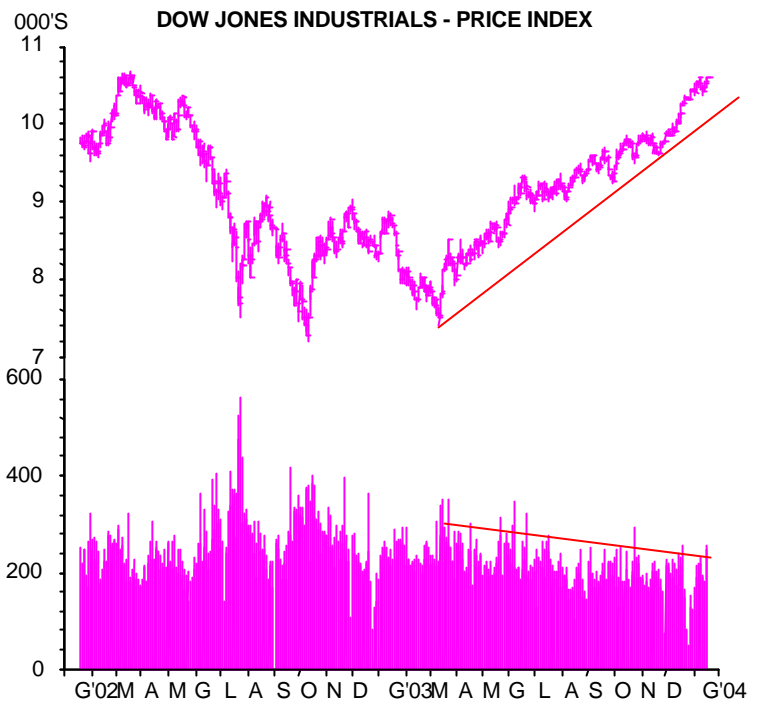
Questa diversificazione in sede di Ipo è la miglior premessa per poter impostare una fase di ripresa, senza caricare eccessivamente un'unica gamba del tavolino della crescita.

Nonostante l'inevitabile dose di speculazione pronta ad alterare volumi e valori al momento dell'offerta iniziale, la congiuntura è tale da scongiurare eccessi di valutazione che pregiudichino la tenuta nel medio periodo.

Contestualmente, si accentua il disagio dell'Europa che mantiene allargata la forbice delle *performance* rispetto alla locomotiva borsistica Usa.

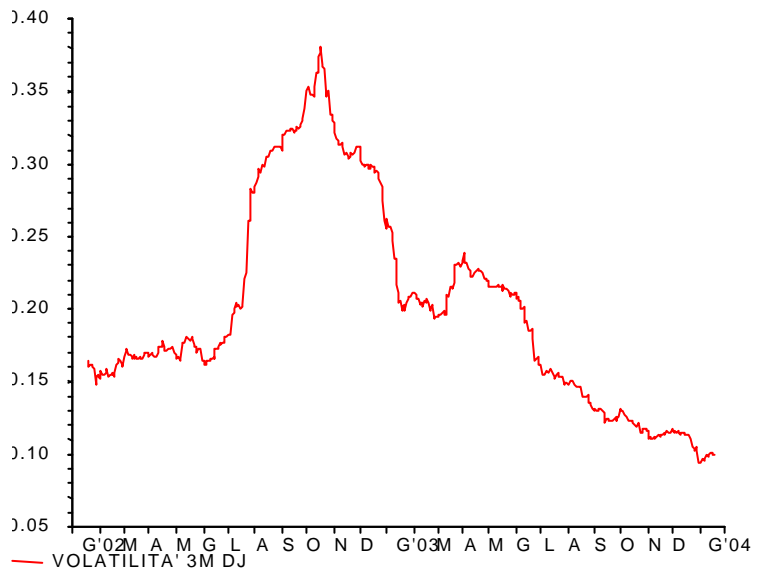
Anche l'analisi dei volumi relativi denota un maggior interesse degli investitori per l'area statunitense, avvantaggiata dalla diversa forza del ciclo e dal differenziale di crescita positivo.

### Volumi prudenti



TURNOVER BY VOLUME IN MILLIONS

### Waal Street: volatilità ai minimi storici



HIGH 0.38 17/10/02, LOW 0.09 2/1/04, LAST 0.10 19/1/04

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

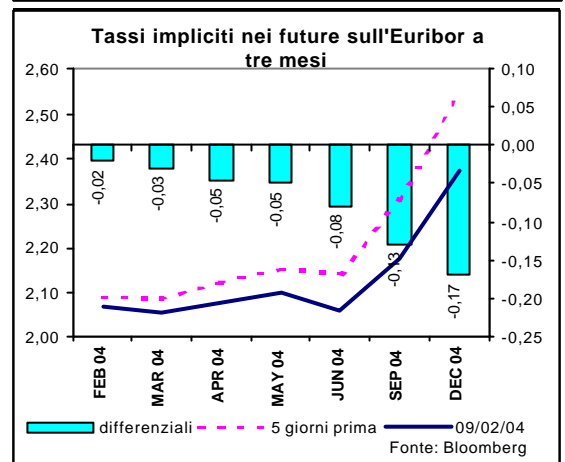
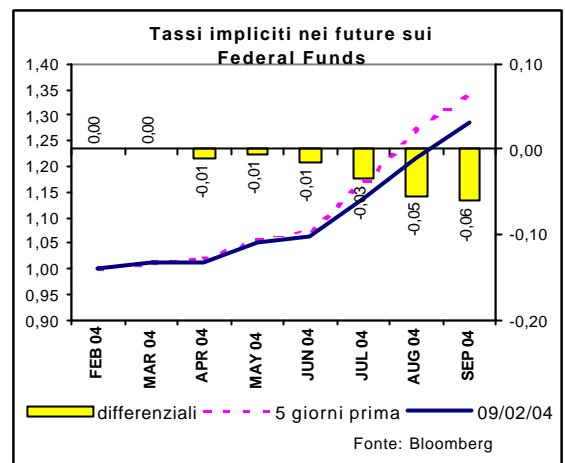
	Dati storici						Variazioni percentuali				
	23/1/04	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/99	1/1/00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/99	1/1/00
MIB TEL	20.757	20.610	19.861	16.810	25.097	28.094	0,7	4,5	23,5	-17,3	-26,1
MIB 30	28.011	27.720	26.687	22.905	37.417	41.477	1,0	5,0	22,3	-25,1	-32,5
DOW JONES IND.	10.568	10.601	10.341	8.369	9.184	11.358	-0,3	2,2	26,3	15,1	-6,9
NASDAQ	2.124	2.140	1.975	1.388	2.208	4.131	-0,8	7,5	53,0	-3,8	-48,6
NITKKEI 225	1.142	1.140	1.096	867	13.416	18.934	0,2	4,2	28,6	-91,5	-94,0
FTSE100	11.069	10.857	10.373	8.791	5.879	6.930	2,0	6,7	25,9	80,3	59,7
CAC40	4.461	4.488	4.441	3.622	4.148	5.917	-0,6	0,4	23,2	7,6	-24,6
DAX30	3.693	3.672	3.500	2.918	5.252	6.751	0,6	5,5	26,6	-29,7	-45,3
MADRID	4.152	4.112	3.903	2.811	918	1.012	1,0	6,4	47,7	351,8	310,4
SINGAPORE	846	834	804	658	1.400	2.583	1,5	5,2	28,7	-39,5	-67,2
HONG KONG	1.890	1.837	1.721	1.364	9.809	17.370	2,9	9,8	38,5	-80,7	-89,1
DJ EURO STOXX50	13.751	13.168	12.421	9.585	3.543	4.849	4,4	10,7	43,5	288,1	183,6
MSCI WORLD	2.893	2.866	2.722	2.269	1.162	1.422	0,9	6,3	27,5	149,0	103,4
MSCI EMU	1.072	1.060	1.016	793	187	243	1,1	5,5	35,2	472,9	341,3
MSCI WORLD NON EMU	151	150	142	118	138	171	0,7	6,2	27,5	9,2	-11,7
MSCI FAR EAST	2.282	2.222	2.113	1.656	2.170	3.605	2,7	8,0	33,4	5,2	-36,7
MSCI NORTH AMERICA	1.158	1.156	1.111	894	1.258	1.525	0,2	4,2	29,4	-7,9	-24,0



## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- La ripresa Usa sembra essersi portata su ritmi di crescita soddisfacenti, basandosi sul sostegno sia dei consumi che degli investimenti. Ma questo positivo contesto non sembra in grado di produrre una crescita convincente e costante dell'occupazione.
- Il direttore generale del Fondo Monetario Internazionale, Horst Koehler, ha recentemente affermato che la ripresa economica mondiale è in rafforzamento grazie anche all'attesa accelerazione del Pil Usa che quest'anno dovrebbe aumentare del 4,4% dopo il 3,1% archiviato nel 2003. In effetti, indicatori reali e di fiducia che riguardano consumi e investimenti rilevano una buona tenuta. Per esempio, dal lato della domanda in dicembre un positivo impulso è venuto dalle spese e dal reddito personali. Nel IV trimestre 2003 le spese personali hanno registrato, infatti, un incremento tendenziale del 5,3% solo in leggero rallentamento rispetto al 5,5% di luglio-settembre. Il reddito personale nel IV trimestre è aumentato del 3,7% tendenziale dal 3,4% del III. Dal lato dell'offerta favorevoli indicazioni sono emerse dagli ordini all'industria aumentati a dicembre dell'1,1% m/m e dell'8% a/a. Nel IV trimestre gli ordini sono cresciuti di oltre il 7% sullo stesso periodo del 2003, evidenziando una netta accelerazione rispetto al 3,3% del III trimestre e lasciando presagire una sostenuta attività produttiva.
- Il mercato del lavoro americano è migliorato in gennaio e si sono create 112.000 nuove buste paga, che rappresentano la *performance* migliore da un triennio. Tuttavia, il dato è rimasto ben sotto le attese (150.000-160.000 unità) e ancora lontano da un livello che consenta di ridurre il bilancio negativo di oltre due milioni di posti di lavoro scomparsi durante la presidenza Bush. La persistente debolezza del mercato del lavoro potrebbe in prospettiva minare la fiducia dei consumatori. Questo timore ha probabilmente influenzato la reazione dei mercati che hanno allontanato le attese di una stretta monetaria scontata nei *future sui Federal Funds*, complice un'inflazione attuale e attesa modesta. Simultaneamente le quotazioni dei bond governativi sono aumentate in Europa e negli Usa, spingendo i tassi al ribasso.
- Intanto, il comunicato emesso dal G7 ha implicitamente accettato che il rapporto dollaro/euro ha compiuto la maggior parte dell'aggiustamento necessario a partire dall'incontro di Dubai di settembre 2003, mentre ha auspicato maggiore flessibilità dei cambi in altre aree mondiali con un chiaro riferimento a Giappone e Cina. Per il momento il cambio dollaro/euro sembra stabilizzato intorno a 1,27, ma non si può escludere che in prospettiva il mercato vorrà testare le intenzioni delle autorità monetarie.
- In Germania intanto si registra un positivo andamento sia degli ordini all'industria che della produzione industriale. Quest'ultima è aumentata dell'1,9% tendenziale nel IV trimestre del 2003 dal -1,2% del III; gli ordini all'industria sono cresciuti del 3,5% annuo tra ottobre-dicembre 2003 dal -0,27% del III trimestre.
- Sembra probabile che la Fed e la Bce intendano proseguire in una "strategia attendista": la prima in attesa di un miglioramento più convincente sul mercato del lavoro, la seconda per verificare il procedere della ripresa alla luce degli sviluppi del mercato dei cambi.
- La Banca d'Inghilterra ha invece aumentato il saggio guida di 25 centesimi al 4%, inanellando il secondo rialzo da quando ha inaugurato la manovra monetaria restrittiva il 6 novembre 2003. La strategia di Boe è influenzata dalle favorevoli prospettive economiche e dall'elevata dinamica dei valori del mercato immobiliare. Per contro, la Svezia ha tagliato il saggio guida al 2,50% dal 2,75% e la Norvegia al 2% dal 2,25%.



	dati storici		09/02/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	119,36	107,70	105,64	106,0	104,0
dollaro-euro	1,077	1,230	1,267	1,27	1,23
yen-euro	128,6	132,4	133,9	134,6	127,9
sterlina-euro	0,670	0,702	0,682	0,685	0,690
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,34	1,17	1,12	1,20	2,00
euro	2,69	2,15	2,07	2,12	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,07	0,10
sterlina	3,75	4,02	4,16	4,35	4,85
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,88	4,26	4,07	4,30	4,60
Germania	3,96	4,30	4,12	4,20	4,50
Giappone	0,83	1,32	1,28	1,40	1,59
Italia	4,16	4,45	4,35	4,33	4,63
Gran Bretagna	4,19	4,87	4,81	4,80	5,05

## 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	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,1	114,4	115	115,1	115	115	114,9	115,1	115,4	115,6	115,6	116	115,1
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,1	0,3	0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,3	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6

#### 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	106,5	106,8	106,8	105,5
2004	106,2	105,8	107,0	107,7	107,9	107,9	107,8	107,5	108,3	108,6	108,9	108,9	107,7
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,6	-0,4	1,1	0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,8	2,8	2,6	2,8
2004	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	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	122,7	123,0	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	123,9	124,2	124,3	124,3	124,4	124,6	124,8	125,0	125,2	125,3	124,4
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

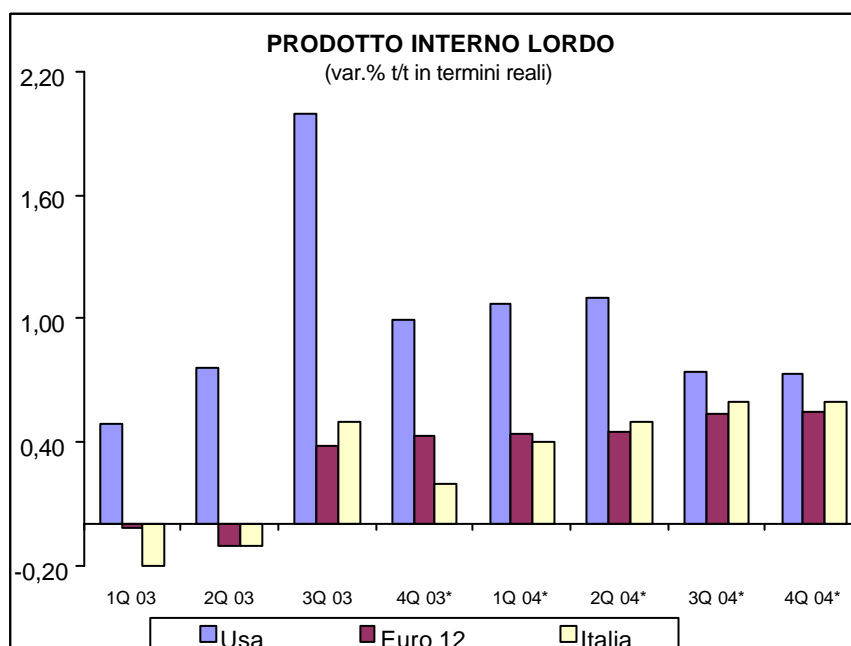
#### AREA EURO

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

#### ITALIA

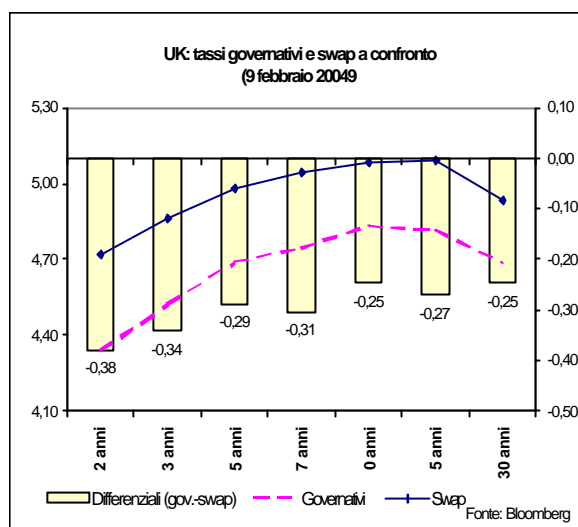
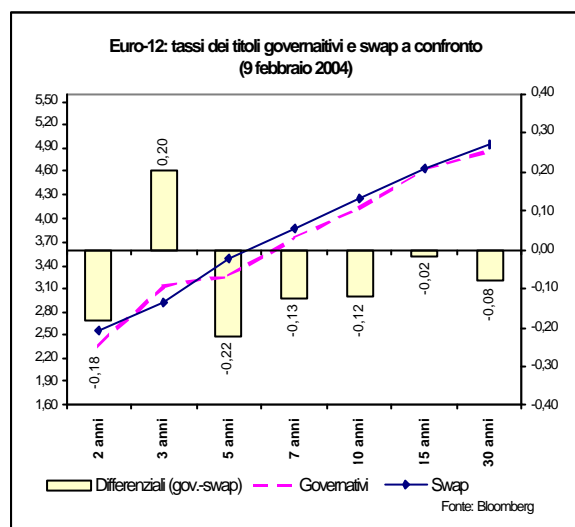
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,8	1,6	2,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,5	1,2	1,8	2,4

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.071
Italia	1.254



## PANORAMA TASSI & EURO

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



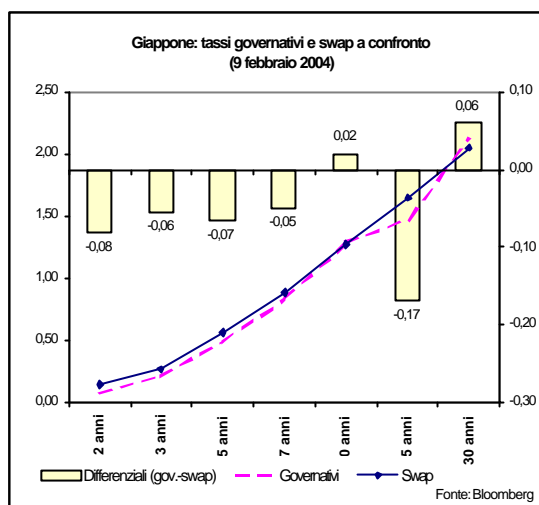
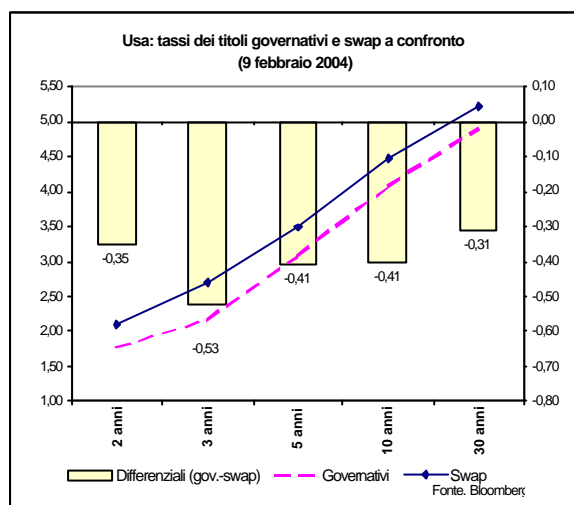
### Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	6/2/04	- 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	1,253	1,238	1,276	1,081	1,049	1,179	1,2	-1,8	15,9	19,5
Canada	1,677	1,652	1,634	1,648	1,655	1,800	1,5	2,6	1,7	1,3	-6,9
Australia	1,646	1,640	1,654	1,831	1,856	1,910	0,4	-0,5	-10,1	-11,3	-13,8
Nuova Zelanda	1,828	1,863	1,893	1,974	1,998	2,223	-1,9	-3,5	-7,4	-8,5	-17,8
Giappone	133,5	131,1	135,5	129,6	124,4	133,7	1,9	-1,4	3,0	7,4	-0,1
Argentina	3,760	3,634	3,643	3,440	3,531	1,180	3,5	3,2	9,3	6,5	218,7
Svizzera	1,569	1,563	1,567	1,467	1,452	1,617	0,4	0,2	7,0	8,1	-2,9
Regno Unito	0,683	0,685	0,700	0,659	0,651	0,711	-0,2	-2,4	3,6	5,0	-3,9
Svezia	9,118	9,194	9,128	9,199	9,153	9,470	-0,8	-0,1	-0,9	-0,4	-3,7
Danimarca	7,451	7,450	7,447	7,433	7,429	7,450	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0
Norvegia	8,736	8,719	8,566	7,515	7,276	8,855	0,2	2,0	16,2	20,1	-1,3
Cipro	0,586	0,586	0,586	0,580	0,573	0,582	0,0	0,0	1,1	2,3	0,7
Repubblica Ceca	33,21	33,32	32,38	31,64	31,58	35,11	-0,3	2,6	4,9	5,2	-5,4
Estonia	15,65	15,65	15,64	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	268,5	264,6	260,2	245,4	236,3	251,5	1,5	3,2	9,4	13,6	6,7
Lettonia	0,667	0,663	0,675	0,624	0,614	0,667	0,7	-1,2	6,9	8,7	0,1
Lituania	3,453	3,454	3,454	3,452	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,431	0,421	0,418	0,443	0,0	-0,6	2,0	2,5	-3,2
Slovacchia	40,70	40,93	40,88	41,76	41,50	42,99	-0,5	-0,4	-2,5	-1,9	-5,3
Slovenia	237,3	237,3	237,0	231,1	230,2	189,0	0,0	0,1	2,7	3,1	25,5
Polonia	4,8623	4,775	4,692	4,154	4,021	4,071	1,8	3,6	17,1	20,9	19,4
Russia	36,28	35,44	37,26	34,49	33,53	25,32	2,4	-2,6	5,2	8,2	43,3
EURO	92,5	91,5	93,1	86,2	84,5	93,3	1,1	-0,6	7,2	9,5	-0,9

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						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	6/2/04	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
<b>Canada</b>	1,323	1,324	1,286	1,517	1,572	1,598	0,0	-2,8	14,7	18,8	20,7
<b>Australia (*)</b>	0,771	0,763	0,769	0,591	0,562	0,516	1,0	0,3	30,3	37,2	49,4
<b>Nuova Zelanda (*)</b>	0,695	0,675	0,672	0,549	0,524	0,425	3,0	3,4	26,6	32,5	63,4
<b>Giappone</b>	105,5	105,8	106,2	119,9	118,8	131,8	0,2	0,6	13,6	12,6	24,9
<b>Corea del Sud</b>	1.167	1.174	1.194	1.174	1.200	1.320	0,5	2,3	0,6	2,8	13,1
<b>Filippine</b>	55,96	55,88	55,18	53,98	53,60	51,60	-0,1	-1,4	-3,5	-4,2	-7,8
<b>Indonesia</b>	8.456	8.456	8.337	8.869	8.950	10.370	0,0	-1,4	4,9	5,8	22,6
<b>Singapore</b>	1,685	1,694	1,696	1,740	1,734	1,849	0,5	0,6	3,2	2,9	9,7
<b>Thailandia</b>	39,05	39,25	39,19	42,76	43,11	44,05	0,5	0,4	9,5	10,4	12,8
<b>Cina</b>	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>India</b>	45,29	45,29	45,63	47,74	47,97	48,27	0,0	0,8	5,4	5,9	6,6
<b>Argentina</b>	2,96	2,93	2,86	3,15	3,36	1,00	-0,9	-3,1	6,4	13,7	-66,3
<b>Brasile</b>	2,95	2,93	2,87	3,59	3,54	2,30	-0,4	-2,7	21,9	20,2	-22,1
<b>Cile</b>	595,3	584,1	565,6	743,0	720,3	646,3	-1,9	-5,0	24,8	21,0	8,6
<b>Colombia</b>	2.755	2.738	2.766	2.957	2.867	2.297	-0,6	0,4	7,3	4,1	-16,6
<b>Messico</b>	11,11	11,02	10,97	10,88	10,46	9,11	-0,8	-1,3	-2,1	-5,8	-18,0
<b>Perù</b>	3,49	3,50	3,46	3,49	3,50	3,44	0,2	-0,9	-0,1	0,3	-1,5
<b>Uruguay</b>	29,62	29,41	29,07	28,60	27,20	14,75	-0,7	-1,9	-3,4	-8,2	-50,2
<b>Venezuela</b>	2.998	3.076	2.901	1.598	1.387	759	2,6	-3,2	-46,7	-53,7	-74,7
<b>Israele</b>	4,47	4,49	4,38	4,86	4,75	4,48	0,5	-1,8	8,9	6,3	0,3
<b>Sud Africa</b>	6,97	7,07	6,46	8,38	8,57	12,37	1,4	-7,3	20,2	23,0	77,5
<b>Turchia</b>	1.336.015	1.340.225	1.366.674	1.631.502	1.643.699	1.429.847	0,3	2,3	22,1	23,0	7,0
<b>Area dell'Euro (*)</b>	1,253	1,238	1,276	1,081	1,049	0,904	1,2	-1,8	15,9	19,5	38,7
<b>Regno Unito (*)</b>	1,848	1,825	1,821	1,638	1,610	1,439	1,3	1,5	12,8	14,8	28,4
<b>Svizzera</b>	1,234	1,257	1,232	1,354	1,383	1,650	1,8	-0,2	9,7	12,1	33,7
<b>Danimarca</b>	5,87	5,97	5,85	6,86	7,08	8,28	1,8	-0,2	17,0	20,7	41,2
<b>Norvegia</b>	6,94	7,04	6,72	6,95	6,97	8,87	1,4	-3,3	0,1	0,3	27,7
<b>Svezia</b>	7,19	7,39	7,15	8,48	8,69	10,28	2,8	-0,5	18,0	20,9	43,0
<b>Russia</b>	28,49	28,49	29,45	31,84	31,78	30,14	0,0	3,4	11,7	11,6	5,8
<b>Polonia</b>	3,82	3,85	3,65	3,85	3,81	3,96	1,0	-4,4	0,9	-0,1	3,7
<b>Repubblica Ceca</b>	26,50	26,89	25,38	29,26	30,14	35,27	1,5	-4,2	10,4	13,7	33,1
<b>Ungheria</b>	210,5	211,1	204,5	227,0	224,9	272,9	0,3	-2,8	7,9	6,8	29,6
<b>DOLLARO USA</b>	94,3	95,3	93,7	108,3	110,5	122,0	-1,0	0,6	-12,9	-14,7	-22,7

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 10 AL 16/2 2004)

D. Felicetti ☎ 06-4702 8424 - [daniela.felicetti@bnlmail.com](mailto:daniela.felicetti@bnlmail.com)

GIORNO	EVENTI
Martedì 10	Area Euro: riunione Ecofin Area Euro: intervento di Tumpel-Gugerehl della Bce a Francoforte
Mercoledì 11	Regno Unito: rapporto sull'inflazione Stati Uniti: Greenspan presenta alla Camera il rapporto semestrale sulla politica monetaria ☺
Giovedì 12	Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile Stati Uniti: Greenspan presenta al Senato il rapporto semestrale sulla politica monetaria
Venerdì 13	Area Euro: la Commissione Europea pubblica le previsioni Stati Uniti: mercati chiusi

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 10	Regno Unito	Bilancia commerciale (globale)	dicembre	- £ 4,36 mld	- £ 4,16 mld
		Bilancia commerciale (non UE)	dicembre	- £ 2,35 mld	- £ 2,40 mld
Mercoledì 11	Germania	Bilancia commerciale	dicembre	10,4 mld di euro	8,6 mld di euro
	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	dicembre	3,5% a/a	3,7% a/a
		Variazione num. disoccupati	gennaio	-8.300	-5.000
		Tasso di disoccupazione	gennaio	3,0%	3,0%
Giovedì 12	Germania	Pil ☺	IV tr. 03	0,2% t/t;-0,2% t/t	0,3% t/t;0,1% a/a
	Francia	Pil	IV tr. 03	0,4% t/t;-0,3% a/a	0,4% t/t;0,4% t/t
		Produzione industriale	dicembre	-0,4% m/m;1,2% a/a	0,6% m/m;2,1% a/a
Venerdì 13	Francia	Bilancia commerciale	dicembre	0,41 mld di euro	0,43 mld di euro
	Italia	Produzione industriale	dicembre	0,3% m/m;0,3% a/a	0,2% m/m;0,3% a/a
		Pil ds	IV tr. 03	0,5% t/t;0,6% a/a	0,4% t/t;0,6% a/a
	Area Euro	Pil ds	IV tr. 03	0,4% t/t;0,3% a/a	0,4% t/t;0,7% a/a

### STATI UNITI E GIAPPONE

Martedì 10	Giappone	Fiducia consumatori di Tokyo	gennaio	42,9	44,3
		Spese per consumi	dicembre	0,7% a/a	0,4% a/a
Giovedì 12	Giappone	Partite correnti	dicembre	Yen 1.482 mld	Yen 1.528 mld
		Ordini di macchinari	dicembre	-7,8% m/m;13,4% a/a	2,6% m/m;11,8% a/a
	Stati Uniti	Scorte delle imprese	dicembre	0,3% m/m	0,5% m/m
		Richieste sussidio di disoccupazione	7 febbraio	356.000	350.000
		Vendite al dettaglio ☺	gennaio	0,5% m/m	-0,3% m/m
		Vendite al dettaglio (escl.auto) ☺	gennaio	0,1% m/m	0,3% m/m
		Fabbisogno mensile	gennaio	\$ 10,6 mld	\$ 3,0 mld
Venerdì 13	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	gennaio	1,9% a/a	0,7% a/a
		Bilancia commerciale	dicembre	- \$ 38,0 mld	- \$ 40,8 mld
		Indice di fiducia Università Michigan	febbraio	103,8	103,0