

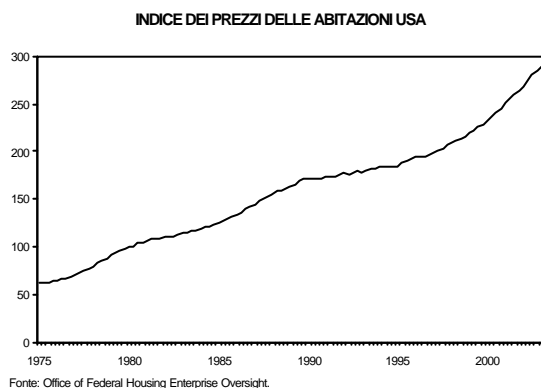
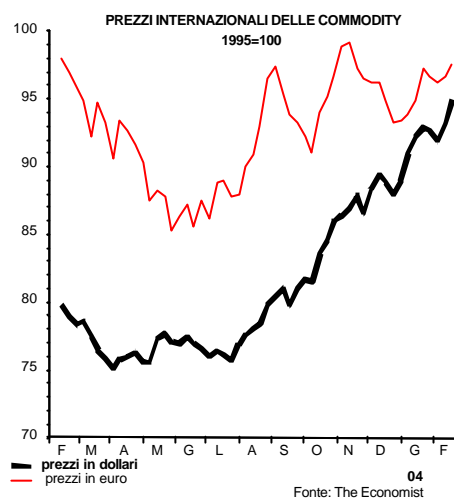
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**24 febbraio 2004**  
**n. 7 - 2004**

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

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

le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca



- ✓ Crescono i prezzi delle commodity sui mercati mondiali. E' soprattutto il riflesso di una crescita economica che si mostra vivace e bisognosa di materie prime negli USA come in Cina e in Giappone. Ceteris paribus, l'ancoraggio della valuta cinese al dollaro contribuisce a contenere spinte rialziste che altrimenti potrebbero rivelarsi ancora più intense.
- ✓ Crescono negli USA i prezzi delle case. E contribuiscono a sostenere il tenore di vita delle famiglie americane che sono per circa il 70% proprietarie delle abitazioni in cui vivono.

## USA: LA CASA E' ANCORA IL SOGNO DELLE FAMIGLIE

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

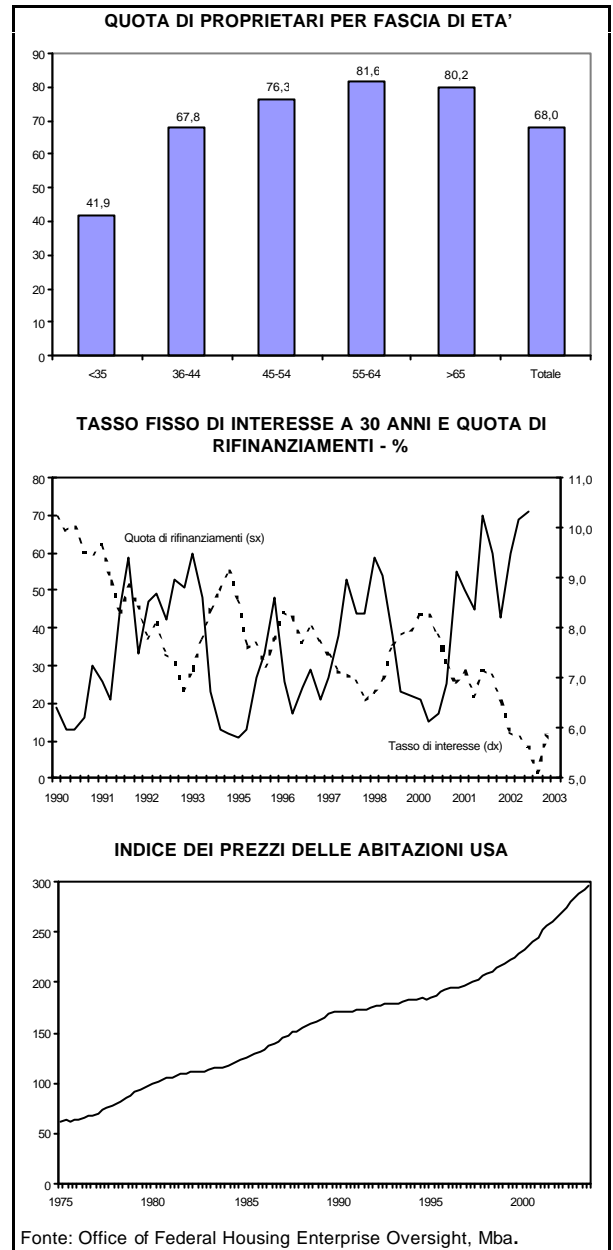
- A giugno 2003 negli Stati Uniti la percentuale di coloro che vivono in case di proprietà era al 68%. Secondo un'indagine dell'Università del Michigan ricorrono ad un mutuo ipotecario il 63% dei proprietari per un importo medio di \$100.000.
- Un livello dei tassi storicamente contenuto, innovazioni tecnologiche e forti aumenti nel valore delle abitazioni hanno reso particolarmente intenso il rifinanziamento di mutui esistenti.

Negli Stati Uniti la percentuale di coloro che vivono in casa di proprietà è pari al 68% (giugno 2003), nella fascia di età superiore ai 55 anni la percentuale supera l'80%. La quota di effettiva proprietà, ovvero il saldo tra il valore dell'abitazione e la quota finanziata attraverso mutuo, è però scesa dal 70% del 1982 al 56% del 2002. Secondo un'indagine dell'Università del Michigan (2002) il 63% circa dei proprietari di abitazione ha acceso un prestito ipotecario, per un importo medio di \$100.000. Questi indicatori sottolineano la crescente rilevanza dei mutui fondiari delle famiglie (\$6.651 mld.) attualmente pari al 60% del Pil del paese (solamente nel 2000 era il 50% circa). Per confronto, nell'area euro l'analogo rapporto è attualmente al 33%, sebbene anche nel nostro continente negli anni più recenti la concessione di finanziamenti destinati all'acquisto sia stata molto intensa dell'abitazione (€2.335mld.).

D'altra parte, la proprietà immobiliare negli Stati Uniti è fortemente incentivata per i vantaggi di stabilità sociale ed integrazione che è in grado di assicurare. Il piano strategico 2003-2008 dell'HUD (*Housing and Urban Department*) prevede di facilitarne l'acquisto, in particolare per le famiglie più disagiate, con l'obiettivo di far accedere alla proprietà ulteriori 5,5 milioni di famiglie entro il 2010.

Negli Stati Uniti la crescita dei mutui fondiari delle famiglie si è accentuata nel recente passato anche per l'intensificarsi della pratica del rifinanziamento, processo sostenuto dalla concomitanza di diversi fattori, fra cui ovviamente il favorevole livello raggiunto dai tassi di interesse. Si calcola che chi avesse acceso un mutuo di \$150.000 nel 2000 e ne avesse ricontrattato il tasso nel luglio 2003, avrebbe risparmiato mensilmente \$304. La riduzione dei costi delle transazioni, l'incremento del valore degli immobili e l'eliminazione di penali per l'estinzione anticipata, hanno nell'insieme contribuito alla diffusione dei rifinanziamenti. Circa la metà dei detentori di mutuo ha rinnovato almeno una volta il proprio debito, sovente variando gli importi (il 45% dei richiedenti) e/o allungandone la scadenza (74%). L'effetto complessivo di tali modifiche ha comportato, per la maggior parte dei contraenti (52%) una riduzione della rata mensile mentre per altri (26%) una rata più alta, dovuta però al maggiore importo richiesto. In effetti è di circa \$25.000 l'ammontare medio aggiuntivo domandato rispetto al mutuo preesistente, importo utilizzato prevalentemente per lavori di ristrutturazione e per il pagamento di altri debiti, con una quota comunque consistente destinata a nuovi consumi (acquisto di autoveicoli, vacanze, spese per istruzione e mediche).

Tra gli elementi che influiscono sulla decisione di rifinanziamento emerge l'ammontare del reddito disponibile seguito poi dalla consistenza del mutuo residuo, dalle caratteristiche demografiche e dalle prospettive future. La valutazione di queste variabili, infatti, a volte, costituisce un freno alla richiesta di rifinanziamento: i proprietari con redditi bassi risultano meno propensi a causa sia dei costi da sostenere che del merito creditizio che potrebbe risultare ridotto rispetto al periodo in cui è stato ottenuto il precedente finanziamento; per i mutui residui inferiori ai \$50.000 potrebbe non risultare conveniente l'analisi costi/benefici; i proprietari più anziani potrebbero ritenere non ammortizzabili i costi connessi alla nuova operazione mentre l'inverso accade alle famiglie con figli minorenni. Nel complesso però l'intenso processo di rifinanziamento di questi anni non ha precedenti negli Stati Uniti. Infatti, agli inizi degli anni '90, una discesa dei tassi di interesse analoga all'attuale (oltre 3 punti percentuali in meno dal 2000 ad oggi) non produsse la stessa dinamica nel processo di rifinanziamento. Alcune innovazioni hanno modificato il dispiegarsi del processo. Le istituzioni creditizie attraverso l'applicazione di modelli di *credit scoring* hanno ridotto i tempi di valutazione del merito creditizio e diminuito i costi relativi alla concessione di un nuovo mutuo, mentre l'utilizzo di Internet consente alla clientela di confrontare le diverse condizioni applicate dai vari istituti. Non è possibile stabilire con precisione quanto della crescita attuale dei consumi delle famiglie americane sia attribuibile alle maggiori disponibilità derivate dai rifinanziamenti. Si deve comunque prendere atto del forte aumento del valore delle abitazioni (+45% dal 1997 al 2002). L'eventualità di una riduzione di tale valore sembra assai limitata considerando che fino ad oggi l'indice dei prezzi delle abitazioni non ha mai riportato brusche cadute e che il mercato americano delle abitazioni ha la caratteristica di essere un mercato locale e non nazionale.

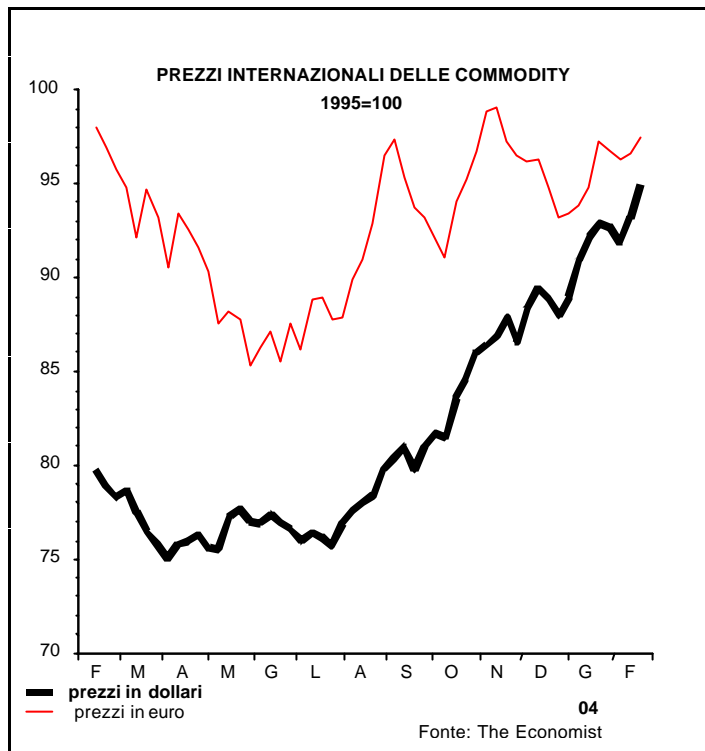


## IL VENTO DELL'ASIA SOFFIA SULLE COMMODITY

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

- Negli ultimi dodici mesi i prezzi in dollari delle *commodity* sono aumentati in media di oltre il 20%. La forte domanda cinese e l'indebolimento della divisa statunitense sono stati i principali responsabili dei rialzi delle quotazioni.
- Gli aumenti dei prezzi dei metalli intervenuti nell'ultimo periodo dovrebbero replicarsi, se non addirittura ampliarsi, nel corso del 2004. In particolare, i prezzi in dollari degli acciai e del nickel potranno evidenziare una progressiva accelerazione a seguito della nuova fase di ripresa dell'attività industriale a livello globale.

Le quotazioni espresse in dollari delle *commodity* sono in forte aumento. Nelle ultime settimane sono state evidenziate quotazioni record per alcuni metalli non ferrosi: il rame, il cui prezzo di 3 mila dollari la tonnellata non si registrava dal 1995; il piombo si è portato a ridosso dei mille dollari, circa il 30% in più rispetto alla quotazione di inizio 2004; il nickel continua a mantenere quotazioni tra i 12 e i 13 mila dollari la tonnellata. Negli ultimi dodici mesi, l'incremento medio annuo dei prezzi in dollari delle *commodity* è stato pari a oltre il 20%, con una particolare accelerazione a partire dalla scorsa estate. Il forte apprezzamento della divisa europea sul dollaro ha fatto sì che le quotazioni in euro a febbraio 2004 restassero pressoché invariate rispetto



a quelle di un anno prima. Sono diversi i fattori che hanno determinato i rilevanti rialzi sui mercati delle materie prime. Primo fra tutti, la forte crescita della domanda cinese sui mercati mondiali, che ha compensato, almeno in parte, la stagnazione del comparto manifatturiero occidentale. La Cina è divenuto primo consumatore mondiale non solo di acciaio, ma anche di gran parte dei metalli non ferrosi, primo fra tutti il rame, ed assume un ruolo determinante nel consumo di molte *commodity* del settore agricolo come il cotone e la gomma naturale. Il ruolo opposto, di calmieratore delle tensioni sui prezzi, viene invece svolto dalla Cina nel settore dell'alluminio, dove il paese asiatico resta un importante esportatore netto. Non a caso, l'alluminio è il metallo meno interessato ai rialzi delle quotazioni avvenuti nel comparto dei non ferrosi. Nel 2003, l'aumento delle quotazioni in dollari maggiormente interessato dalla domanda asiatica ha riguardato i prodotti della filiera siderurgica: rottami (38%) e acciai (30%), il nickel (40%), il rame (14%) e alcuni materiali agricoli come cotone (45%), gomma naturale (34%) e lana (15%), interessati anche da alcuni vincoli dal lato dell'offerta. Più contenuti sono stati invece gli incrementi di alluminio e zinco (inferiori al 5%), metalli contraddistinti dal perdurare di rilevanti problemi di surplus produttivo.

Oltre alla domanda asiatica, anche il deprezzamento della divisa statunitense ha influenzato in senso rialzista i prezzi delle principali *commodity*, attraverso un aumentato potere d'acquisto (effetto di domanda) da parte delle aree la cui valuta si è apprezzata nei confronti del dollaro. Va sottolineato che se le divise asiatiche fossero lasciate libere, almeno in parte, di apprezzarsi nei confronti del biglietto verde, si creerebbe un ulteriore potenziale di crescita dei prezzi in dollari delle *commodity* proprio ad effetto del maggior potere d'acquisto da parte dei consumatori asiatici sui mercati mondiali. Vista, dunque, l'importanza della Cina nel determinare la domanda mondiale di materie prime, il rischio di un apprezzamento del tasso di cambio della divisa cinese non è da sottovalutare per i possibili effetti rialzisti sui prezzi.

Gli aumenti delle quotazioni dei metalli intervenuti nell'ultimo periodo dovrebbero replicarsi, se non addirittura ampliarsi, nel corso del 2004. In particolare, i prezzi in dollari degli acciai potrebbero evidenziare una progressiva accelerazione a seguito della nuova fase di ripresa dell'attività industriale a livello globale. Tra i non ferrosi, il rame tenderà a consolidare le quotazioni raggiunte nel corso del 2003, sostenute anche dalle politiche restrittive dei principali produttori. I crescenti consumi cinesi e le migliorate prospettive globali potrebbero portare nel corso del 2004 ad un aumento della capacità produttiva utilizzata e quindi a una ripresa dell'attività produttiva. I recuperi previsti per la produzione di nickel nell'anno in corso non saranno sufficienti a soddisfare la domanda effettiva. L'espansione dell'offerta del metallo sarà infatti limitata dalla capacità disponibile. Il deficit produttivo potrebbe dunque inasprirsi nel 2004 con un effetto rialzista sui prezzi di un ulteriore 25%. Anche le quotazioni del piombo dovrebbero riflettere il persistere di un rilevante deficit di produzione, con probabilità di crescita superiori ad altri non ferrosi come alluminio e zinco, caratterizzati dal permanere di una situazione di surplus. Tra le *commodity* non metallifere, incrementi particolarmente consistenti dovrebbero interessare la gomma naturale, la pasta per carta e le pelli.

## SOLIDE E BRILLANTI LE GRANDI BANCHE SVIZZERE

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

- **Il consuntivo 2003 delle due maggiori banche svizzere si presenta complessivamente favorevole. In termini di ROE netto il Crédit Suisse è al 17,2%, UBS al 18,2%.**
- **I due grandi gruppi svizzeri archiviano, quindi, la difficile parentesi del 2002, anno in cui il Crédit Suisse aveva chiuso il bilancio con una perdita di oltre 2 mld di euro.**
- **I conti dei due maggiori operatori bancari svizzeri sono strutturalmente più esposti alle dinamiche finanziarie che non all'andamento della domanda di credito. I profitti da operazioni finanziarie e gli altri ricavi da servizi alimentano oltre due terzi dei ricavi totali. In tutti i più rilevanti comparti dell'intermediazione finanziaria, tanto nel mercato americano quanto in quello europeo, UBS e Crédit Suisse si collocano tra gli operatori leader.**

Il consuntivo 2003 delle due maggiori banche svizzere si presenta complessivamente favorevole. Lo scorso anno, infatti, l'utile netto del Crédit Suisse ha superato i 3,3 mld di euro, quello di UBS ha sfiorato i 4,1 mld di euro. Il forte aumento (+30%) del dividendo deciso da UBS segnala la convinzione di poter confermare questi risultati anche nel prossimo futuro.

Sotto il profilo del ROA (rapporto tra risultato operativo e attivo a rischio) entrambi i gruppi sono poco al di sotto del 3,2%. In termini di ROE netto il Crédit Suisse è al 17,2%, UBS al 18,2%. Questi due ultimi valori sarebbero anche più alti se i due gruppi non continuassero ad operare con un patrimonio ben al di sopra dei minimi richiesti dalla BRI o di quanto verificabile per molti concorrenti. A fine 2003, il coefficiente di patrimonializzazione totale era al 17,4% per il Crédit Suisse e al 12,8% per UBS; entrambi possono vantare un *tier 1* a due cifre, 11,7% e 12,8%, rispettivamente.

Con questi consuntivi i due grandi gruppi svizzeri hanno superato la difficile parentesi del 2002, una congiuntura particolarmente severa per il Crédit Suisse che da un lato aveva dovuto fronteggiare forti difficoltà nel settore assicurativo (perdite per quasi 700 mln di euro), dall'altro era stata chiamata a pagare multe e indennizzi (quasi € 570 mln) per il coinvolgimento della sua *investment bank* (Crédit Suisse First Boston) negli scandali venuti alla luce con il caso Enron. Il 2002 si era quindi chiuso per il Crédit Suisse con una perdita netta di quasi 2,3 mld di euro. Meno grave in quell'anno l'appannamento dei conti di UBS sanzionato in misura assai più ridotta (€ 76mln) per gli scandali societari negli USA. Sul risultato ufficiale 2002 di UBS pesava l'azzeramento del valore del *brand* di una sua controllata (Paine Webber) ma questa è una decisione dai riflessi unicamente contabili (onere dopo le tasse di € 660mln).

A propiziare il recupero di profittabilità dei due gruppi svizzeri è stato il più favorevole orientamento dei mercati finanziari verso i quali entrambi sono fortemente esposti. Nell'ultimo biennio, al totale dei ricavi i profitti da operazioni finanziarie hanno contribuito in media per il 12% (7,0% per maggiori gruppi italiani) e l'insieme degli altri ricavi da servizi per il 57% (41% nel caso italiano). Per avere qualche dettaglio in più su quest'ultimo aggregato è sufficiente scorrere le graduatorie dei principali comparti dell'intermediazione finanziaria mondiale: UBS e Crédit Suisse si collocano tra i primi dieci operatori, tanto nel mercato americano quanto in quello europeo, per le emissioni azionarie, per quelle obbligazionarie *investment grade*, per il coinvolgimento in operazioni di fusione e acquisizione, per la capacità d'intermediazione sui mercati azionari. Nel mercato dei cambi, infine, sono, rispettivamente, il primo e il sesto operatore mondiale.

La fine della congiuntura sfavorevole è stata ben percepita dal mercato azionario: rispetto al minimo di marzo 2003, le quotazioni di Crédit Suisse e di UBS risultano ora accresciute, rispettivamente, del 94% e del 76%, a fronte di un aumento del 47% del corrispondente indice europeo (DJ Stoxx banche Europa). Nel valutare questi andamenti due considerazioni sono opportune: la quotazione attuale di UBS è al di sopra (+14%) di quella registrata a inizio 2002, risultato non conseguito né dal Crédit Suisse (-34%) né dall'indice assunto come riferimento (-6,6%); la capitalizzazione di mercato di UBS è 2,8 volte il valore contabile, quella del Crédit Suisse "solo" 1,8 volte.

Negli anni più recenti i due gruppi hanno perseguito progetti di crescita in parte diversi. UBS nel 1998 ha acquisito il controllo di Swiss Bank Corp, allora il terzo grande gruppo bancario svizzero (attivo totale di oltre \$ 300 mld). Crédit Suisse si è, invece, impegnato in un processo di diversificazione del suo portafoglio attività acquisendo quasi nello stesso periodo il controllo di Winterthur, un gruppo assicurativo attivo a livello internazionale sia nel ramo danni sia nel ramo vita. Processi di integrazione così rilevanti comportano sempre difficoltà. Quelle evidenziate nei conti 2002 hanno indotto il Crédit Suisse a rivedere l'intera struttura del gruppo, processo concluso con la decisione di vendere alcune delle partecipate assicurative, Winterthur Italia al gruppo Unipol e Churchill alla Royal Bank of Scotland. A queste due operazioni, che hanno determinato incassi per circa 3 mld di euro, si deve aggiungere anche quella di Pershing, un importante operatore del mercato finanziario americano venduto (al di sotto del valore contabile) alla Bank of New York per 2.150 mln. di euro.

Le principali operazioni perfezionate nel 2003 da UBS sono state di taglia minore e tutte sotto forma di acquisto: una negli Stati Uniti per 220 mln di euro (la società di brokeraggio della ABN Amro), l'altra in Europa per un importo simile (una società di gestione patrimoniale del Crédit Lyonnais).

## FILIPPINE: AVANTI ADAGIO VERSO LE ELEZIONI

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

- **L'attestarsi del tasso di crescita del Pil su buoni livelli, l'inflazione molto contenuta e i bassi tassi di interesse non appaiono sufficienti a rilanciare l'economia filippina. Le elezioni del maggio prossimo condizioneranno la condotta politica del 2004 rallentando ulteriormente le riforme strutturali più volte promesse.**
- **Permane un deficit pubblico molto elevato. Nonostante il miglioramento delle relazioni internazionali, rimane aperto il problema della presenza di focolai di rivolta interni, specie nella parte a sud del paese.**
- **Il peso continuerà a rimanere relativamente debole nei confronti del dollaro, favorendo le esportazioni specie di prodotti elettronici. La forte dipendenza dell'export dalle importazioni consentirà tuttavia una riduzione solo parziale del deficit commerciale.**

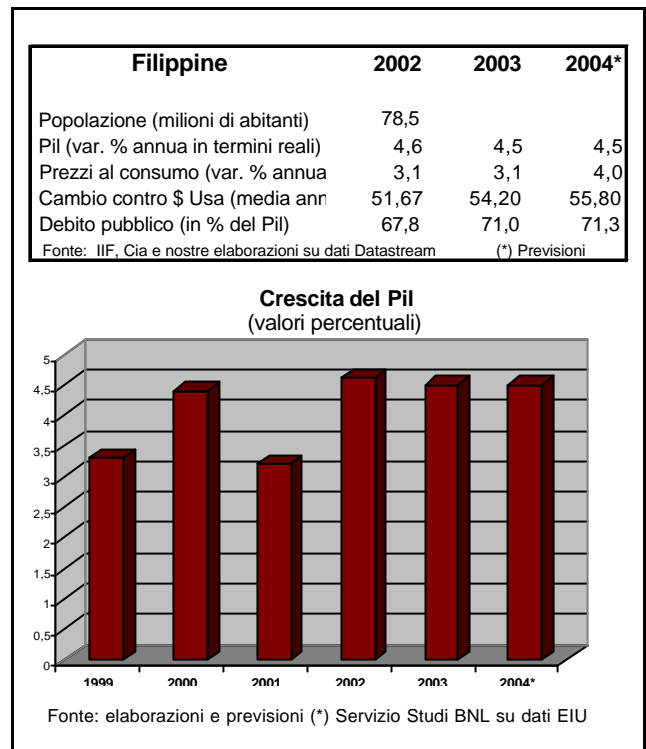
Il quadro economico per le Filippine presenta un andamento incerto in attesa dei risultati delle elezioni parlamentari e presidenziali fissate per il mese di maggio 2004. Tra i sei principali candidati per la presidenza, l'unico rivale credibile per l'attuale presidente Gloria Macapagal Arroyo sembra essere il popolare attore locale Fernando Poe. A livello politico permangono una serie di conflitti irrisolti che continueranno a caratterizzare lo scenario politico interno probabilmente per tutta la durata della campagna elettorale.

Le relazioni internazionali hanno beneficiato del ruolo attivo svolto dal paese al fianco degli Stati Uniti nella lotta contro il terrorismo. Anche i rapporti con il Giappone si sono rinforzati ed è in discussione tra i due paesi la possibilità di creare un accordo di libero scambio. Il principale problema economico rimane il livello molto alto del deficit pubblico che nel 2003 è risultato pari 3,7 mld. di Usd e al 4,6% del Pil. Il debito pubblico che solo nel 1999 ammontava al 59,3% del Pil ha raggiunto nel 2003 il 71%. Iniziative significative per il rientro di questi valori appaiono poco probabili a pochi mesi dalle elezioni. Il ministro del Tesoro ha ammesso che l'obiettivo di raggiungere il pareggio del bilancio entro il 2009 è stato troppo ambizioso, afferma tuttavia che entro i prossimi cinque anni il debito pubblico passerà dall'attuale 71% al 50% del Pil.

Se il deficit costituisce una delle debolezze strutturali, il motivo è da ricercarsi anche nelle grandi difficoltà incontrate per elevare il gettito della tassazione che rimane al di sotto del livello potenziale. Da questo punto di vista, ormai da tempo sono allo studio una ristrutturazione del *Bureau of Internal Revenue* fondata sui modelli di *best practice* internazionali, una riorganizzazione del sistema delle imposte e una serie di azioni nei confronti degli evasori fiscali. La lentezza sin qui dimostrata dal governo nell'adozione di riforme difficilmente potrà cambiare nell'anno elettorale, in particolare con provvedimenti di natura fiscale che potrebbero creare malcontento negli elettori.

Il Pil nel 2003 ha registrato una crescita annua del 4,5%, valore atteso anche per il 2004, durante il quale la ripresa di una domanda più sostenuta di prodotti elettronici sosterrà la crescita delle esportazioni, anche se permangono i timori per la competizione in questo settore con i prodotti del "made in China". Nel corso del 2003 le attese di una ripresa dell'export sono andate deluse. I primi undici mesi del 2003 hanno visto un tasso di crescita molto modesto, pari allo 0,5%. In termini assoluti l'export passerà dai 34,6 mld. di dollari del 2003 a 38,2 mld. di dollari nel 2004, tuttavia poiché le esportazioni sono fortemente legate all'import, il miglioramento del deficit commerciale rimarrà contenuto. La definizione di uno scenario politico più chiaro dopo le elezioni costituisce un elemento indispensabile per una ripresa degli investimenti sia nazionali che esteri. Rimarrà molto elevato il flusso delle rimesse dai filippini che lavorano all'estero.

Il tasso di inflazione ha chiuso il 2003 con un valore medio del 3,1% su base annua, ben al di sotto del target governativo del 4,5-5,5%. Nel 2004 alcuni aggiustamenti tariffari e un peso relativamente debole potrebbero spingere i prezzi in leggero rialzo portando il tasso di inflazione su valori prossimi al 4%. Il peso filippino che a giugno del 2003 era scambiato a 53,4 pesi per 1 Usd, si è indebolito progressivamente fino a giungere a una quotazione di 56,1 per 1 Usd in gennaio. La valuta rimarrà vulnerabile a possibili shock sia sul fronte elettorale che su quello della sicurezza e dei problemi legati ai ribelli. Nel complesso si prevede un tasso medio di 55,5-56 pesi per Usd nel 2004 a fronte dei 54,2 pesi per 1 Usd nel 2003.



## UN 2004 IN RIPRESA PER IL SUD AFRICA

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

- Nell'anno in corso, decimo anniversario della fine dell'apartheid, il Sud Africa dovrebbe ritornare a crescere ad un tasso del 2,4%, grazie alla ripresa delle esportazioni e della domanda interna.
- Il 2003 è stato caratterizzato da una politica monetaria espansiva che ha portato i tassi di interesse ai minimi degli ultimi 22 anni e dal rientro dell'inflazione nella banda prefissata.
- L'eliminazione del "forward book" dovrebbe aumentare la fiducia dei mercati e rendere possibile il miglioramento del rating.

Il 2003 ha segnato un marcato rallentamento della crescita del PIL stimata all'1,8%, di gran lunga al di sotto del tasso medio di crescita degli ultimi cinque anni, pari al 2,4%. Le principali cause del rallentamento sono il rafforzamento della valuta e la contrazione dei settori manifatturiero e agricolo. Il 2003 è stato caratterizzato da una politica monetaria espansiva, che con un taglio dei tassi complessivo pari a 550 punti base ha portato il tasso di riferimento al minimo degli ultimi 22 anni (8%). Inoltre l'inflazione, misurata dal CPIX, è tornata sotto controllo al 4% a/a. Un livello dell'inflazione all'interno della banda prefissata (*inflation targeting* al 3-6%) è un risultato di rilievo se si considera che, da quando è stato fissato il target, il CPIX è stato quasi sempre al di sopra della banda prevista. A meno che la valuta dovesse mostrare forti segnali di rafforzamento contro il dollaro, la fase di politica monetaria espansiva dovrebbe essere terminata e si attende un'inversione del trend con un aumento dei tassi a fine anno.

Il 2004 dovrebbe presentare migliori prospettive con una maggiore crescita economica (+2,4%) accompagnata da una risalita dell'inflazione rispetto al dato corrente, ma inferiore all'anno precedente (CPIX al 6,8%, 9,3% nel 2002) grazie ad una ripresa dell'economia globale e della domanda interna e ad una valuta più debole. Le politiche di apertura verso l'estero hanno consentito all'economia del paese di divenire nell'ultimo decennio più sensibile all'andamento dell'economia mondiale, presentando una quota delle esportazioni sul PIL pari al 34% nel 2002 contro il 21% del 1993. Dovrebbe essere proprio la ripresa internazionale infatti a spingere la domanda di materie prime, in particolare di metalli di base e di preziosi, che costituiscono il 45% delle esportazioni del Sud Africa. In particolare, il Sud Africa, il più grande paese produttore di platino al mondo, copre il 60% della domanda globale e il platino è, dopo l'oro, il secondo bene esportato dal paese (quota del 7% delle esportazioni). Negli anni a venire ci si aspetta un ulteriore incremento della domanda di platino soprattutto grazie alla crescente vendita di automobili diesel in Europa, la cui incidenza sulle auto di nuova produzione è passata dal 14% degli anni '90 al 42% del 2003.

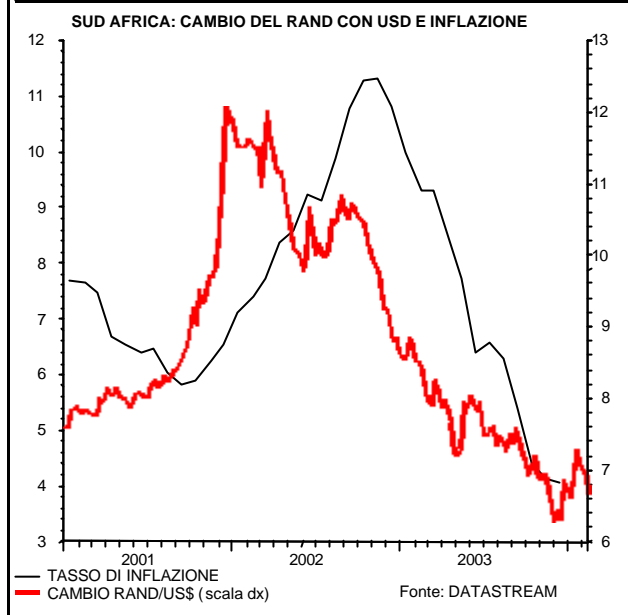
Tuttavia diversi sono i fattori che potranno ostacolare il raggiungimento delle ottimistiche previsioni governative di crescita del PIL al 2,9% rilasciate a fine febbraio, prima fra tutti la siccità che sta colpendo il paese, destinata a danneggiare l'agricoltura, settore che pur rappresentando solo il 4% del PIL, impiega l'11,2% degli occupati. Inoltre il recente rintracciamento della valuta contro dollaro non è ancora sufficiente a indebolire la valuta dopo l'apprezzamento realizzato nel biennio precedente. Tale andamento ha abbattuto i profitti dei settori maggiormente orientati all'export e porterà ad una riduzione dei programmi di investimento soprattutto nel settore minerario e in quello manifatturiero con gravi conseguenze sull'occupazione. Inoltre permane tra i principali fattori di rischio il continuo dilagare dell'AIDS.

Dal lato della politica fiscale, il 2003 (l'anno fiscale si chiude a marzo dell'anno successivo) sarà il secondo anno consecutivo di crescita del deficit dopo anni di politiche di riduzione del rapporto deficit/PIL, passato dal 7% del 1992 all'1% del 2001. Il passaggio dall'austerità ad una politica di crescita dovrebbe portare nelle previsioni governative il deficit/PIL al 2,6% (1,2% nel 2002) e al 3,1% l'anno successivo. Obiettivi ambiziosi che devono tenere conto delle elezioni parlamentari, che si terranno il 14 aprile, a pochi giorni dal decennale della fine dell'apartheid e degli impegni del governo in tema di aumento del welfare e di riduzione dell'elevato tasso di disoccupazione (oltre il 30%).

A dicembre dello scorso anno il Sud Africa ha eliminato il "forward book", istituito quando i controlli sul cambio e le restrizioni sui movimenti dei capitali impedivano al settore privato di coprire il rischio cambio sul mercato ed era la banca centrale ad offrire tale copertura. Il "forward book" raggiunse il picco massimo nel 1998 toccando il valore di \$25 mld; da allora fu gradualmente ridotto e finalmente eliminato alla fine dell'anno scorso, tramite l'utilizzo dei proventi da privatizzazione, l'emissione di titoli di debito e di prestiti sindacati. L'esistenza di una posizione netta negativa, presente fino ad aprile, significava che gli impegni a termine della banca per copertura a favore dei privati erano superiori alle riserve nette disponibili. L'eliminazione di tale posizione e il conseguente aumento delle riserve effettivamente disponibili dovrebbero aumentare la fiducia dei mercati nella capacità della banca centrale di intervenire a difesa del rand e rendere possibile un miglioramento del rating sul debito estero (attualmente BBB).

Sud Africa	2002	2003*	2004**
Popolazione (milioni di abitanti)	45,0		
Pil pro capite (in \$ Usa)	3.795		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,0	1,8	2,4
Prezzi al consumo (var. % annua)	9,3	6,8	5,1
Bilancio pubblico (in % del Pil)	-1,2	-2,8	-3,3
Cambio contro \$ Usa (media annua)	10,52	7,40	7,49
Debito estero (in % del Pil)	19,8	18,7	19,2

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



## RIFIUTI NELLA UE: UN CESTINO PIENO DI RISORSE

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

- Ogni cittadino della Ue produce in media ogni anno 527 kg di rifiuti. A questi si aggiungono i rifiuti derivanti dalla produzione di energia e dall'attività manifatturiera, per complessivi 1,3 miliardi di tonnellate.
- La produzione di rifiuti da parte dei paesi candidati è stimata inferiore ma quella della Ue, per il minor livello del Pil e dei consumi cui la produzione di rifiuti risulta correlata. Mancano tuttavia dati dettagliati.
- In Italia il ricorso alla discarica è ancora superiore alla media Ue, mentre è in crescita la raccolta differenziata. Milano e Torino presentano, tra le grandi metropoli, valori paragonabili ai migliori esempi europei.

Nei paesi dell'Unione europea la quantità di rifiuti è arrivata nel complesso a 1,3 miliardi di tonnellate circa. La maggior parte deriva dalla produzione di energia (29%), e dall'attività manifatturiera (26%). I rifiuti urbani coprono una percentuale del 14%, per un ammontare complessivo di 198 milioni di tonnellate, il che equivale a dire che ogni cittadino europeo (compresi i neonati) produce ogni anno 527 kg di rifiuti. Questo valore medio, come normalmente accade, nasconde tuttavia realtà nazionali estremamente variegata. Sebbene infatti i dati non siano riferiti allo stesso anno (le ultime stime ufficiali disponibili, infatti, in alcuni paesi risalgono al 1999, in altri al 2001) i valori pro capite mostrano comunque un'estrema variabilità: il paese con il valore più elevato è il Lussemburgo, con 648 kg pro capite, seguito dalla Danimarca (627 kg) e dalla Spagna (621 kg). Il valore più basso si rileva in Grecia, dove non si superano i 372 kg. In Italia, secondo le più recenti rilevazioni, per ogni cittadino vi sarebbero 516 kg di rifiuti. Il picco più elevato si registra nelle regioni centrali (602,3 kg per abitante), seguite da quelle del Nord (532,4 kg) e infine dal Sud (468,1 kg). In particolare, nel periodo più recente la produzione di rifiuti risulta in crescita soprattutto in Calabria, Toscana, Puglia ed Emilia Romagna, contro una tendenza alla diminuzione per Trentino Alto Adige, Lazio, Abruzzo e Campania.

Relativamente ai paesi candidati a entrare nell'Ue, i dati disponibili non sono così dettagliati. Tuttavia, poiché in generale la produzione di rifiuti, e in particolare di quelli urbani, appare fortemente correlata all'andamento del Pil e soprattutto dei consumi, si ritiene generalmente che il minore livello di questi ultimi implichi anche meno rifiuti. Per questi paesi, però, spesso la legislazione su tale materia appare meno precisa (soprattutto nella fascia dei rifiuti tossici e industriali).

Nella maggior parte dei paesi europei la discarica continua a rappresentare il principale strumento di smaltimento: il 54% dei rifiuti finisce in questo modo, mentre il 19% viene incenerito e il 27% viene smaltito attraverso altri metodi. La Danimarca è il paese che fa meno ricorso allo smaltimento in discarica (10,4%), seguito dall'Olanda (12,6%) e dal Lussemburgo (21,6%); Grecia e Irlanda, al contrario, destinano alla discarica oltre il 91% dei propri rifiuti urbani.

In Italia il ricorso alla discarica (65,3%), è ancora al di sopra della media Ue, e viene destinata a tale utilizzo una percentuale pari all'1,3% del territorio nazionale (oltre 9 milioni di chilometri quadrati). Risulta tuttavia in crescita la raccolta differenziata: mentre infatti questa nel 1997 riguardava solo il 9,4% dei rifiuti urbani (circa due milioni e mezzo di tonnellate), nel 2002 la porzione è arrivata al 18,5% (cinque milioni circa di tonnellate), vale a dire che del chilo e 400 grammi di rifiuti prodotti giornalmente da ogni italiano, tre etti vengono affidati alla raccolta differenziata. L'andamento risulta notevolmente differenziato tra le diverse aree territoriali: mentre al Nord arriva al 29,2%, il Centro raccoglie in modo differenziato solo il 14,5% dei rifiuti, e al Sud la quota si limita al 6,4%. Nelle aree metropolitane il valore più elevato si osserva nella provincia di Milano, con il 32,5% di rifiuti raccolti in modo differenziato. Tale dato, peraltro, risulta analogo a quello di Parigi, anche se inferiore a quello di Berlino, città all'avanguardia per meriti ecologici. Torino è la seconda grande città per raccolta differenziata (30%), seguita da Firenze e Bologna.

Secondo i dati Istat relativi ad un'indagine sul grado di partecipazione delle famiglie italiane alla raccolta differenziata negli anni 1998-2001, le famiglie che non effettuano mai tale raccolta sono in diminuzione: i dati più recenti mostrano infatti una flessione dal 22,8% del 1998 al 18,7% del 2001. I generi di rifiuti che le famiglie raccolgono abitualmente in modo differenziato sono soprattutto il vetro (56,2%), la carta (52,5%) e i contenitori in plastica per liquidi (46,8%).

Nel complesso, nel nostro paese si recupera il 55-56% del legno, il 57% degli imballaggi di acciaio, il 56-58% della carta, il 50% del vetro, il 22% della plastica e il 50% dell'alluminio. Si tratta di dati importanti, soprattutto se confrontati con quelli relativi al costo della produzione di questi materiali e con quelli relativi al tempo necessario a smaltirli in modo naturale: per produrre una tonnellata di carta da cellulosa occorrono infatti 15 alberi, 440.000 litri di acqua, 7.600 kwh di energia elettrica, per produrre la stessa quantità di carta riciclata occorrono 1.800 litri di acqua e 2.700 kwh di energia elettrica. Il riciclaggio dell'alluminio richiede il 95% in meno dell'energia necessaria a produrlo dalla materia prima. I tempi di smaltimento naturale di questi materiali, inoltre, sono talmente lunghi da giustificare il riciclo anche se questo non comportasse benefici diretti dal punto di vista economico: per la degradazione naturale della carta di giornali e riviste accatastati occorrono 10 anni circa, che si riducono a tre mesi se si tratta di materiale sminuzzato; le lattine in alluminio richiedono dai 10 ai 100 anni, le plastiche da 100 a 1000 anni mentre per il vetro si arriva anche a 4000 anni.

PRODUZIONE DI RIFIUTI URBANI IN EUROPA (ultimo dato disponibile per ogni paese al novembre 2003)

	TOTALE (kg)	PRO CAPITE (kg/ab l'anno)
AUSTRIA	4.437.567	549
BELGIO	5.462.000	535
DANIMARCA	3.331.878	627
FINLANDIA	2.399.400	465
FRANCIA	31.786.447	539
GERMANIA	39.797.645	485
GRECIA	3.901.164	372
IRLANDA	1.931.962	523
ITALIA	26.408.873	516
LUSSEMBURGO	277.992	648
OLANDA	9.692.904	611
PORTOGALLO	4.529.094	453
SPAGNA	24.463.674	621
SVEZIA	3.999.296	452
REGNO UNITO	33.140.178	558
TOTALE	198.560.074	527

Fonte: Agenzia per la protezione dell'ambiente e per i servizi tecnici e Osservatorio nazionale dei rifiuti

## LA LIGURIA: UN CAMMINO TRA PASSATO E FUTURO

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

- Il tessuto economico della Liguria è caratterizzato dalla presenza di una galassia di piccole e micro imprese che svolgono un ruolo determinante nella formazione del PIL regionale.
- Un'importante occasione di traino per l'economia regionale, destinato a durare nel tempo, deriva dalla rinnovata attenzione al patrimonio storico-culturale che ha fatto assegnare a Genova il titolo di "Capitale europea della cultura" per l'anno 2004.
- I servizi rappresentano il settore economico maggiormente sviluppato; seguono, a distanza, industria e agricoltura. Il settore ha permesso di contenere il tasso di disoccupazione regionale al 6,5%, due punti al di sotto della media nazionale.

REGIONE LIGURIA	
Principali indicatori socio-economici	Dati 2002
Superficie	5.418 Km <sup>2</sup>
Popolazione	1.620.000 unità
Forza lavoro	654.000 unità
Occupati	612.000 unità
Tasso disoccupazione	6,50 %
Spesa media mensile delle famiglie	2.050,00 Euro
Consumi elettrici	6.250 milioni di Kw/h
Abitanti con oltre 65 anni	25 %

dati istat

Il settore ove maggiormente si concentra l'attività economica della Liguria è rappresentato dai servizi che da soli contribuiscono per quasi l'80% al prodotto regionale, seguono, a distanza, il settore dell'industria (18, % circa) e l'agricoltura (2% circa). Una voce non trascurabile sull'economia della regione, anche sul fronte dell'immagine, è costituita dall'industria cantieristica che recentemente ha varato la più grande nave passeggeri (la Costa Fortuna di 105 mila tonnellate) della storia della marineria italiana. Il comparto viene supportato da numerose manifestazioni, come la Fiera nautica di Genova, dove viene esposto il meglio della produzione dell'industria ligure diretta ai mercati nazionali ed internazionali. L'industria nautica regionale tratta l'intera gamma del settore e comprende motoscafi, di ogni tipo e dimensione, barche a vela, gozzi, canoe, gommoni e accessori per la nautica. Nel 2003 il settore si è mosso in controtendenza rispetto al manifatturiero nazionale con un aumento di fatturato di quasi il 10%. Anche la pesca risulta favorita dall'industria nautica. Il comparto viene sostenuto da accordi bilaterali con le regioni costiere del mediterraneo, da ultimo l'intesa con la Tunisia. Di particolare rilievo sono anche le attività portuali in ordine al movimento delle merci in costante aumento nel tempo, soprattutto per Genova e La Spezia, con un picco nel 2002 rispettivamente del 4,9% e del 14,9%.

Il commercio, in particolare la piccola distribuzione, continua a dare segni di buona vitalità supportato anche ampiamente dal "sistema Liguria" che oltre a prevedere direttamente agevolazioni per valorizzare la rete del piccolo commercio ed incentivare la creazione di consorzi tra i negozianti, si fa anche carico di una politica di sviluppo e riqualificazione urbana, (parcheggi, strade, sistemazione del territorio) con molteplici ripercussioni sulle attività imprenditoriali, in specie quelle di piccole dimensioni.

La galassia di piccole e medie imprese che rappresentano la colonna dorsale dell'economia ligure è composta da circa 140 mila unità (quasi 80 mila situate nella provincia di Genova) delle quali il 65% costituite da ditte individuali, il 22% da società di persone e il 10% da società di capitali. Nell'insieme contribuiscono a formare la percentuale maggiore di produzione del PIL regionale. Accentuata risulta la presenza delle imprese artigiane che costituiscono un terzo del complesso delle imprese liguri.

Nel 2003 l'export della Liguria ha fatto registrare una flessione (-1%) minore rispetto al dato nazionale. Ha contribuito a contenere la flessione il buon andamento della cantieristica avvenuto soprattutto nella prima parte dell'anno. La diminuzione dell'export è dovuta principalmente al calo delle vendite degli articoli in gomma, delle materie plastiche e dei prodotti agricoli e della pesca.

Per quanto riguarda i mercati di destinazione dell'export regionale i principali sbocchi sono costituiti da Unione Europea, (apparecchi meccanici, prodotti chimici, in metallo, e prodotti agricoli), America Centro Meridionale che vede privilegiati i settori nautico e quello delle macchine elettriche e di precisione; seguono il Medio Oriente e l'America Settentrionale.

Il mercato del lavoro, che durante gli anni precedenti aveva fatto registrare dei miglioramenti, nel 2003 risulta, nel complesso, stazionario con un tasso di disoccupazione che, tuttavia, si colloca due punti al di sotto (6,5%) della media nazionale.

Il comparto florovivaistico continua a dare segni di buona vitalità. Il distretto floricolo del Ponente ligure, in particolare, con i suoi 450 grossisti (di cui un terzo esportatori) e 6.400 produttori, rappresenta circa il 30% del prodotto floricolo nazionale. Altro importante centro è rappresentato dal distretto florovivaistico di Sanremo. Il settore è anche sorretto da un elevato numero di cooperative di produzione che rappresentano quasi il 40% del totale di quelle presenti sull'intero territorio nazionale.

Il turismo rappresenta un notevole risorsa della Liguria sebbene ancora non sfruttata a pieno. Nel corso del 2003 il movimento turistico nella regione è stato di quasi quattro milioni di presenze. Tale flusso, tuttavia, non è stato indirizzato interamente verso le strutture turistiche ed alberghiere della regione. Per sviluppare il settore le maggiori città della Liguria, con Genova in testa, stanno puntando al riassetto urbanistico delle città, valorizzando i rispettivi patrimoni architettonici e riorganizzando ed ampliando l'intero sistema museale regionale anche con l'ausilio della telematica che, come nel caso di Savona, ha permesso di mettere in rete tutti i musei dell'intera provincia. Va sottolineato, inoltre, come per la sola Genova, in occasione del conferimento alla città del titolo "Genova capitale europea della cultura 2004" siano stati stanziati finanziamenti statali per quasi 200 milioni di euro solo per gli interventi infrastrutturali, con effetti positivi sull'intera economia regionale destinati a durare nel tempo. Inoltre nei giorni scorsi è nato, con sede a Genova l'Istituto Italiano di Tecnologia, per il quale è stato previsto uno stanziamento, già operativo, di 50 milioni di euro. La scelta della sede conferma il ruolo di leadership assegnato alla regione nel campo della ricerca tecnologica.



## 6 anni, 2 crisi: P/e al punto di partenza

## IL P/E STUZZICA L'ORSO

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

Il mercato azionario sconta il tentativo di rassicurare i mercati sul fronte dell'indebitamento delle famiglie statunitensi da parte di Alan Greenspan.

A Wall Street è stato percepito come un segnale di debolezza, che va ad aggiungersi ai nuovi timori di contrazione anticipata (giugno) della politica monetaria della Fed.

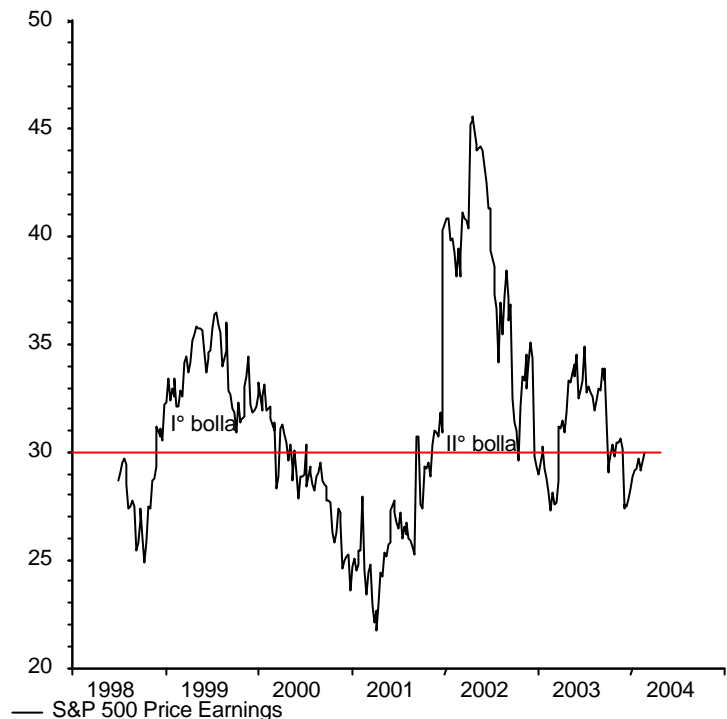
Gli indici hanno ormai raggiunto un tale livello di sovraesposizione che gli investitori si limitano ad un approccio attendista per poter entrare solo in seguito a livelli più convenienti, minimizzando così il rischio di *downside*.

A quasi un anno dall'inizio del *rally* azionario (marzo 2003) il flusso dei compratori tende ad esaurirsi a fronte di un maggior ricorso a forme protettive di liquidità a breve; in attesa della nuova ondata ribassista che scopa i titoli deprezzati ed esalti l'economicità dell'investimento azionario.

Il mercato, sempre più penalizzato dalle incertezze sulla sua sostenibilità, appare così ostaggio di un equilibrio paralizzante, che rende scarsi i volumi e appiattisce ancor più lo spessore del *trend*.

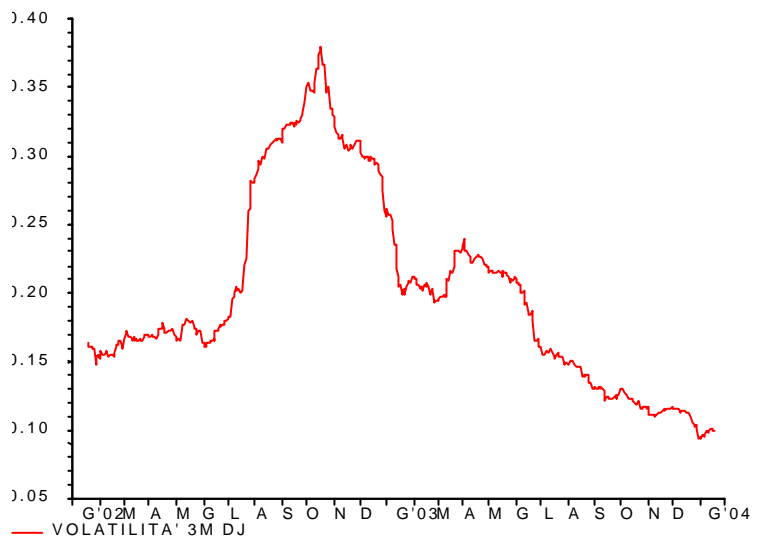
In questo clima precario di "daily-mood" (operatività infra-giornaliera), le articolate rotazioni settoriali - che con la forza dei difensivi potrebbero invece proteggere il mercato da cadute improvvise - vengono abbandonate per far posto ad acquisti speculativi su singoli temi mordi e fuggi.

La forte domanda di titoli a ritorno immediato è indicativa della reale considerazione del mercato da parte degli investitori nonché della scarsa fiducia sulle sue capacità di tenuta nell'attuale fase di graduale saturazione del *trend* rialzista.



HIGH 45.61 23/4/02, LOW 21.71 10/4/01, LAST 30.01 17/2/04

### Wall Street: volatilità ai minimi storici



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

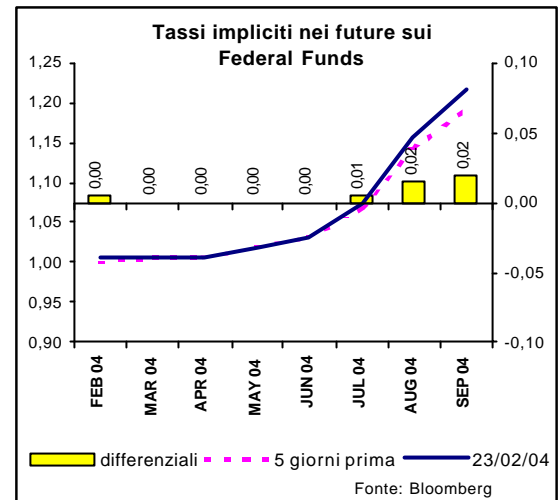
Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

	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
MIBTEL	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
NIKKEI 225	1.142	1.140	1.096	887	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	88,3	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	919	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

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- In Europa le prime indicazioni sulle componenti del Pil nel IV trimestre del 2003 nei principali paesi evidenziano segni di miglioramento della domanda interna, sulla scia di un risveglio degli investimenti che si contrappone a un peggioramento del contributo netto dall'estero.
- La **Francia** ha potuto archiviare una leggera accelerazione congiunturale nel IV trimestre del 2003 aumentato dello 0,5% t/t (0,4% nel III trimestre) e dello 0,6% a/a. Nella media del 2003 il Pil francese è salito dello 0,2%, che è il ritmo più contenuto dopo la recessione del 1993 (-1,5%). Guardando alle variazioni congiunturali del Pil emerge un'accelerazione della domanda domestica, trainata dagli investimenti fissi aumentati dello 0,7% t/t, dalla decelerazione del processo di decumulo delle scorte, cui si sommano consumi pubblici e privati, questi ultimi in leggera decelerazione rispetto al III trimestre. Il risveglio della domanda interna si è riflesso in un aumento più sensibile dell'import rispetto all'export, che ha volto il contributo netto dall'estero da positivo nel III trimestre a negativo nel IV, sottraendo 0,3 punti percentuali al Pil.
- In **Germania** l'incremento congiunturale del Pil (0,2%) nel IV trimestre non è aumentato rispetto a ottobre-dicembre e la variazione tendenziale è stata nulla, addirittura negativa nella media del 2003 (-0,1% a/a). La debole crescita è stata interamente sostenuta dalla domanda interna e da una sensibile accelerazione degli investimenti (1,7% t/t) che è la prima dopo quattro trimestri di contrazioni, sommata alla decelerazione del processo di decumulo delle scorte. I consumi, diversamente da quanto accaduto in Francia, sono diminuiti in termini congiunturali confermandosi l'anello debole dell'economia tedesca. Inoltre, mentre in Francia gli scambi con l'estero sono aumentati, in Germania l'incremento dell'export è diminuito rispetto al III trimestre e quello dell'import è accelerato volgendo in negativo il contributo netto dall'estero che ha sottratto 0,7 punti percentuali alla crescita, mentre la domanda interna ne ha prodotti 0,9.
- Anche se il ritmo di sviluppo è molto contenuto, la ripresa degli Euro-12 potrebbe risultare sostenibile soprattutto se le imprese confermeranno il processo di miglioramento grazie alle favorevoli condizioni monetarie e alla sostenuta crescita attesa nelle altre aree mondiali. In Francia il sostegno dei consumi rende la ripresa qualitativamente più equilibrata, mentre in Germania è difficile immaginare un rapido recupero della spesa delle famiglie, nonostante si registri una diminuzione del risparmio per la prima volta dalla primavera del 2000 che ha fatto cadere il tasso di risparmio dal 10,9% del reddito disponibile fino al 10,6%.
- Il **Giappone** ha messo a segno una crescita estremamente robusta nel IV trimestre del 2003, la migliore nell'arco di 13 anni: 1,7% congiunturale, 3,8% tendenziale e 7% trimestrale annualizzato, che si confronta con il 4% Usa e l'1,2% degli Euro12. A trainare la performance del IV trimestre è stato soprattutto l'export verso la Cina, gli investimenti delle imprese, ma anche i consumi privati. Nella media del 2003 il Pil giapponese è aumentato del 2,7%. Anche se gli impulsi allo sviluppo sono bene equilibrati tra le varie voci della domanda interna ed estera, molte incertezze permangono sulla sostenibilità della crescita giapponese che è stata favorita da un insieme di fattori positivi difficilmente ripetibili simultaneamente. Per esempio, sembra che i consumi privati siano stati ravvivati da spese per la ristrutturazione di abitazioni che potrebbero non essere così importanti in prospettiva, inoltre è possibile che i cinesi moderino i loro acquisti sulla scia di una recente stretta monetaria.
- Negli **Usa**, il 2004 si è aperto con un buon aumento della produzione industriale dello 0,8% m/m e del 2,4% a/a a gennaio che però si contrappone a diffusi cedimenti della fiducia. Infatti, l'indice Philadelphia Fed che fotografa l'umore del settore manifatturiero nella regione di Philadelphia è sceso in febbraio a 31,4 da 38,8; l'indice dell'Università del Michigan sulla fiducia dei consumatori ha sperimentato un calo del dato preliminare di febbraio (93,1 da 103,8) dovuto probabilmente alla scarsa creazione di posti di lavoro. Se questa situazione dovesse persistere, i consumi diventerebbero sempre più dipendenti da fattori come l'espansione del deficit pubblico, l'estrazione di valore dal patrimonio immobiliare, l'aumento dell'indebitamento. Intanto l'inflazione di gennaio è aumentata oltre le attese dello 0,5% m/m e dell'1,9% a/a a causa del caro benzina. Ma anche supponendo che l'incremento congiunturale rimanga elevato nei mesi invernali per poi tendere a decelerare, l'inflazione Usa nel 2004 dovrebbe mantenersi intorno al 2%, più o meno sul livello del 2003 (2,3%). L'inflazione *core*, depurata dai corsi energetici e alimentari, è salita molto più moderatamente dello 0,2% m/m e dell'1,1% a/a.



	dati storici		23/02/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	119,36	107,70	108,53	103,0	100,0
dollaro-euro	1,077	1,230	1,253	1,28	1,25
yen-euro	128,6	132,4	136,1	131,8	125,0
sterlina-euro	0,670	0,702	0,673	0,679	0,690
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,34	1,17	1,10	1,20	1,90
euro	2,69	2,15	2,07	2,15	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,07	0,10
sterlina	3,75	4,02	4,18	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	4,25	4,50
Giappone	0,83	1,32	1,22	1,40	1,59
Italia	4,16	4,45	4,35	4,38	4,63
Gran Bretagna	4,19	4,87	4,86	4,85	5,05

## 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)

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

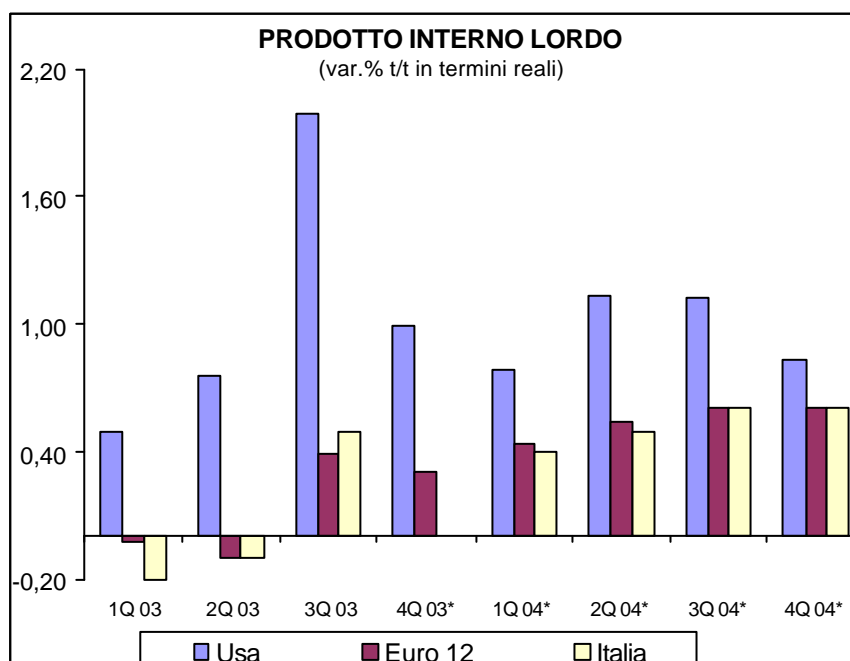
### AREA EURO

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

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

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



## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	115,1	115,1	115,2	115,6	115,6	115,7	116	115,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	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	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	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	1,7	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7

#### 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	106,1	105,8	107,0	107,7	107,9	107,9	107,8	107,5	108,3	108,6	108,9	108,9	107,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,7	-0,3	1,1	0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8	2,6	2,8
2004	2,1	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
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	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
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	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

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 24/2 AL 1°/3 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 24	Stati Uniti: discorso di Greenspan su Government Sponsored Enterprises
Mercoledì 25	Stati Uniti: discorso di Greenspan sullo scenario economico ☺ Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve di St: louis
Giovedì 26	Giappone: incontro di politica monetaria Stati Uniti: intervento di Pianalto della Federal Reserve di Cleveland Stati Uniti: intervento di Bernanke della Federal Reserve

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 24	Francia	Spese per consumi	gennaio	0,2% m/m;0,9% a/a	1,2% m/m;1,2% a/a
	Italia	Indice di fiducia dei consumatori	febbraio	99,0	98,8
	Germania	IFO ☺	febbraio	97,5	96,4
	Area Euro	Partite correnti	dicembre	4,4 mld di euro	5 mld di euro
Mercoledì 25	Area Euro	Nuovi ordinativi industriali	dicembre	-0,3% m/m	1,9% m/m
		Prezzi al consumo (Laender) ☺	febbraio	0,1% m/m;1,2% a/a	0,2% m/m;0,9% a/a
	Francia	IPCA gennaio	gennaio	0,1% m/m;2,4% a/a	0,2% m/m;2,3% a/a
	Spagna	Pil	IV tr. 03	0,7% t/t;2,4% a/a	0,7% t/t;2,6% a/a
	Italia	Fiducia delle imprese	febbraio	93,4	93,0
		Bilancia commerciale (non UE)	gennaio	1,19 mld di euro	-1,30 mld di euro
	Regno Unito	Pil (2 stima)	IV tr. 03	0,8% t/t;2,1% a/a	0,9% t/t;2,5% a/a
Giovedì 26	Francia	Fiducia delle imprese	febbraio	102	103
	Area Euro	M3	gennaio	7,1% a/a	6,9% a/a
	Italia	Prezzi al consumo (12 città) ☺	febbraio	0,2% m/m;2,2% a/a	0,2% m/m;2,2% a/a
Venerdì 27	Italia	Prezzi alla produzione	gennaio	-0,1% m/m;0,8% a/a	0,1% m/m;0,2% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo ☺	gennaio	0,3% m/m;2,0% a/a	-0,2% m/m;1,9% a/a
		Prezzi al consumo (stima flash) ☺	febbraio	1,9%	1,8%
		Indice di fiducia economica ☺	febbraio	95,8	96,0
		Indice di fiducia sintetico	febbraio	0,04	0,08
	Francia	Tasso di disoccupazione	gennaio	9,7%	9,7%
<b>STATI UNITIE GIAPPONE</b>					
Martedì 24	Stati Uniti	Indice di fiducia dei consumatori ☺	febbraio	96,8	92,0
Mercoledì 25	Stati Uniti	Vendita unità abitative esistenti	gennaio	6,47 mln	6,25 mln
Giovedì 26	Stati Uniti	Ordini di beni durevoli ☺	gennaio	0,3% m/m	1,4% m/m
		Ordini di beni durevoli (escl. trasp.) ☺	gennaio	-0,4% m/m	1,5% m/m
		Richieste sussidio di disoccupazione	21 febbraio	344.000	349.000
		Vendite di nuove unità abitative	gennaio	1,06 mln	1,10 mln
	Venerdì 27	Stati Uniti	Pil ☺	IV tr. 03	4,0% t/t
Deflatore del Pil			IV tr. 03	1,0% t/t	1,1% t/t
Consumi privati			IV tr. 03	2,6% t/t	2,6% t/t
Indice di fiducia Università Michigan			febbraio	93,1	94,0
PMI (Chicago) ☺			febbraio	65,9	64,0