

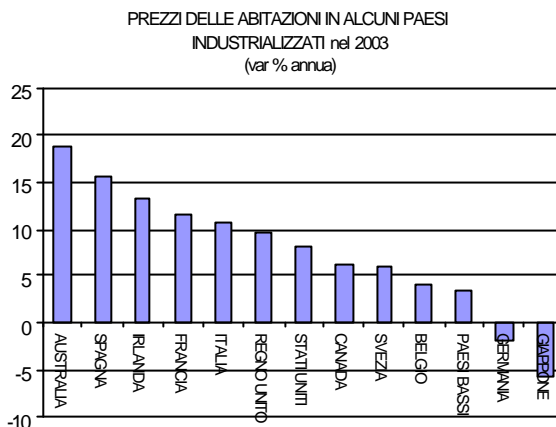
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

16 marzo 2004
n. 10 - 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



Fonte: Economist

IMPIEGHI E DEPOSITI NELL'AREA EURO - Gennaio 2004 (mld. di € - dati non destagionalizzati)

Paesi	impieghi	depositi	di cui: in conto corrente	Variazioni % tendenziali		
				impieghi	depositi	di cui: in conto corrente
Francia	1.216	1101	334	5,0	9,3	19,7
Germania	2.292	2180	640	-0,3	2,8	11,6
Spagna	820	677	187	14,4	10,3	10,4
Area Euro	7109	6.266	2.238	4,5	5,6	11,1

- ✓ Prezzi degli immobili e giacenze sui conti correnti. A cavallo tra 2003 e 2004 sono questi due indicatori economici che continuano a segnare un vivace andamento in numerosi paesi industrializzati. Per il mercato immobiliare il 2003 ha visto gli incrementi maggiori dei listini in Australia, Spagna e Irlanda. Per i conti correnti bancari, a gennaio 2004 aumenti annui a due cifre si rilevano soprattutto in Francia, Germania, Spagna e Italia.

LA DOMANDA ASIATICA FA CORRERE IL RAME CILENO

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

- Nel 2004, il Cile dovrebbe ulteriormente migliorare le performance di crescita e registrare un ritmo di sviluppo superiore al 5%, confermando così la propria *leadership* nel continente latino-americano.
- Il maggior contributo alla crescita proverrà dalle esportazioni, il cui aumento in volume dovrebbe essere prossimo al 10%, come nel 2003. Il miglioramento delle ragioni di scambio e la corsa dei prezzi del rame, trainata soprattutto dalla domanda asiatica, dovrebbero proseguire nel corso di quest'anno. Il saldo di conto corrente potrebbe volgere in surplus.

Il Cile continua a mantenere la *leadership* economica nell'area dell'America Latina, basata sull'equilibrio delle politiche fiscali e monetarie, una forte posizione esterna, solide istituzioni e un sistema politico stabile. Tutto ciò ha permesso al paese di ottenere il più basso costo di accesso ai mercati internazionali dei capitali rispetto a qualsiasi altro stato della regione. Attualmente lo *spread* sui titoli cileni nei confronti dei bond statunitensi è il più basso dell'area e pari a circa 90 punti base. Sul fronte estero, l'accordo bilaterale di libero scambio con l'Unione europea (già in vigore dal 2003) e quello con gli Stati Uniti (partito nel 2004) sono stati accolti con particolare entusiasmo dall'opinione pubblica. Queste importanti intese giungono a compimento di un'intensa fase politica di regionalismo aperto che il Cile ha realizzato attraverso accordi con paesi e blocchi di paesi.

Sul piano macroeconomico, il ritmo di sviluppo ha accelerato il passo nel 2003 attestandosi al 3,3%, beneficiando soprattutto della migliorata congiuntura esterna. Il Cile ha tratto vantaggio dalle eccezionali *performance* di alcune economie asiatiche, tra cui la Cina, verso cui l'export è per tradizione e per posizione geografica orientato. Un ulteriore contributo allo sviluppo dell'economia è venuto dal recupero dei prezzi del rame sui mercati internazionali, dopo la consistente flessione del 2001 e gran parte del 2002. Pur restando primo produttore mondiale di rame, il Cile è comunque riuscito ad ampliare e a diversificare la propria tendenza all'export. L'inflazione, sotto controllo, si è attestata poco al di sopra dell'1,5%, ampiamente entro il *target* programmato. Soddisfacenti i dati relativi ai conti del settore pubblico: il deficit per il 2003 è risultato poco inferiore all'1% del Pil e il debito pubblico intorno al 15%. Il tasso di riferimento, fissato dalla Banca Centrale all'1,75% a gennaio di quest'anno, potrebbe subire qualche rialzo nel corso del 2004 in relazione alle migliorate prospettive di crescita.

La posizione finanziaria del Cile appare buona, con una quota di debito estero sul Pil poco superiore al 40%. Il debito a breve termine rappresenta solo il 3% del totale. Nel 2003, i capitali hanno continuato ad affluire in Cile, favoriti anche dalle importanti riforme avvenute tra il 2001 e il 2003. Tra queste, l'eliminazione dell'imposta del 15% sui *capital gains* derivanti da transazioni in *equity* e *bonds*; l'eliminazione dell'imposta del 4% pagata dalle banche cilene sul reimpatrio degli interessi maturati su crediti esteri; alcune misure volte a sviluppare la finanza per le piccole e medie imprese. Gli investimenti diretti esteri, pari a circa 2 miliardi e mezzo di dollari, hanno subito una contrazione di oltre il 30% rispetto al 2002 a causa soprattutto delle ridotte operazioni di *merger*. Sono aumentati gli investimenti in ricerca e innovazione. La maggior parte degli investimenti diretti esteri sono affluiti da Stati Uniti (circa 38%), Canada (15%), Gran Bretagna (10,5%) e Spagna (9,5%). Il settore minerario ha attratto un terzo del totale degli investimenti (contro il 58% del 2002), trasporti e telecomunicazioni il 27%, l'industria manifatturiera il 20%.

Le prospettive del Paese sono favorevoli. Una equilibrata gestione della politica economica, l'apertura dell'economia, e soprattutto i nuovi trattati di commercio bilaterali con Unione Europea e Stati Uniti dovrebbero sostenere un più rapido sviluppo. Le riforme strutturali allo studio del Governo, con l'introduzione di una maggiore flessibilità nel mercato del lavoro e la realizzazione di un più ampio programma di privatizzazioni, potranno favorire l'occupazione e di imprimere un'accelerazione alla competitività e alla crescita nel medio termine. Si prevede per quest'anno una ripresa economica ancora più sostenuta rispetto a quella registrata nel 2003. Il prodotto interno lordo potrà aumentare di circa il 5,5% come conseguenza di un forte aumento delle esportazioni ed una accresciuta domanda interna. Il miglioramento delle ragioni di scambio e la corsa dei prezzi del rame, che hanno già favorito il saldo commerciale del 2003, dovrebbero proseguire nel corso di quest'anno. Il saldo di conto corrente dovrebbe volgere in surplus, trainato dagli elevati prezzi del rame e dal positivo impatto dell'accordo di libero scambio stipulato con gli Stati Uniti.

CILE

	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	15,6		
Pil pro capite (in US\$)	6.000		
Pil (var. % annua)	1,9	3,3	5,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	2,8	1,6	2,0
saldo estero conto corrente (%Pil)	-0,6	-0,1	2,0
Cambio contro US\$ (media annua)	688	690	600

(*) previsione

Fonte: IIF

VIETNAM: IL COMPLESSO CAMMINO VERSO UN'ECONOMIA DI MERCATO

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

- Nonostante l'economia vietnamita continui a mostrare una crescita superiore al 7% e una riduzione del tasso di povertà della popolazione, rimangono incerti i tempi di attuazione delle riforme necessarie per una transizione del sistema verso un'economia di mercato.
- Gli investimenti esteri diretti svolgono un ruolo rilevante nell'economia del paese assicurando un contributo al Pil pari al 13%.
- Dopo una flessione nel 2003 si attende una ripresa delle pressioni inflazionistiche alimentate da un rialzo dei prezzi dei beni alimentari, dei salari pubblici e da una debolezza del tasso di cambio del dong contro le principali valute. L'export e l'import continueranno a crescere lasciando comunque un deficit commerciale piuttosto ampio.

PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI 2002-2004

Vietnam	2002	2003*	2004**
Popolazione (milioni di abitanti)	80,2	81,4	82,4
Pil (var. % annua in termini reali)	7,0	7,2	7,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	3,8	3,1	4,3
Cambio contro \$ Usa (media annua)	15,32	15,51	15,88
Debito pubblico (in % del Pil)	69,4	72,4	72,3
Fonte: IIF, Cia e ns elaborazioni su dati Datastream (*)Stime (**) Previsioni			

In Vietnam il programma del governo mira ad accelerare la transizione verso un'economia di mercato, promuovendo la crescita e il presidio degli equilibri finanziari interni. Tra gli obiettivi economici vi è il mantenimento di una sostanziale stabilità del tasso di cambio per evitare che eccessive fluttuazioni del dong possano minare la competitività del paese nel commercio estero. Il focus dell'azione di governo sul fronte politico interno è la lotta alla corruzione, che viene percepita come la causa principale della disaffezione e della poca credibilità associata al settore pubblico. Su questo versante è stato significativo lo svolgimento di un processo che ha portato lo scorso giugno alla condanna del leader di una organizzazione criminale e di numerosi elementi dell'apparato politico e amministrativo vietnamita. Un altro fronte di sviluppo su cui il governo è chiamato a lavorare riguarda la modernizzazione del sistema finanziario e delle imprese pubbliche. Il rigore nel portare avanti le riforme e il raggiungimento di uno standard pari a quello di altre economie dell'area, nei cui confronti il Vietnam presenta un gap negativo, costituisce un elemento imprescindibile per attirare investimenti esteri. Gli investimenti esteri diretti continuano a svolgere un ruolo rilevante nell'economia del paese, il loro contributo al Pil è passato dal 7,4% del 1996 a oltre il 13% nel 2002, anno in cui hanno dato luogo anche al 35,5% dell'output industriale e al 28% delle esportazioni. In Vietnam gli investimenti esteri diretti sono presenti nei diversi settori produttivi sotto tre forme: contratti di cooperazione, joint venture e imprese estere al 100 per cento. In seguito ad alcune difficoltà che si sono presentate nei progetti gestiti sotto forma di joint venture, gli investitori esteri si stanno orientando in misura crescente verso forme organizzative proprietarie. Questo modello è attualmente adottato da circa il 61% dei progetti autorizzati. Il passaggio più importante a breve termine è costituito dall'ingresso nel Wto previsto per il 2005: i passi necessari a centrare questo obiettivo e la determinazione nel perseguirli costituiranno un indicatore importante sui progressi registrati dal paese nella transizione verso un'economia di mercato.

In termini di Pil l'obiettivo di una crescita media annua del 7,5% nel periodo 2000-2005 richiederebbe per il 2004 un valore compreso tra il 7,5 e l'8%. Questo obiettivo appare piuttosto ottimistico, anche se non impossibile dal momento che nel 2003, nonostante gli effetti della guerra in Iraq e l'impatto negativo sul turismo legato alla diffusione della Sars, il Pil reale è cresciuto del 7,2%. Restano tuttavia alcuni dubbi sulla affidabilità dei dati ufficiali. Il settore industriale ha mostrato negli anni scorsi un tasso di espansione prossimo al 10% mentre nel settore agricolo il Vietnam svolge un ruolo di primo piano nell'export di caffè (secondo produttore mondiale dopo il Brasile) e di riso. In particolare nel settore del caffè, si registrano difficoltà legate al calo dei prezzi internazionali che ha ridotto i margini di profitto. Alcuni produttori hanno cominciato a orientare le loro coltivazioni su qualità diverse di caffè, passando alla coltura della qualità "arabica" in grado di garantire margini di profitto più ampi rispetto alla tradizionale coltura della "robusta", ma al momento la coltura dell'arabica non supera il 5% della produzione complessiva.

Il Vietnam è stato recentemente interessato dall'influenza aviaria che ha comportato l'eliminazione di oltre 4 milioni di polli, ma il fatto che l'allevamento di polli costituisca solo il 3% sul totale del settore ha limitato gli effetti negativi di tale evento. Nel 2004 inoltre la ripresa del turismo e una crescente domanda di servizi nel settore finanziario e delle telecomunicazioni, continueranno a mantenere il tasso di crescita del settore servizi su un valore prossimo al 6%.

Il tasso annuo di inflazione dopo aver registrato un calo nel 2003 (dal 3,8% nel 2002 si è passati al 3,1% nel 2003) si porterà su valori superiori al 4% per l'effetto combinato dei seguenti fattori: a) l'aumento del prezzo dei beni alimentari che hanno un peso assai rilevante nel paniere dell'inflazione; b) la crescita dei salari degli impiegati pubblici; c) un rialzo atteso nei costi di produzione; d) un ulteriore deprezzamento previsto per il dong e una ripresa della domanda interna. Il dong ha continuato a deprezzarsi rispetto al dollaro nel 2003 (-1,5%) in misura inferiore rispetto agli ultimi anni per effetto della debolezza della valuta statunitense, mentre maggiore è stato il deprezzamento rispetto ad altre valute quali il dollaro australiano e l'euro. L'espansione commerciale del paese e la crescente apertura al commercio internazionale hanno portato a un ampliamento del deficit commerciale passato a 5,1 mld. di Usd nel 2003 dai 2,5 mld. di Usd nel 2002. Nel 2004 nonostante un tasso di espansione più contenuto sia dell'import che dell'export (nel 2003 sono cresciuti rispettivamente a un tasso annuo del 26% e del 19%), il deficit commerciale rimarrà comunque elevato.

POLONIA: ACCELERA LA CRESCITA, MA ANCHE IL DEFICIT

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

- La Polonia ha accelerato il ritmo di sviluppo nel 2003 agevolata dal deprezzamento dello zloty, da politiche (monetaria e di bilancio) espansive e dall'aumento della produttività. Vi sono le condizioni perché la ripresa acceleri nel 2004-2005.
- Cresce anche il disavanzo e il debito pubblico. Dopo l'ingresso nella Ue a maggio 2004, aumentano i rischi di un ritardo nell'adozione dell'euro che le autorità polacche vorrebbero realizzare entro il 2008.

Dal 1989 in Polonia si sono alternate al governo coalizioni guidate da partiti ispirati dal "movimento sindacale di solidarietà" oppure dai comunisti confluiti nel partito Alleanza Democratica di Sinistra (SLD), di ispirazione social-democratica. Alle elezioni parlamentari del 23 settembre 2001, SLD ha guadagnato la maggioranza dei seggi in parlamento (200 nel Sejm) e ha formato una coalizione governativa con il Partito dei contadini polacchi (PSL) e con l'Unione dei Lavoratori (UP). Il primo marzo 2003 il PSL è uscito dalla coalizione, mettendo SLD e UP nella condizione di formare il governo di minoranza in carica, guidato dal primo ministro Leszek Miller (SLD). La Polonia ha un parlamento bicamerale composto da una Camera Bassa o Sejm che conta 460 seggi e da una Camera Alta o Senato che consta di 100 seggi. Le prossime elezioni parlamentari sono attese a settembre 2005.

Nel 2003 la Polonia ha accelerato il ritmo di sviluppo al 3,7%. Deprezzamento dello zloty (di oltre il 15% verso euro e di poco superiore al 2% nei confronti del dollaro da gennaio 2003), politica monetaria e di bilancio espansive, aumento di esportazioni e produttività costituiscono il mix che ha trainato la Polonia fuori dalla stagnazione del 2001-2002. Tuttavia, il tasso di disoccupazione è in aumento e superiore al 20% a gennaio 2004. Le attese puntano a un'ulteriore accelerazione della crescita nel 2004-2005 spinta dalle esportazioni, favorite dalla relativa debolezza della divisa, e dalla spesa per consumi. Gli investimenti dovrebbero ripartire dopo un triennio di debolezza, grazie al miglioramento della situazione finanziaria delle aziende. Le crescenti vendite all'estero hanno favorito la riduzione del deficit di parte corrente rapportato al Pil nel 2003.

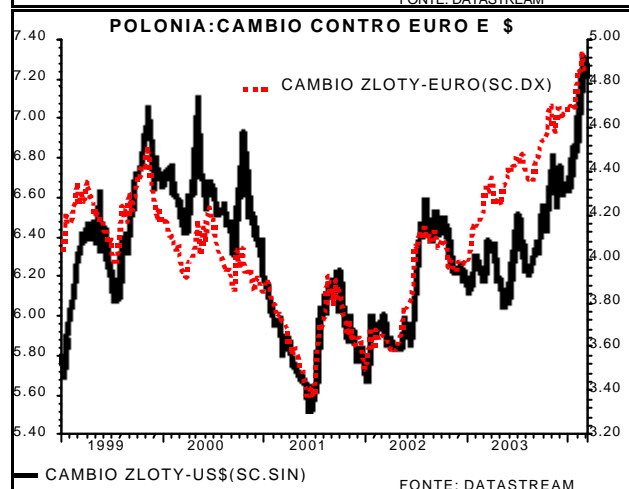
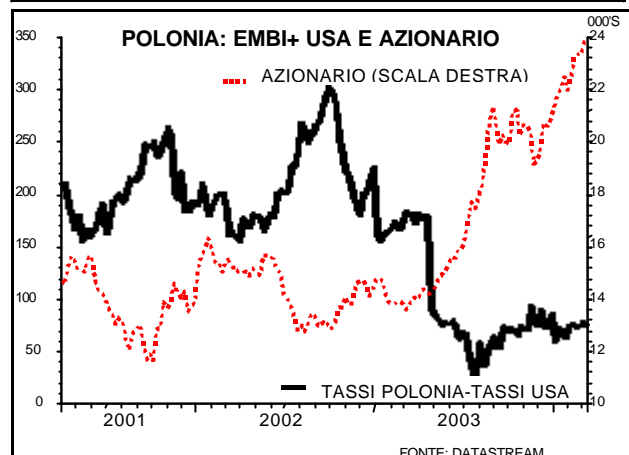
Grazie al rallentamento dell'inflazione, la Banca centrale polacca (Bcp) ha inaugurato una decisa politica monetaria espansiva a partire da marzo 2001, concretizzandosi in 20 tagli del saggio guida nell'arco di due anni e mezzo. Bcp ha invertito la strategia restrittiva, avviata a settembre 1999, per contrastare il rallentamento intervenuto nel 2001. Tra marzo 2001 e luglio 2003 il saggio guida è stato ridotto dal 19% al 5,25%. Il tasso d'inflazione sta risalendo dai minimi del 2003, che in media d'anno ha espresso una variazione tendenziale dello 0,8%, ed è probabile che le pressioni esercitate dai prezzi alimentari e più recentemente da quelli petroliferi spingano ulteriormente al rialzo l'inflazione verso e oltre il 2% nel 2004-2005. Le pressioni sui prezzi, seppure moderate, la politica fiscale accomodante e la crescita in accelerazione dovrebbero spingere la Banca centrale verso un'inversione della strategia monetaria.

La politica di bilancio è stata finora espansiva. La legge finanziaria per il 2004 include la riduzione dell'imposta sulle imprese dal 27% al 19% dal 2004 e aumenti di spesa necessari per modernizzare il paese in vista dell'ingresso nella Ue a maggio 2004. Si stima che il deficit/Pil del 2004 aumenti verso l'8% dal 6,9% del 2003 secondo la contabilità nazionale, con il rischio di ritardare l'ingresso della Polonia nell'Unione monetaria europea (Uem) dopo aver aderito alla Ue a maggio del 2004. Le autorità polacche hanno espresso l'auspicio di adottare l'euro nel 2008. Inoltre, la normativa costituzionale polacca vieta di innalzare il debito/Pil oltre il 60%. I timori che questa eventualità possa materializzarsi sulla scia dell'aumento del disavanzo statale hanno spinto il governo ad adottare in ottobre un piano di rientro del deficit pubblico di medio-periodo. Il piano presuppone che un sensibile aumento del Pil (nell'ordine del 5,5%-6%), tagli alla spesa sociale e una revisione del metodo di calcolo del deficit riescano a ridurlo al 3% del Pil nel 2006. Anche se il Parlamento ha recentemente approvato una parte dei tagli alle spese, rimane improbabile che il governo riesca a centrare l'obiettivo fiscale soprattutto perché fa perno su stime di crescita che al momento sembrano ottimistiche.

I legami commerciali tra Europa e Polonia sono già intensi. L'Europa rappresenta il mercato di sbocco preminente e la Ue assorbe circa il 70% dell'export polacco. I principali acquirenti sono la Germania che ne compra oltre il 30%, l'Italia, la Francia, la Gran Bretagna e la Repubblica Ceca. Questi paesi sono anche i maggiori fornitori della Polonia, cui si aggiunge la Russia. I prodotti polacchi più venduti all'estero sono macchinari e mezzi di trasporto, beni intermedi, un ampio mix di prodotti manifatturieri.

Polonia	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	38,2	38,6	
Pil pro capite (in \$ Usa)	10.477	10.714	
Pil (var. % annua in termini reali)	1,4	3,7	4,3
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,9	0,8	2,0
Cambio contro \$ Usa (media annua)	4,08	3,91	3,80
Debito estero (in % del Pil)	43,3	44,3	44,0
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's A2	S&P BBB+	FITCH BBB+
Rating Eca	Classe 2		

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



IMMOBILIARE: ALLA RICERCA DELLE DETERMINANTI DEI PREZZI

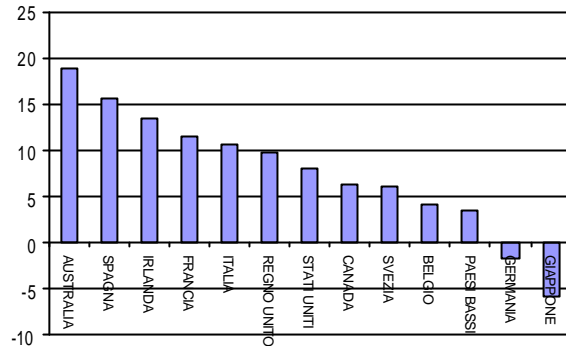
S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

- Dopo un lieve rallentamento, il mercato immobiliare mondiale chiude il 2003 con una crescita sostenuta dei prezzi. A parte Germania e Giappone, dove continua la fase di discesa dei prezzi, in numerosi paesi industrializzati l'aumento tendenziale è a due cifre.
- In un'analisi di lungo periodo, la variabilità dei prezzi delle case nei paesi industrializzati sembra in gran parte attribuibile all'andamento dell'inflazione. Crescita del Pil, variabili bancarie e reddito disponibile incidono in misura minore e differenziata per gruppi di paesi.

Dopo un lieve accenno al rallentamento, i mercati immobiliari mondiali hanno ricominciato la loro corsa al rialzo; secondo i dati complessivi del 2003 Australia, Spagna, Irlanda, Francia e Italia registrano variazioni a due cifre rispetto all'anno precedente. Nel Regno Unito la variazione nel 2003 (9,8% a/a), anche se consistente, rappresenta un dato più in linea con il resto dei paesi sviluppati, dopo il significativo aumento del 25,2% del 2002. Germania e Giappone rimangono gli unici due, tra i paesi più sviluppati, a registrare variazioni negative: -1,7% la prima, -5,7% il secondo. Negli Stati Uniti i prezzi risultano in crescita dell'8% a/a (+7,8% nel 2002), grazie soprattutto al +15,5% a/a registrato nell'ultimo trimestre del 2003: il valore più elevato degli ultimi 25 anni. Se si considera il rapporto tra prezzi delle case e il reddito come indicatore del valore degli immobili, questi risultano sopravvalutati in quasi tutti i paesi: nel Regno Unito, Irlanda, Paesi Bassi e Spagna il rapporto è di circa il 50% superiore al dato medio degli ultimi 30 anni; negli Stati Uniti la sopravvalutazione è del 23%, in Australia del 33%, in Spagna del 68%. Superate ormai le ipotesi che l'attuale fenomeno sia frutto di una bolla speculativa, e poiché la tendenza alla crescita dei prezzi non mostra segnali di inversione, gli studi sul sistema immobiliare hanno convogliato l'interesse verso le determinanti dell'attuale situazione, con particolare riferimento agli elementi che influenzano la domanda, l'offerta e i prezzi nei diversi paesi.

Secondo uno studio della BRI riferito a un ampio orizzonte temporale (dal 1970 al 2003) le variabili di lungo periodo che influenzano la domanda sarebbero il reddito disponibile, i fattori demografici, il sistema fiscale e i tassi di interesse (in relazione, questi ultimi, all'andamento dell'inflazione). A influenzare l'offerta sarebbero invece la disponibilità e il costo dei terreni, i costi di costruzione, la qualità del patrimonio abitativo esistente. Nell'indagare sulle determinanti della variazione dei prezzi, le variabili considerate rilevanti sono il tasso di crescita del Pil (che rappresenta una misura dell'andamento del ciclo economico e del reddito delle famiglie), il tasso di crescita dei prezzi al consumo, il tasso di interesse a breve termine, lo *spread* tra il rendimento a breve e a lunga dei titoli governativi e il tasso di crescita dei prestiti bancari aggiustato per l'inflazione. I risultati mostrano che una percentuale consistente della variabilità dei prezzi delle abitazioni in tutti i paesi è spiegata dal tasso d'inflazione. Durante l'intero periodo considerato, questa determinerebbe quasi la metà della variabilità, mentre nel breve periodo l'impatto sarebbe ancora maggiore (circa il 90% in un trimestre, e il 75% nell'arco di un anno). Il motivo risiederebbe nel fatto che l'immobile ha la doppia funzione di bene di consumo e di bene di investimento; in quanto investimento, le famiglie lo considerano il principale strumento per proteggersi dall'inflazione; il fatto poi che l'acquisto sia finanziato con debito nominale accentua questa attrattiva. Una seconda spiegazione del fenomeno è che un'inflazione molto elevata può avere un impatto sui costi del finanziamento dei mutui e quindi sui prezzi delle case. Vi è comunque da sottolineare che l'inflazione nello spiegare la variabilità dei prezzi delle case è risultata inferiore nella seconda parte del periodo considerato. Di gran lunga distanti, ma comunque significative nella spiegazione della variabilità dei prezzi sono poi le tre variabili creditizie (credito bancario, tassi di interesse e *spread*): complessivamente queste spiegano il 33% della variabilità osservata nel lungo periodo; in particolare, l'analisi empirica mostra un impatto negativo dei tassi sui prezzi, per cui la riduzione di un punto nei tassi di interesse reali porterebbe a un incremento dell'1,2% dei prezzi entro i due anni successivi. Il reddito delle famiglie, a sorpresa, non sembra avere una rilevanza degna di nota. È bene tuttavia ricordare che si tratta di risultati globali, che nascondono alcune differenze tra i diversi paesi: l'influenza del tasso d'inflazione, anche se rilevante, è inferiore nei paesi caratterizzati da un mercato dei mutui molto sviluppato, e in cui la percentuale del valore degli immobili finanziata con mutui bancari è molto elevata; in questi paesi (Danimarca, Finlandia, Giappone, Paesi Bassi e Stati Uniti), le variabili bancarie (tasso di interesse ma soprattutto innovazioni nel credito come ad esempio la possibilità di cartolarizzare i mutui) sembrano spiegare una percentuale rilevante della variazione dei prezzi delle case negli ultimi trent'anni. Nei paesi con un mercato dei mutui "più tradizionale" (Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia; Spagna e Svizzera) la seconda variabile rilevante è il tasso di interesse a breve. In tutti, infine, risulta piuttosto contenuta l'influenza del Pil.

PREZZI DELLE ABITAZIONI IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALIZZATI nel 2003 (var % annua)



Fonte: Economist

REGIME DI TASSO SUI MUTUI PREVALENTE IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALIZZATI*

AUSTRALIA	variabile	GIAPPONE	fisso
BELGIO	fisso	PAESI BASSI	fisso
CANADA	fisso	NORVEGIA	variabile
DANIMARCA	fisso	SPAGNA	variabile
FINLANDIA	variabile	SVEZIA	variabile
FRANCIA	fisso	SVIZZERA	variabile
GERMANIA	fisso	REGNO UNITO	variabile
IRLANDA	variabile	STATI UNITI	fisso
ITALIA	fisso		

* la classificazione è basata sulla maggioranza dei mutui in essere

Fonte: BCE, HM Treasury, OCSE

UN "BIANCO" CHE NON TEME CONFRONTI

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

- **Export in crescita e mercato interno dinamico, l'industria degli elettrodomestici sembra non conoscere crisi. Il 2003 si è chiuso con risultati positivi destinati a migliorare nell'anno in corso.**
- **Qualche ombra arriva dalla concorrenza asiatica e, soprattutto, turca. Ma i prodotti italiani hanno un'arma in più: il mix di tecnologia e design che rendono inattaccabile la loro leadership sul mercato europeo.**
- **Il settore è interessato da un intenso processo di concentrazione. Nel giro di pochi anni i competitors significativi sul mercato europeo saranno meno di dieci fra americani, europei e asiatici.**

L'industria degli elettrodomestici non conosce crisi. In un contesto di debolezza economica e rallentamento della domanda, il settore ha mostrato una crescita superiore a quella media dei consumi di manufatti mettendo a segno, nel 2003, risultati di tutto rispetto: le vendite sul mercato domestico sono aumentate del 6% mentre le esportazioni hanno registrato un incremento del 5%. Sui mercati internazionali le migliori performance sono state appannaggio dei grandi elettrodomestici - che rappresentano più del 50% della produzione europea - con percentuali più alte (il 10% circa) per quanto concerne i mercati dell'Est. Tutti i comparti di produzione del "bianco" hanno registrato incrementi significativi nelle vendite estere e domestiche, con particolare riferimento al settore del lavaggio che ha riportato un aumento dell'export dell'11%. Il segmento "cottura" ha espresso una performance positiva (export +9%) grazie agli investimenti in innovazione e tecnologia che hanno trasformato le cucine tradizionali in sofisticati apparecchi semi-professionali.

Nel segmento dei piccoli elettrodomestici, il 90% di quelli venduti in Europa (quasi sempre di fascia medio-bassa) proviene dalla Cina, ma l'Italia vanta alcune eccellenze nei segmenti della pulizia e della stiratura a vapore e, soprattutto, delle macchine da caffè espresso. Quest'ultimo comparto sta registrando una crescente affermazione in Europa, soprattutto in Germania, dove per la prima volta le vendite di macchine espresso hanno superato quelle delle tradizionali macchine-filtro. L'elevata specializzazione nella componentistica italiana, che ha consentito di trasferire nelle macchine-filtro la tecnologia dell'espresso, ha aperto a questo piccolo ma avanzatissimo comparto anche le porte del mercato americano i cui grandi marchi del settore sono in procinto di chiudere accordi con le leader italiane. Un altro piccolo segmento di nicchia sta conquistando gli americani: le cappe da arredo fabbricate nel distretto di Fabriano che produce tra i 7 e gli 8 milioni di apparecchi ogni anno per 8 milioni di euro di fatturato. Tra i grandi apparecchi domestici, le lavabiancherie italiane sono riuscite a penetrare il mercato statunitense, sostituendo le sorpassate lavatrici semiautomatiche dall'elevato consumo energetico. Nel 2003 le importazioni di lavatrici italiane dagli USA hanno registrato un aumento del 14%.

La concorrenza asiatica appare più marcata sui piccoli elettrodomestici (le importazioni dall'Italia sono aumentate del 12% nel 2003), mentre sui grandi del "bianco" la produzione cinese, seppure in rapida espansione, appare più competitiva sul fattore prezzo che nei contenuti tecnologici e nell'ampiezza di gamma. La presenza in territorio nazionale del cinese Haier Group, molto forte negli Stati Uniti dove ha conquistato il 30% del mercato dei frigoriferi ma meno radicato sul mercato europeo su cui ha realizzato solo 100 milioni dei 9,7 miliardi di dollari del suo fatturato, non è infatti percepita come una minaccia, mentre più temibile si profila la concorrenza turca. Oltre a Beko - il più grande gruppo industriale della Turchia - si affaccia sul mercato europeo Arcelik, (sesto produttore del continente con 2,2 miliardi di euro di fatturato) che, grazie all'alleanza con la Sabaf (tra i leader italiani della componentistica per elettrodomestici) acquisirà un elevato standard qualitativo che gli permetterà di penetrare il mercato europeo. La produzione italiana ha tuttavia un'arma in più finora rimasta insuperata: il *design* che insieme all'innovazione tecnologica e all'attenzione al risparmio energetico le permette di superare la saturazione del mercato e di mantenere indiscussa la leadership sul mercato continentale con una produzione di oltre 28 milioni di pezzi, davanti a Germania, Francia e Gran Bretagna ciascuna con oltre 8 milioni di unità.

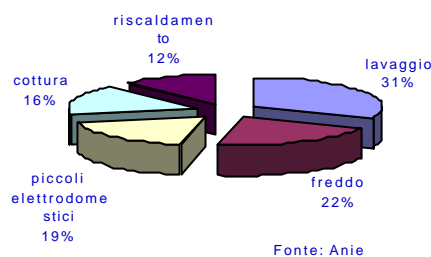
L'intenso processo di concentrazione che interessa l'industria degli apparecchi domestici ha portato alla formazione di grandi gruppi che ora rivolgono l'attenzione verso i piccoli e medi produttori dotati di punti di eccellenza in specifiche aree d'affari. Le più recenti operazioni di fusioni e acquisizioni hanno visto protagonisti sulla scena europea la Grundig di Norimberga, un tempo orgoglio della tecnologia tedesca e primo produttore europeo di apparecchi radiofonici, che è passata sotto il controllo di una joint-venture anglo-turca formata dal gruppo inglese Alba e da quello turco Beko. In Italia, il Gruppo Merloni dopo aver realizzato tre importanti acquisizioni, Stinol in Russia, Preussag Divisione Caldaie in Germania e Gda in Gran Bretagna, ora punta a un ulteriore consolidamento che passerà attraverso l'apertura di tre nuovi stabilimenti nell'Europa dell'est (Russia e Polonia) e nell'acquisto dell'inglese Baxi, leader nella produzione di apparecchi scaldacqua, caldaie e bruciatori con la quale il Gruppo italiano potrebbe mettere in discussione gli equilibri di questo mercato, attualmente dominato da Bosch e Vaillant. La De Longhi dopo l'acquisto dell'azienda inglese Kenwood (specialista nel ramo "cottura") si è concentrata sul mercato cinese sia attraverso la Kenwood stessa che possedeva uno stabilimento a Quing Xi-Town sia avviando un secondo polo produttivo specializzato nei prodotti del riscaldamento. Con questa strategia la De Longhi conta, entro il 2006, di raggiungere una produzione in territorio cinese pari al 65% del totale della produzione del gruppo, senza chiudere stabilimenti in Italia e mantenendo in quelli del nord-est le attività a maggior valore aggiunto. Sulla base dell'attuale scenario competitivo si può prevedere che, nel giro di pochi anni i competitors significativi sul mercato europeo saranno meno di dieci fra americani, europei e asiatici.

INDUSTRIA ITALIANA ELETTRODOMESTICI anno 2003 var.% annue

	lavaggio	freddo	cottura	totale
Vendite in Italia	3,5	5,0	2,0	6,0
Vendite all'estero	10,0	4,0	9,0	5,0

Fonte: Anie

PRODUZIONE DI ELETTRODOMESTICI PER COMPARTI (in % sul fatturato)



Fonte: Anie

CRESCE LA PREFERENZA PER LA LIQUIDITÀ

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

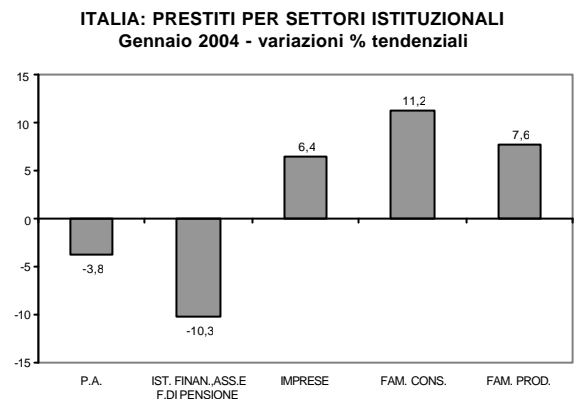
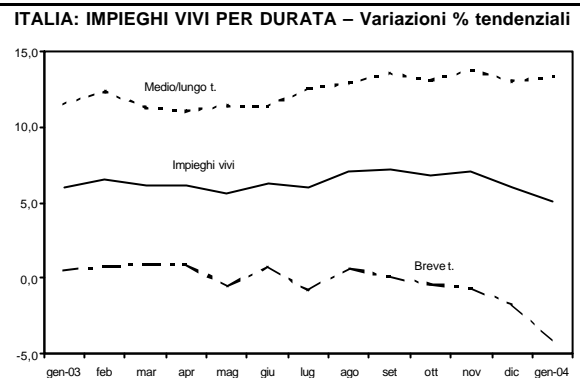
- Nel mese di gennaio in Italia gli impieghi bancari vivi crescono ad un ritmo del 5,5% anno su anno. I finanziamenti al comparto produttivo si confermano vivaci seppure con dinamiche più contenute rispetto al secondo semestre 2003: +6,4% gli impieghi alle imprese e +7,6% quelli alle famiglie produttrici.
- La preferenza per la liquidità è diffusa in tutta l'area euro. Nei principali paesi i conti correnti crescono con dinamiche superiori al 10% a/a.

I dati resi noti dal Comunicato Stampa della Banca d'Italia relativi al mese di gennaio evidenziano un incremento degli impieghi bancari del 5,5% a/a. Si tratta di una crescita sostenuta specie se paragonata all'andamento generale dell'attività economica che ha chiuso il 2003 con un incremento annuo del PIL nominale pari al +3,3%. All'interno della dinamica complessiva del credito, la tendenza che anche il dato di gennaio conferma è quella di un pronunciato rallentamento degli impieghi a breve termine (-3,2% a/a) e di un contemporaneo sviluppo di quelli a medio/lungo termine (+13,5% a/a). I prestiti alle imprese ed alle famiglie risentono del permanere della debolezza del contesto congiunturale. I finanziamenti al comparto produttivo (imprese e famiglie produttrici), pur in rallentamento rispetto a quanto rilevato nel secondo semestre 2003, continuano comunque a crescere in misura consistente (+6,4% a/a e +7,6% a/a, rispettivamente). Particolarmente elevati risultano i tassi di crescita dei prestiti destinati all'edilizia e al comparto dei servizi (entrambi superiori all'11%). Per le famiglie consumatrici invece si consolida il ricorso al credito al consumo (+14,8% a/a) e per l'acquisto di abitazioni (+22,4% a/a) favorito da tassi di interesse ancora in fase discendente.

I riflessi delle difficoltà di alcune grandi imprese hanno determinato il recente aumento del tasso di crescita delle sofferenze nette (+8,2% a/a). Il rapporto sofferenze al valore di realizzo/impieghi rimane comunque stabile, su un livello contenuto (2,2%).

Nell'area euro il tasso di crescita dei prestiti al settore privato in gennaio si conferma al 4,5%. I principali partner mostrano andamenti differenziati: in Spagna e Germania proseguono i trend già delineatisi durante il 2003: una crescita dei finanziamenti vicina al 14% a/a per la prima e prossima allo zero per la seconda. Segnali di maggiore dinamismo si delineano invece in Francia (+5% a/a) dove già dalla seconda metà dello scorso anno si sono avuti tassi di crescita gradualmente crescenti. Il rapporto tra prestiti al settore privato e Pil nel 2003 risulta in aumento in tutti i paesi considerati, fatta eccezione per la Germania.

A gennaio i depositi crescono in Italia ad un ritmo pari al 4,6% a/a e le obbligazioni dell'8,5% a/a. La forte preferenza per la liquidità generata dalle incertezze e dai livelli particolarmente contenuti dei rendimenti dei titoli di Stato a breve scadenza continuano a sostenere la domanda di conti correnti (+10,6% a/a). E' da sottolineare che il trend è pienamente condiviso da molti paesi europei nei quali i depositi a vista crescono con ritmi superiori alle due cifre (vedi tabella). Colpisce il dato della Francia che già dalla metà del 2003 riporta tassi di crescita dei conti correnti particolarmente vivaci ed in graduale aumento, arrivati a superare in gennaio il 19% anno su anno.



IMPIEGHI E DEPOSITI NELL'AREA EURO - Gennaio 2004
(mld. di € - dati non destagionalizzati)

Paesi	impieghi	depositi	di cui: in conto corrente	Variazioni % tendenziali		
				impieghi	depositi	di cui: in conto corrente
Francia	1.216	1101	334	5,0	9,3	19,7
Germania	2.292	2180	640	-0,3	2,8	11,6
Spagna	820	677	187	14,4	10,3	10,4
Area Euro	7109	6.266	2.238	4,5	5,6	11,1

Fonte: Banca d'Italia, Bce.

LA FINE DEGLI STIMOLI

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

La delusione per i dati sull'occupazione negli Stati Uniti non ha depresso il mercato ma ha piuttosto rilanciato gli indici verso nuovi massimi. Seppur silenziosamente, Piazza Affari ha toccato i livelli più alti degli ultimi due anni.

Paradossalmente, gli investitori hanno interpretato le brutte notizie sul fronte macro Usa come ulteriore messaggio di accomodamento monetario. Se la ripresa americana stenta a carburare, gli indici possono ancora godere di un'estensione del periodo di amnistia sul fronte tassi.

Con l'imprevista contrazione dei posti di lavoro si allontana così lo spettro di un imminente rialzo dei tassi d'interesse, le cui crescenti attese avevano inibito gli slanci di borsa drogati dall'enorme liquidità.

Questa spinta propulsiva, di natura macroeconomica, viene però neutralizzata da aspettative di ribasso degli indici motivate da ragioni tecniche.

Con l'assenza perdurante di rotazioni settoriali, con la concentrazione ossessiva su titoli tecnologici ed energetici (questi non in chiave difensiva ma speculativa post-rally del greggio) e soprattutto con la perdita dell'economicità dei listini il mercato fatica a trovare una via d'uscita che non passi per un ritracciamento salutare.

La sopravvalutazione diffusa e la lenta pressione dei multipli iniziano a farsi sentire sulle gambe del rally. Gli indici tutti sono tornati in posizioni estremamente delicate, a ridosso di cedimenti teorici, livelli cioè di supporto fondamentali.

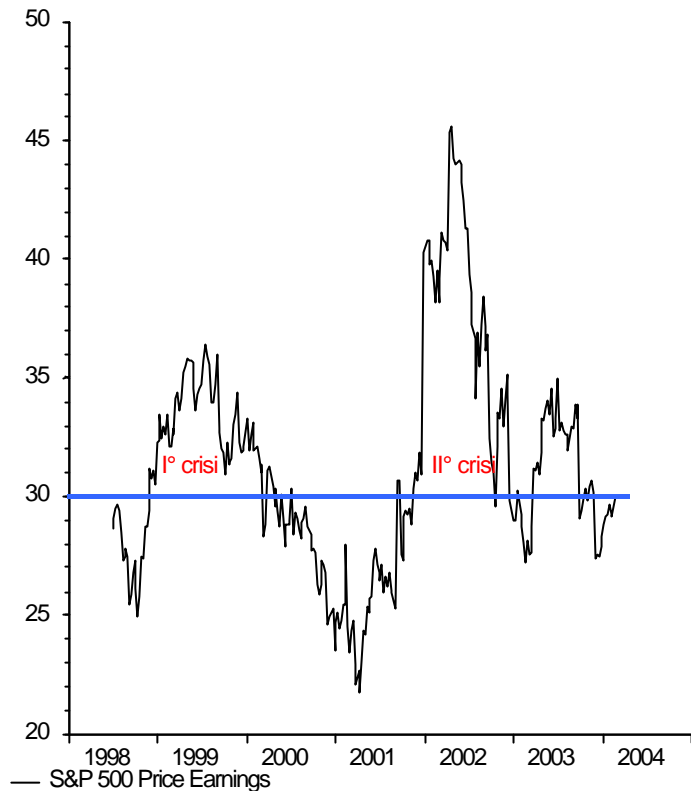
Per poter proseguire nella scommessa rialzista è necessario quindi valutare la tenuta di questi bastioni, aspettando che il mercato scarichi prima le tensioni da ipercomprato.

Altrimenti il margine di rivalutazione dei titoli non riuscirebbe a competere con il crescente rischio di downside.

Se sul fronte asiatico, la scadenza prossima dell'anno fiscale giapponese è da stimolo ad operazioni di window-dressing e ad una chiusura positiva dei bilanci, negli Stati Uniti ed ancor più in Europa il Toro risulta intrappolato in un range di appiattimento laterale.

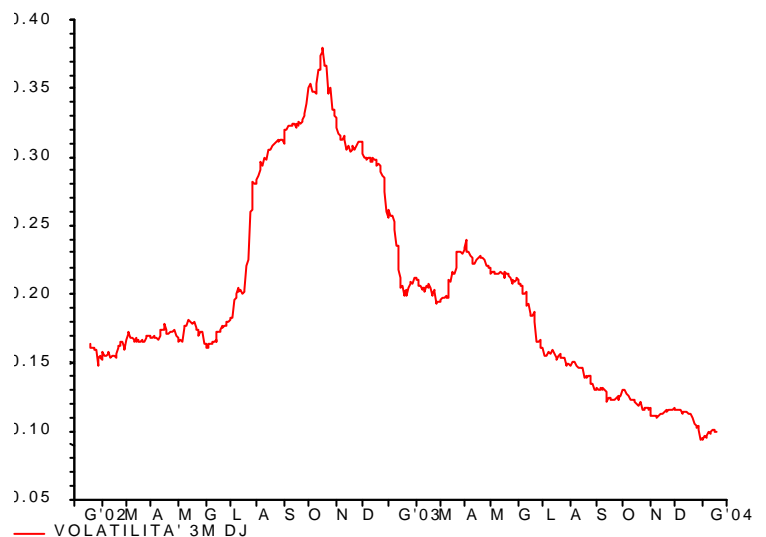
Il livello di equilibrio raggiunto è paralizzante. Gli indici restano ostaggio del loro appagamento, che da un lato soddisfa le ragioni macro-fondamentali ma nel contempo soffoca le ambizioni di prosecuzione del rally con la zavorra dei P/e. Una empaque da sbloccare prima dell'arrivo della primavera, quando le prospettive degli indici saranno già ombrate dal risveglio delle ansie di un nuovo rialzo dei tassi Usa.

6 anni e 2 crisi, p/e al punto di partenza



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

Wall Street: volatilità ai minimi storici



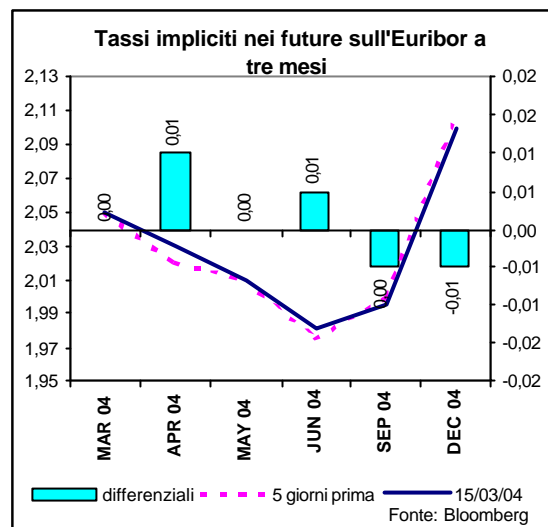
HIGH 0.38 17/10/02, LOW 0.09 2/1/04, LAST 0.10 19/1/04

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

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Negli Usa l'attività produttiva evolve positivamente, ma segnali meno brillanti emergono dal lato dei consumi e avvalorano l'ipotesi di stabilità dei *Fed Funds* all'1% almeno fino alle elezioni di novembre 2004.
- La scarsa creazione di occupazione e i timori che la fase di debolezza del mercato del lavoro non sia transitoria hanno iniziato ad erodere la fiducia dei consumatori, anche se il presidente della Fed Alan Greenspan ha insistito nell'affermare che gli occupati dovrebbero presto aumentare in modo più consistente. Intanto, l'Indice dell'Università di Michigan in marzo è calato al 94,1 dal 94,4 di febbraio, mettendo a segno il secondo cedimento consecutivo, dopo il 103,8 di gennaio che rappresenta un massimo in oltre tre anni. Per il momento le vendite al dettaglio di febbraio hanno tenuto, evidenziando un incremento dello 0,6 m/m e del 7,9% a/a. Se si esclude il comparto automobilistico le vendite segnano un nulla di fatto in febbraio e un +7,3% a/a. L'incremento annuo nella media di gennaio-febbraio 2004 rimane sostenuto (+7%) e in accelerazione rispetto al risultato dell'ultimo trimestre del 2003 (6,8%).
- La dinamica della produzione industriale si è confermata vivace con un aumento in febbraio dello 0,7% m/m e del 2,7% a/a; nella media di gennaio-febbraio 2004 la produzione è avanzata del 2,6%, accelerando rispetto alla variazione tendenziale dell'ultimo trimestre del 2003 (1,5%). In crescita, seppure moderata, è risultata anche la capacità produttiva utilizzata al 76,6% di febbraio.
- Tuttavia, anche nell'ambito del settore manifatturiero emergono sintomi di deterioramento della fiducia, questa settimana testimoniati dal netto cedimento dell'Empire Manufacturing che fotografa l'umore delle imprese di New York in calo a febbraio a 25,33 dal 42,05 di gennaio.
- I sintomi di affaticamento del ciclo Usa hanno l'effetto di focalizzare l'attenzione degli operatori sui fattori di rischio che pendono sulla dinamica congiunturale americana e quindi concorrono a mantenere i tassi sui titoli di Stato a livelli vicini ai minimi di giugno 2003. In questo senso ha giocato anche il disavanzo commerciale americano di gennaio 2004 lievitato a 43,06 miliardi di dollari dai 42,7 di dicembre a causa soprattutto del peggioramento del deficit con la Cina, per contro l'avanzo commerciale della zona euro si è dimezzato a 4,75 miliardi di dollari dagli 8,19 di dicembre. Ai fattori macroeconomici si sono sommati i timori legati all'intensificarsi degli episodi di terrorismo, che concorrono ad alimentare un clima di incertezza.
- Indicazioni di debolezza ciclica sono emerse dall'area dell'euro, che ha inanellato una serie di risultati deludenti. Tra gli altri, il Pil italiano ha confermato una crescita congiunturale nulla nel IV trimestre del 2003, con un incremento tendenziale di appena lo 0,1% che ha portato la crescita in media d'anno allo 0,4%. La produzione industriale di gennaio si è rivelata debole sia in Germania (-0,1% m/m; 1,3% a/a), sia in Francia (-0,5% m/m; 0,9% a/a), che in Italia. Per contro, ha sorpreso in positivo l'andamento delle vendite al dettaglio europee di gennaio che sono cresciute del 2,4% m/m e dello 0,6% a/a.
- Le luci e le ombre emerse dai dati congiunturali europei sollevano dubbi sul vigore della ripresa all'inizio del 2004, nonostante il Bollettino della Banca Centrale europea di marzo confermi uno scenario previsionale moderatamente ottimista. Il Bollettino rileva i segnali di stabilizzazione degli investimenti nell'ultimo trimestre del 2003, che sono tornati a crescere dopo un periodo di protratta ristrutturazione aziendale, e si dice fiducioso in un'ulteriore ripresa grazie alle vantaggiose condizioni di finanziamento. Tuttavia, il fiacco andamento della produzione industriale a inizio 2004 non gioca a favore di questa tesi. Il Bollettino sostiene, inoltre, che vi sono i motivi per attendersi un graduale incremento dei consumi grazie all'espansione del reddito disponibile reale favorita dal calo dei prezzi all'importazione e dalle ulteriori riduzioni di imposte, ipotesi che sembrerebbe supportata dall'aumento delle vendite al dettaglio. I segnali di debolezza congiunturale si sono riflessi nei tassi impliciti nei *future* sull'Euribor a tre mesi che risultano in calo rispetto ai valori attuali fino a giugno 2004, anche se la probabilità accreditata all'eventualità di un taglio del saggio guida entro la prima metà dell'anno in corso rimane scarsa.



	dati storici		16/03/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	118,72	106,45	110,83	105,0	101,0
dollaro-euro	1,081	1,261	1,224	1,27	1,24
yen-euro	128,3	134,3	135,1	133,4	125,2
sterlina-euro	0,683	0,693	0,680	0,682	0,690
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,29	1,13	1,10	1,20	2,00
euro	2,53	2,09	2,05	2,10	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,05	0,10
sterlina	3,66	4,06	4,25	4,50	4,90
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,80	4,13	3,70	4,40	4,60
Germania	4,02	4,19	3,90	4,20	4,50
Giappone	0,72	1,33	1,29	1,40	1,55
Italia	4,20	4,32	4,14	4,35	4,60
Gran Bretagna	4,27	4,78	4,62	4,80	5,03

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	114,2	115	115,2	115,2	115,2	115,1	115,2	115,7	115,9	115,9	116,2	115,2
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,2	0,2	0,7	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,1
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	1,9	1,6	1,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8

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
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	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
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	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	123,8	124,3	124,5	124,6	124,6	124,7	124,9	125,1	125,3	125,5	125,6	124,7
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,2	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,2

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

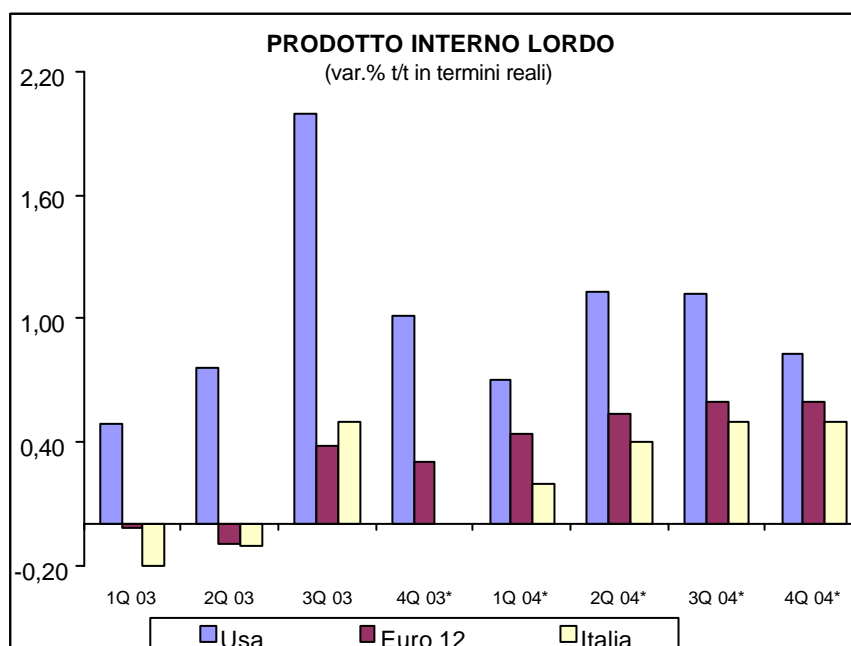
AREA EURO

	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	1,6	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	1,1	1,7	1,9	2,2

ITALIA

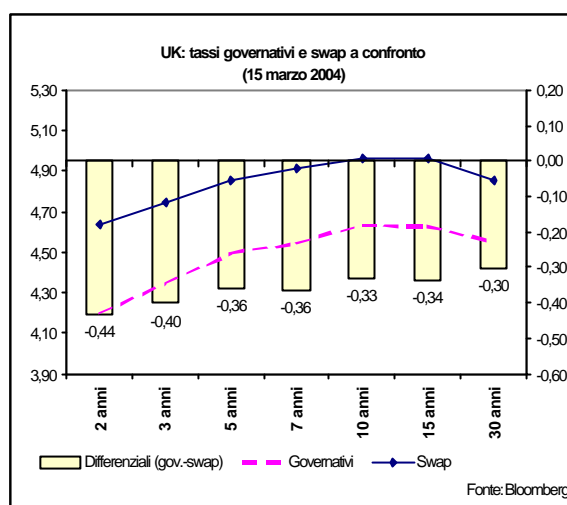
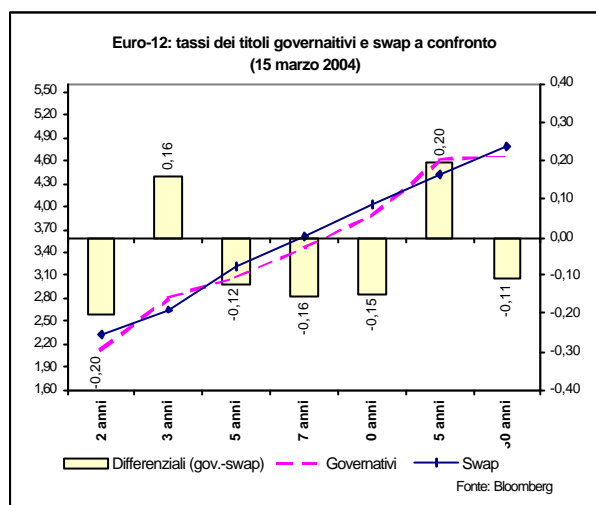
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,0	0,9	1,8	2,1	2,2
var.% anno su anno	0,4	0,3	1,2	0,6	0,2	0,4	0,1	0,6	1,1	1,2	1,8

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

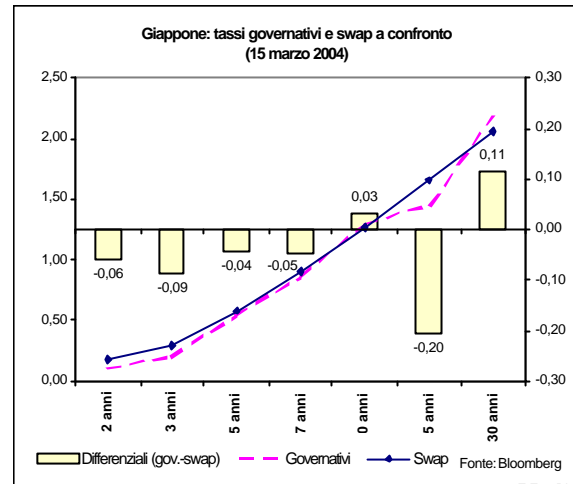
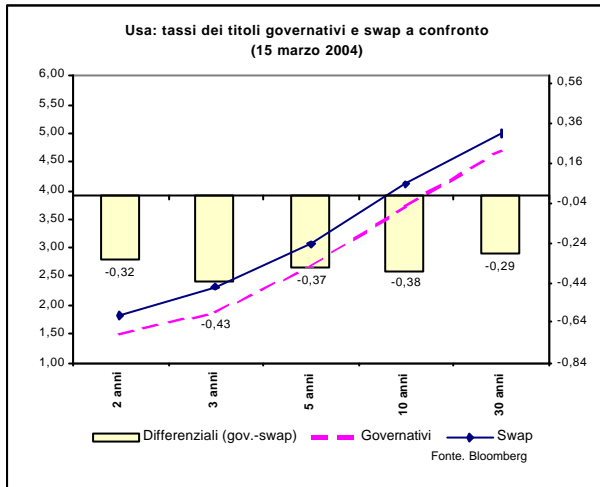
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	12/3/04	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,224	1,219	1,280	1,103	1,049	1,179	0,4	-4,4	10,9	16,7	3,8
Canada	1,631	1,628	1,691	1,624	1,655	1,800	0,2	-3,6	0,4	-1,5	-9,4
Australia	1,675	1,625	1,628	1,845	1,856	1,910	3,1	2,9	-9,2	-9,7	-12,3
Nuova Zelanda	1,896	1,822	1,834	2,006	1,998	2,223	4,1	3,4	-5,4	-5,1	-14,7
Giappone	136,2	135,5	135,0	129,2	124,4	133,7	0,5	0,8	5,4	9,5	1,8
Argentina	3,552	3,646	3,756	3,445	3,531	1,180	-2,6	-5,4	3,1	0,6	201,1
Svizzera	1,569	1,578	1,577	1,467	1,452	1,617	-0,5	-0,5	6,9	8,0	-2,9
Regno Unito	0,681	0,670	0,677	0,684	0,651	0,711	1,6	0,6	-0,3	4,8	-4,2
Svezia	9,238	9,200	9,157	9,313	9,153	9,470	0,4	0,9	-0,8	0,9	-2,4
Danimarca	7,452	7,452	7,451	7,428	7,429	7,450	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0
Norvegia	8,560	8,665	8,860	7,867	7,276	8,855	-1,2	-3,4	8,8	17,7	-3,3
Cipro	0,586	0,586	0,586	0,582	0,573	0,582	0,0	-0,1	0,6	2,2	0,6
Repubblica Ceca	33,07	33,12	32,94	31,65	31,58	35,11	-0,1	0,4	4,5	4,7	-5,8
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	253,9	256,2	264,6	245,3	236,3	251,5	-0,9	-4,1	3,5	7,4	0,9
Lettonia	0,663	0,659	0,673	0,633	0,614	0,667	0,5	-1,6	4,7	7,9	-0,6
Lituania	3,452	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,428	0,426	0,429	0,424	0,418	0,443	0,4	-0,3	0,8	2,3	-3,5
Slovacchia	40,49	40,65	40,44	41,86	41,50	42,99	-0,4	0,1	-3,3	-2,4	-5,8
Slovenia	238,0	238,0	237,4	231,9	230,2	189,0	0,0	0,2	2,6	3,4	25,9
Polonia	4,7648	4,844	4,854	4,374	4,021	4,071	-1,6	-1,8	8,9	18,5	17,0
Russia	34,75	35,46	36,52	34,61	33,53	25,32	-2,0	-4,8	0,4	3,6	37,2
EURO	91,3	91,7	92,5	87,6	84,5	93,3	-0,5	-1,3	4,2	8,1	-2,2

cambio effettivo nominale

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										
	12/3/04	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,334	1,322	1,318	1,478	1,572	1,598	-0,9	-1,2	10,8	17,8	19,8
Australia (*)	0,733	0,761	0,791	0,593	0,562	0,516	-3,7	-7,3	23,5	30,5	42,0
Nuova Zelanda (*)	0,644	0,674	0,699	0,547	0,524	0,425	-4,5	-7,9	17,8	22,8	51,5
Giappone	110,8	112,0	105,4	117,4	118,8	131,8	1,1	-4,9	5,9	7,2	19,0
Corea del Sud	1.169	1.172	1.161	1.237	1.200	1.320	0,3	-0,7	5,8	2,7	13,0
Filippine	56,36	56,28	55,99	55,10	53,60	51,60	-0,1	-0,7	-2,2	-4,9	-8,4
Indonesia	8.662	8.585	8.410	8.893	8.950	10.370	-0,9	-2,9	2,7	3,3	19,7
Singapore	1,713	1,731	1,674	1,748	1,734	1,849	1,0	-2,3	2,0	1,2	7,9
Thailandia	39,44	39,41	38,86	42,73	43,11	44,05	-0,1	-1,4	8,4	9,3	11,7
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,25	45,32	45,26	47,65	47,97	48,27	0,1	0,0	5,3	6,0	6,7
Argentina	2,92	2,93	2,93	3,12	3,36	1,00	0,6	0,5	6,8	15,2	-65,8
Brasile	2,91	2,87	2,91	3,47	3,54	2,30	-1,4	0,0	19,2	21,7	-21,1
Cile	598,0	592,5	574,8	755,5	720,3	646,3	-0,9	-3,9	26,3	20,4	8,1
Colombia	2.681	2.669	2.729	2.960	2.867	2.297	-0,5	1,8	10,4	6,9	-14,3
Messico	10,98	10,93	10,96	10,92	10,46	9,11	-0,4	-0,1	-0,5	-4,7	-17,0
Perù	3,46	3,47	3,49	3,48	3,50	3,44	0,3	0,8	0,5	1,2	-0,6
Uruguay	29,61	29,56	29,56	28,70	27,20	14,75	-0,2	-0,2	-3,1	-8,1	-50,2
Venezuela	3.459	3.519	2.928	1.598	1.387	759	1,7	-15,4	-53,8	-59,9	-78,1
Israele	4,51	4,50	4,46	4,81	4,75	4,48	-0,3	-1,2	6,5	5,3	-0,7
Sud Africa	6,76	6,60	6,64	8,04	8,57	12,37	-2,5	-1,8	18,8	26,7	82,9
Turchia	1.319.004	1.326.410	1.318.094	1.616.227	1.643.699	1.429.847	0,6	-0,1	22,5	24,6	8,4
Area dell'Euro (*)	1,224	1,219	1,280	1,103	1,049	0,904	0,4	-4,4	10,9	16,7	35,4
Regno Unito (*)	1,804	1,846	1,894	1,612	1,610	1,439	-2,3	-4,8	11,9	12,0	25,3
Svizzera	1,283	1,276	1,230	1,336	1,383	1,650	-0,6	-4,2	4,1	7,8	28,6
Danimarca	6,10	6,02	5,81	6,76	7,08	8,28	-1,2	-4,7	10,8	16,1	35,9
Norvegia	7,00	7,11	6,92	7,13	6,97	8,87	1,5	-1,2	1,8	-0,5	26,6
Svezia	7,58	7,42	7,13	8,45	8,69	10,28	-2,1	-5,9	11,4	14,6	35,5
Russia	28,57	28,67	28,53	31,51	31,78	30,14	0,3	-0,1	10,3	11,2	5,5
Polonia	3,89	3,91	3,81	3,99	3,81	3,96	0,7	-2,0	2,7	-1,9	1,8
Repubblica Ceca	27,04	27,17	25,72	28,71	30,14	35,27	0,5	-4,9	6,2	11,5	30,4
Ungheria	207,3	206,7	205,8	223,3	224,9	272,9	-0,3	-0,7	7,7	8,5	31,6
DOLLARO USA	97,6	96,4	93,6	106,4	110,5	122,0	1,2	4,3	-8,3	-11,7	-20,0

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 9 AL 15 MARZO 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 16	Stati Uniti: FOMC ☺
Mercoledì 17	Area Euro: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'incontro di politica monetaria
Giovedì 18	Stati Uniti: verbali dell'incontro di politica monetaria del 28 gennaio
Venerdì 19	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali dell'incontro di politica monetaria

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 16	Italia	IPCA	febbraio	-0,7% m/m;2,1% a/a	-0,2% m/m;2,24% a/a
	Regno Unito	IPCA	febbraio	-0,5% m/m;1,4% a/a	0,3% m/m;1,3% a/a
		RPI-X	febbraio	-0,2% m/m;2,4% a/a	0,3% m/m;2,3% a/a
Mercoledì 17	Germania	Indice Zew ☺	marzo	69,9	57,6
	Francia	Partite correnti	gennaio	€1,0 mld	€0,7 mld
	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	gennaio	3,4% a/a	3,6% a/a
		Variatz. num. disoccupati	febbraio	-13.400	-13.000
		Tasso di disoccupazione	febbraio	2,9%	2,9%
	Area Euro	IPCA	febbraio	-0,2% m/m;1,9% a/a	0,2% m/m;1,6% a/a
		Produzione industriale	gennaio	0,2% m/m;2,3% a/a	0,2% m/m;1,6% a/a
Germania	Prezzi alla produzione	febbraio	-0,2% m/m;0,2% a/a	0,2% m/m;0,0% a/a	
Giovedì 18	Regno Unito	Vendite al dettaglio	febbraio	0,6% m/m;6,4% a/a	0,1% m/m;6,0% a/a
	Area Euro	Costo del lavoro	I tr. 04	2,9% a/a	2,8% a/a
Venerdì 19	Italia	Bilancia commerciale	gennaio	- €0,61 mld	- €2,30 mld

STATI UNITI

Martedì 16	Stati Uniti	Permessi edilizi	febbraio	1,92 mln	1,90 mln
		Nuove unità abitative	febbraio	1,90 mln	1,92 mln
Mercoledì 17	Stati Uniti	Prezzi al consumo ☺	febbraio	0,5% m/m;1,9% a/a	0,3% m/m;1,6% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.)	febbraio	0,2% m/m;1,1% a/a	0,1% m/m;1,1% a/a
Giovedì 18	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	13 marzo	341.000	345.000
		Indice Fed di Philadelphia ☺	marzo	31,4	29,0