

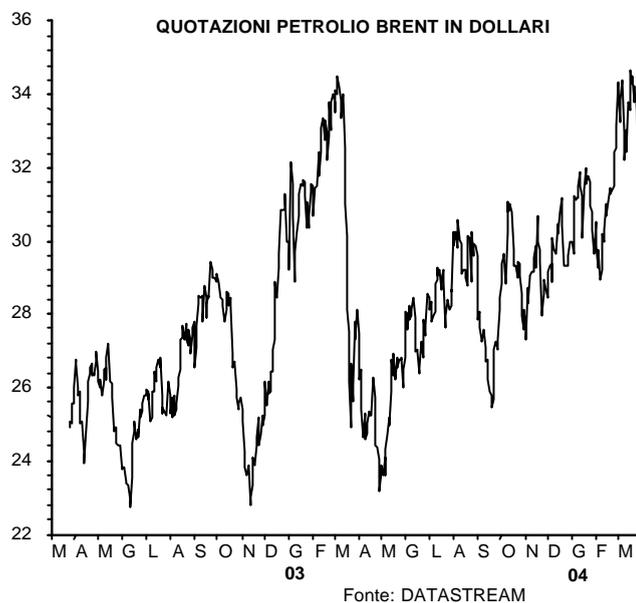
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**30 marzo 2004**  
**n. 12 - 2004**

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



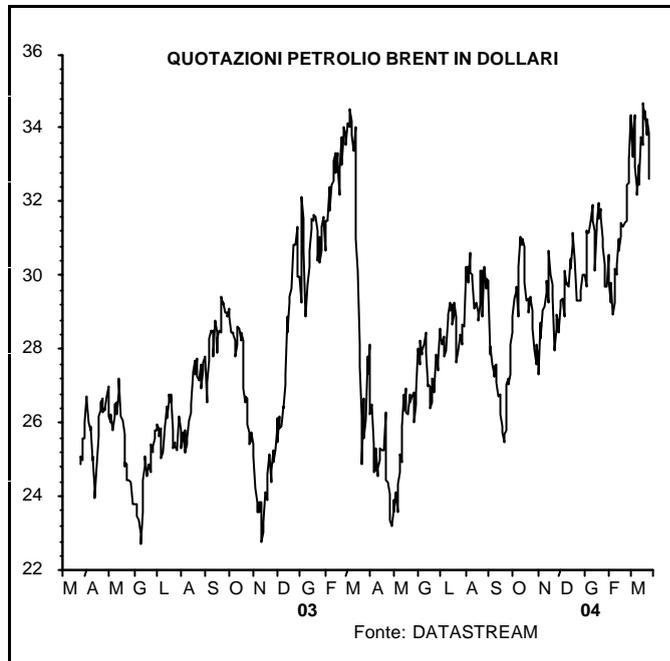
- ✓ Il prezzo del petrolio continua a rimanere al di sopra del tetto del corridoio OPEC compreso tra i 22 e i 28 dollari. Il dollaro debole non sembra più il principale fattore a mettere in tensione i corsi del greggio. La forte domanda asiatica, le ridotte scorte negli Stati Uniti e la situazione politica in Venezuela, unitamente alle incertezze legate al contesto geopolitico internazionale, sono tutti fattori che concorrono a mantenere elevato il prezzo del barile.
- ✓ I dati del recente Censimento ISTAT illustrano come negli ultimi dieci anni la struttura produttiva italiana abbia visto ridursi il peso del settore manifatturiero a favore dei servizi. Il processo è comune a molti altri paesi europei. Oggi nella UE il settore manifatturiero impiega circa 24 milioni di addetti contro i 27 milioni del 1990.

## LA DOMANDA GLOBALE SPINGE IL PETROLIO

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

- Dall'inizio del 2004, le quotazioni del petrolio Brent permangono al di sopra dei 30 dollari per barile. Nella seconda decade di marzo sono stati sfiorati i 35 dollari, un livello che costituisce un massimo dal primo conflitto del Golfo.
- Il dollaro debole non sembra più il principale fattore di leva sui prezzi. La forte domanda asiatica, le scarse scorte negli Stati Uniti e la situazione politica in Venezuela, unitamente alle incertezze legate al contesto geo-politico internazionale, sono tutti elementi che concorrono a mantenere elevati i corsi del greggio.

Chi sostiene che sia iniziata una nuova era per le quotazioni del greggio sembra avere dalla sua parte dati concreti. Nel 2003, il prezzo medio del Brent è stato di circa 28 dollari per barile; quello del WTI di oltre 31 dollari, il livello più alto degli ultimi 20 anni. Nei primi tre mesi del 2004, la media si è alzata rispettivamente a circa 32 e 34 dollari per barile. La posizione dell'OPEC continua ad essere quella per cui dollaro e speculazione sarebbero le vere leve dei prezzi. Gli attuali rincari delle quotazioni verrebbero legittimati principalmente dal calo del dollaro sull'euro e sulle altre valute. Poiché il greggio viene quotato – e pagato – in dollari, ne deriva che il deprezzamento della moneta Usa riduce il potere d'acquisto degli introiti dei



paesi esportatori di petrolio, soprattutto in relazione all'import di beni e servizi dall'Europa. Ma se così in parte è stato nel 2003, i dati dei primi mesi del 2004 sembrano smentire questa tesi: da inizio gennaio ad oggi l'euro ha perso nei confronti della valuta statunitense oltre il 3% del suo valore, mentre il greggio WTI ha guadagnato il 10% e il Brent l'8. Senza dubbio, il Cartello sta facendo la sua parte per mantenere elevate le quotazioni. Tuttavia, la situazione appare più complessa, soprattutto se si considera che i mercati fisici sono riforniti: l'OPEC sta pompando molto più di quanto annunciato ufficialmente.

Gli elementi rialzisti comunque non mancano. Le scorte Usa di greggio e di prodotti raffinati hanno toccato i livelli più bassi degli ultimi trent'anni. Nella terza settimana di marzo, le riserve di benzina sono diminuite di 800 mila barili, toccando un livello inferiore del 5% alla media degli ultimi cinque anni. La principale leva sui prezzi resta quella legata all'incremento esponenziale della domanda americana e asiatica. Nel 2003, circa il 35% dell'aumento del fabbisogno mondiale di petrolio è dipeso proprio dall'incremento dei consumi interni cinesi. La domanda del "hungry dragon" è aumentata in due anni di circa un milione di barili al giorno, passando dai 4,6 milioni di barili del 2001 ai 5,5 del 2003, superando il Giappone e ponendosi al secondo posto nel mondo dopo gli Usa (20 milioni). Nel solo mese di febbraio di quest'anno, la Cina ha fatto registrare il record delle importazioni, con un incremento del 60% sullo stesso mese dell'anno prima. Nel 2004, la domanda cinese è prevista sfiorare i 6 milioni di barili al giorno. Ad accendere il petrolio hanno concorso anche elementi di carattere geo-politico, con tutte le incertezze sull'Irak, l'attacco terroristico in Europa, gli interrogativi sul Venezuela, senza dimenticare i micro-focolai, come quello registrato di recente in Georgia tra il governo centrale e la regione autonoma di Adjara, dove è situato l'importante terminale petrolifero di Batumi. Anche le spinte speculative hanno fatto la loro parte, alimentate dai bassi tassi di interesse e dalle scarse alternative di investimenti finanziari.

La tenuta dei prezzi del greggio potrebbe avere in parte guastato i piani dell'OPEC, che in sostanza aveva fatto un'analisi ribassista per il bimestre febbraio-marzo. Dopo oltre quattro mesi di paniere OPEC al di sopra dei 28 dollari per barile, appare più difficile per l'Organizzazione dei paesi esportatori – che peraltro si dichiara ancora convinta della bontà di un livello compreso tra i 22 e i 28 dollari – giustificare tagli alle quote. Alla riunione di Vienna del 31 marzo, l'OPEC dovrà valutare se mantenere fede agli impegni assunti due mesi prima ad Algeri. In quell'occasione, il Cartello aveva preso due decisioni: ridurre subito la produzione in eccesso (1,5 milioni di barili al giorno) e tagliare le quote di 1 milione di barili a partire dal primo aprile, previa verifica dei prezzi di mercato al momento. In realtà, con le quotazioni in marzo ai massimi da oltre 13 anni, la gran parte dei paesi dell'OPEC si è sentita legittimata ad aprire i rubinetti, anziché chiuderli. In pratica, la mancanza di disciplina in seno al Cartello avrebbe di fatto impedito la prima parte del processo di riduzione dell'output deliberato ad Algeri e non ci sarebbe più tempo per mettere in pratica l'imminente taglio delle quote. Solo l'Arabia Saudita avrebbe preso provvedimenti tesi a diminuire la produzione, mentre i paesi meno disciplinati sarebbero Libia, Nigeria e Algeria, che da tempo chiedono un aumento delle loro quote. A ciò va aggiunto il margine ormai strettissimo tra domanda globale e capacità di raffinazione e i timori di un possibile blocco produttivo in Venezuela e Nigeria per ragioni politiche. A questo punto, la riduzione delle quote potrebbe subire qualche ritardo. Fin da subito, l'OPEC potrebbe riuscire a ridurre solo in parte – magari della metà o di un terzo – la produzione rispetto al milione di barili deciso ad Algeri.

## USA: L'ELETTRONICA SI FA LARGO NEI PAGAMENTI

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

- Negli Stati Uniti nell'ultimo decennio è aumentato il ricorso a sistemi di pagamento alternativi al contante e agli assegni. L'incremento nell'utilizzo di strumenti basati sui trasferimenti elettronici di fondi ha legami non solo con le caratteristiche socio-economiche e demografiche della clientela ma è dettato anche dal grado di "confidenza" con gli strumenti elettronici.
- Il numero di pagamenti elettronici è all'incirca pari a quello degli assegni ma tre quarti delle famiglie preferiscono avere periodicamente un contatto fisico con la propria banca.
- Per incentivare l'uso delle nuove tecnologie la pubblica amministrazione americana da tempo effettua solamente pagamenti elettronici.

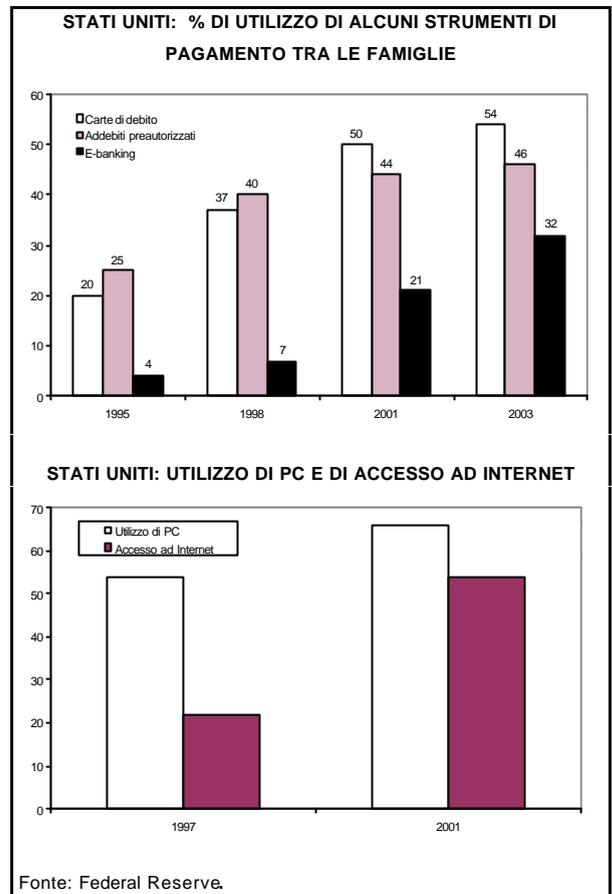
Negli anni più recenti l'intenso sviluppo della tecnologia ha comportato rilevanti cambiamenti nelle abitudini quotidiane. Le modalità di rapporto con la propria banca e i mezzi di pagamento di nuova generazione ne sono un'importante testimonianza. Un recente studio della Federal Reserve mette a confronto l'evoluzione nelle abitudini dei consumatori, sotto questo profilo, nel periodo 1995-2003, quello più interessato dalle innovazioni *on line*. Il confronto prende spunto dai risultati dell'indagine condotta nel 1995 negli Stati Uniti sui comportamenti della clientela nei confronti dei prodotti finanziari. Ne emerse, allora nel complesso, una scarsa adozione delle innovazioni finanziarie: un terzo dei detentori di conto corrente non utilizzava gli apparecchi ATM (dei quali si supponeva invece la facilità e comodità di uso), appena la metà aveva l'accredito in conto corrente dello stipendio, solo il 25% utilizzava pagamenti diretti, la diffusione delle carte di debito si fermava al 20%.

Gli ultimi otto anni hanno visto un radicale mutamento di questo scenario, concretizzatosi in un utilizzo più intensivo dei prodotti/servizi (ATM, disposizione di accrediti) e nell'intensa adozione di strumenti tecnologicamente più evoluti (carte di debito, *e-banking*). L'entità di questi cambiamenti sembra essere in parte legata a variabili demografiche e socio-economiche, in parte alle caratteristiche degli strumenti offerti. Infatti, l'adozione dei prodotti più evoluti sembra fortemente legata a grandezze quali il reddito, la ricchezza, l'età ed il grado di istruzione. A queste alcuni ricercatori aggiungono, però, anche altri fattori quali la necessità di servizi *on line* e il grado di "confidenza" con le apparecchiature informatiche.

Per approfondire lo studio della relazione esistente tra i vari strumenti finanziari e le caratteristiche degli utilizzatori, l'analisi individua tre forme di utilizzo (carte di debito, addebiti preautorizzati ed *e-banking*) ciascuna incorporante un diverso grado di tecnologia. La carta di debito rappresenta lo strumento finanziario che nel tempo ha raggiunto la maggiore diffusione anche tra le classi sociali meno abbienti. Ciononostante la famiglia-tipo maggiormente propensa all'uso rimane quella in cui il capofamiglia è al di sotto dei 45 anni, con reddito e grado di istruzione elevati. Le caratteristiche di chi sceglie l'addebito preautorizzato (utenze domestiche, mutuo, rate di credito al consumo, ecc.) sono legate maggiormente alla comodità d'uso offerta dal prodotto: gli utenti più tipici sono infatti maturi capifamiglia (età mediana oltre i 47 anni), con un aumento particolarmente intenso della richiesta del servizio da parte degli ultra settantacinquenni.

Il prodotto che nel periodo considerato ha riportato il maggiore sviluppo nell'utilizzo da parte delle famiglie (dal 4% del 1995 si è saliti al 32% nel 2003) è risultato l'*e-banking*, favorito dall'accresciuta diffusione di PC e degli accessi ad Internet (+22% e +145,5% rispettivamente nel periodo 1997-2001). Oltre a questi necessari presupposti, altri fattori hanno contribuito alla diffusione dell'*e-banking*: l'incremento nella velocità di trasmissione dati, la convenienza, la comodità d'uso, la sicurezza e la riservatezza nelle transazioni. Ciononostante, rispetto agli altri prodotti finanziari disponibili, rimane ancora contenuta la percentuale di famiglie che utilizzano questo strumento: tre quarti delle famiglie, infatti, preferisce ancora trattare direttamente con la propria banca. In particolare, il 95% degli utenti dell'*e-banking* lo utilizza maggiormente per funzionalità informative (95%) e in misura inferiore per bonifici (64%) e pagamento di utenze (55%).

Nel complesso, l'indagine evidenzia un sistema dei pagamenti che si sta emancipando dai supporti cartacei per approdare a mezzi più sofisticati: nel 2003 circa la metà degli acquisti non in contanti è stata regolata attraverso pagamenti elettronici, il resto con assegni. La previsione per il 2004 è di un superamento di questa equidistribuzione da parte dei pagamenti elettronici (40 mld ogni anno), sottolineato anche dalla costante riduzione del numero degli assegni iniziata già dalla metà degli anni '90. Per rafforzare questo trend la pubblica amministrazione americana ha pianificato una graduale opera di diffusione di tecnologie basate sull'elettronica iniziando dai prodotti più semplici. Da tempo, infatti, diversi pagamenti effettuati dal Dipartimento del Tesoro avvengono solamente tramite Electronic Transfer Account (Eta) ed utilizzo di *stored-value cards* (carte su cui vengono versate somme dovute dall'ente). Il tempo, la maggiore conoscenza degli strumenti a disposizione e l'esperienza saranno fattori strategici all'accesso di strumenti più sofisticati.



## AUMENTA LA DISOCCUPAZIONE GIOVANILE IN MAROCCO

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

- La struttura produttiva del Marocco mostra un'elevata dipendenza dell'economia dal settore primario, che conta per più del 20% del PIL ed occupa più del 40% della forza lavoro.
- Il Marocco continua a perseguire una politica di apertura verso l'estero confermata dall'adesione al WTO, da un accordo di associazione con la UE e dalla recente firma di un accordo di libero scambio con gli Stati Uniti.
- Il problema principale rimane l'elevata disoccupazione in un paese in cui il 25% della popolazione ha un'età compresa tra i dieci e i venti anni e più di un quinto della popolazione vive sotto la soglia di povertà.

Nel 2003 il Marocco ha realizzato un tasso di crescita del 5,5% in netto miglioramento rispetto al 3,2% dell'anno precedente, grazie soprattutto all'aumento della produzione agricola e al sostegno della domanda interna.

Le favorevoli condizioni climatiche hanno infatti consentito un recupero della produzione agricola (+21%), il cui rallentamento era stato il principale fattore di decelerazione del Pil nell'anno precedente. La produzione di cereali nel 2003 ha toccato il massimo degli ultimi sette anni, evidenziando ancora una volta l'eccessiva dipendenza dell'economia del paese dal settore primario, che costituisce il 23% del Pil ed occupa circa il 43% della forza lavoro. Per il 2004 ci si attende una crescita intorno al 4,5%, trainata da una ripresa della domanda interna che dovrebbe compensare la debolezza delle esportazioni.

Nel 2003 il saldo delle partite correnti ha fatto registrare una riduzione del surplus, pari all'1% del Pil, a causa dell'ampliarsi del deficit commerciale. A sostegno del surplus delle partite correnti si segnala comunque l'aumento delle rimesse dall'estero che costituiscono quasi l'8% del Pil.

La debole domanda estera, in particolare dell'Unione europea, influisce negativamente sull'economia del paese che dirige verso quest'area il 75% delle esportazioni e dalla quale proviene la metà delle importazioni. A ciò si aggiunge la mancata ripresa del turismo, duramente colpito dagli attacchi terroristici a Casablanca nel maggio scorso e dall'instabilità politica del Medio Oriente.

Un impulso al commercio oltreoceano dovrebbe arrivare dalla firma del recente accordo di libero scambio con gli Stati Uniti. Il Marocco è ad oggi il secondo paese arabo, dopo la Giordania, ad aver firmato un accordo commerciale con gli Stati Uniti, verso i quali è diretto il 5,7% circa delle esportazioni e delle importazioni. In base a questo accordo saranno eliminate le tariffe sul 95% dei prodotti di consumo e industriali scambiati tra i due paesi.

Dopo quello alimentare il settore più importante è quello chimico-farmaceutico, grazie all'industria dei fosfati. Il paese infatti possiede le più grandi riserve al mondo di fosfati che lo rendono il terzo produttore mondiale e il primo esportatore.

Nel 2003 il flusso di investimenti diretti dall'estero ha raggiunto il 4,5% del Pil grazie alla vendita di una parte della società statale dei tabacchi. La posizione sull'estero è soddisfacente: il livello delle riserve ha infatti superato i \$10 mld, corrispondenti a circa nove mesi di importazioni, e il paese presenta un buon rapporto tra servizio del debito ed esportazioni (pari a circa il 20%).

Il tasso di cambio del dirham è ancorato ad un paniere di valute non dichiarato; l'apprezzamento della valuta di circa il 16% contro il dollaro statunitense riflette l'andamento dell'euro contro il dollaro e il forte peso dell'euro nel paniere calcolato dalla Banca centrale.

Il controllo del deficit pubblico (-4,2% del Pil nel 2003) rimane un obiettivo prioritario considerando che la spesa per il personale pubblico pesa per il 50%. Il piano di privatizzazione delle imprese statali prevede la vendita di più di cento imprese, ma dall'inizio degli anni novanta alla fine del 2003 il numero delle imprese privatizzate è solo la metà.

Dal punto di vista sociale il tasso di disoccupazione al 23% rimane il problema principale, soprattutto in considerazione del profilo demografico del paese, dove un quarto della popolazione ha un'età compresa tra i dieci e i venti anni. Stime indicano che per i 300.000 giovani che ogni anno accedono al mercato del lavoro, siano disponibili solo 200.000 posti di lavoro e che più di un quinto della popolazione vive al di sotto della soglia di povertà.

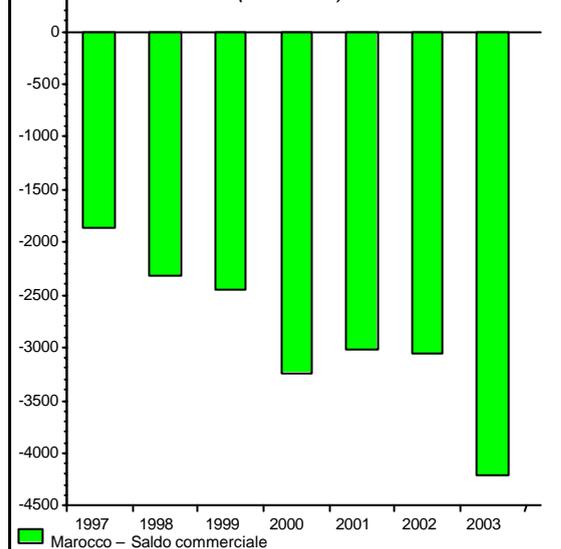
A ciò si aggiunge un tasso di analfabetismo particolarmente elevato (50%), che raggiunge l'83% tra le donne nelle regioni rurali.

Marocco	2002	2003*	2004**
Popolazione (milioni di abitanti)	29,6		
Pil pro capite (in \$ Usa)	1.610		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,2	5,5	4,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	2,8	2,0	2,9
Bilancio pubblico (in % del Pil)	-4,5	-4,2	-4,5
Cambio dirham/\$ Usa (media annua)	11,02	9,61	9,40
Debito estero (in % del Pil)	35,9	33,5	30,1

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

Rating: Ba1 (Moody's), BB (Standard & Poor's)  
ECA: 4

Marocco: Saldo commerciale (1997 - 2003)  
(US\$ mld)



## COREA DEL SUD: VERSO UNA GRADUALE RIPRESA

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

- L'economia coreana dopo un anno di rallentamento riprenderà a crescere nel 2004 con un tasso del 5,2%. La ripresa sarà alimentata da un miglioramento del settore bancario, dalla ripresa dei consumi privati e dalla crescita dell'export.
- L'inflazione rimarrà contenuta, e il won continuerà ad apprezzarsi, seppure moderatamente, nei confronti del dollaro. Le autorità monetarie, che si sono impegnate ad intervenire per evitare eccessive oscillazioni, possono contare su un livello piuttosto elevato di riserve internazionali.
- Le elezioni politiche del prossimo aprile, i cui esiti appaiono molto incerti, hanno influenzato il processo di attuazione delle riforme economiche.

Nel corso del 2003 la debolezza dei consumi e degli investimenti ha causato un rallentamento dell'economia coreana che ha portato il Pil a crescere del 2,1 per cento dopo il 6,3 per cento dell'anno precedente. La frenata dei consumi è spiegabile in parte anche con le difficoltà registrate nel settore delle carte di credito che ha conosciuto in Corea un grande sviluppo negli anni recenti. Dopo la crisi finanziaria asiatica le banche si trovarono infatti a dover fronteggiare una drastica riduzione nelle richieste di finanziamenti da parte delle imprese e decisero di rivolgersi in modo massiccio al mercato dei consumatori. La crescita indiscriminata dei possessori di carte di credito e del loro utilizzo venne favorita anche da incentivi fiscali garantiti dal governo agli utilizzatori. La possibilità che davano alcune carte di anticipare denaro contante ha innescato un circuito per cui molti consumatori con questo denaro pagavano i debiti contratti con le altre carte di credito arrivando a un punto in cui non riuscivano più a ripagare il proprio debito. Il tasso di default delle carte di credito emesse da banche è passato dal 7,3% del 2001 a oltre il 13% nel 2003. Gli interventi in questo settore hanno pertanto accentuato nel 2003 la flessione dei consumi privati. Le prospettive economiche per l'anno in corso appaiono tuttavia migliori: la ripresa del settore bancario, il venir meno della stretta sul credito al consumo, una solida base industriale e lo sviluppo del commercio, in particolare con la Cina costituiscono gli elementi principali del rilancio economico previsto nel 2004.

Per sostenere la ripresa dei consumi delle famiglie e il settore delle costruzioni, il governo ha previsto alcune misure di stimolo fiscale: tagli sulle imposte personali e incremento della spesa pubblica. Permangono tuttavia delle fragilità legate alla situazione economica delle imprese che rimane molto delicata e che lascia presagire una certa gradualità nei tempi di ripresa. Per il 2004 si prevede un ritorno a ritmi di crescita del Pil di poco superiori al 5 per cento.

Lo sviluppo del paese ha risentito in gran parte della congiuntura internazionale: l'economia statunitense, pur in ripresa, non ha offerto il contributo atteso in termini di domanda, tuttavia questo effetto è stato in parte compensato da una ripresa della domanda giapponese e soprattutto di quella cinese. Anche nel 2004 l'espansione degli scambi internazionali dipenderà in gran parte dagli sviluppi nelle relazioni commerciali con la Cina, tuttavia il saldo delle partite correnti si contrarrà per via di un marcato aumento delle importazioni che presenteranno un ritmo di crescita superiore a quello dell'export. Il tasso di inflazione resterà contenuto: dopo un valore del 3,4% registrato nel 2003, si prevede un rallentamento nel 2004 che potrebbe portare il tasso annuale al 2,5%, all'interno della banda di oscillazione fissata come target dalla Banca centrale coreana.

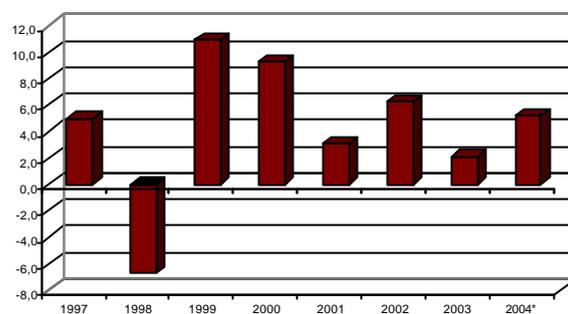
Un contributo al contenimento delle pressioni inflazionistiche viene anche dall'apprezzamento del won contro il dollaro statunitense. Il tasso di cambio che, nel 2003 è stato in media pari a 1194 won per Usd, nel 2004 si dovrebbe registrare un valore medio prossimo a 1145 won per 1 Usd. Le autorità monetarie continueranno ad intervenire per limitare le fluttuazioni del tasso di cambio con il dollaro con l'intento di preservare una sostanziale stabilità. Occorre comunque sottolineare che anche se in termini reali il won si sta apprezzando, il valore contro dollaro rimane circa il 20% al di sotto del cambio registrato negli anni immediatamente precedenti alla crisi finanziaria di fine 1997. Sul fronte politico, la Corea vive un momento di incertezza in attesa delle elezioni che si terranno nel mese di aprile. L'esito della lotta tra il partito di maggioranza, il Millennium Democratic Party (MDP) e il principale partito di opposizione il Grand National Party (GNP) appare piuttosto incerto. A indirizzare il consenso degli elettori potrebbe essere il risultato di una serie di indagini in corso su diversi esponenti di spicco dei principali partiti politici. Il programma politico di riforme, attraverso cui il presidente Roh Moo Hyun si era posto come obiettivo di lungo periodo di portare la Repubblica coreana allo status di paese avanzato, si trova in una posizione di stallo in attesa di ulteriori sviluppi sul fronte di politica interna.

### PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI 2002-2004

Corea del Sud	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	47,4	47,8	48,11
Pil (var. % annua in termini reali)	6,3	2,1	5,2
Prezzi al consumo (var. % annua)	2,8	3,4	2,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	1251,00	1194,00	1145,00
Debito pubblico (in % del Pil)	16,4	16,8	16,0
Fonte: IIF, Cia e nostre elaborazioni su dati Datastream			(*) Previsioni

Rating: A3 (Moody's), A- (Standard & Poor), A (Fitch)  
Eca: n.d.

Tasso di crescita del Pil  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni e previsioni (\*) Servizio Studi BNL su dati

## LE BANCHE INGLESÌ AD ALTA REDDITIVITÀ NEL 2003

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

- **Per i maggiori gruppi bancari inglesi il 2003 è stato un anno complessivamente brillante. Fa eccezione solo Abbey National.**
- **Dinamica virtuosa per ricavi e costi, malgrado il non favorevole andamento del margine d'interesse.**
- **La grande capacità di reddito pone costantemente questi gruppi nella condizione di potenziali acquirenti, tanto sulla scena europea quanto su quella internazionale.**

Con i risultati 2003 le maggiori banche inglesi offrono un contributo importante alla definizione di uno scenario bancario favorevole. L'utile netto consolidato di HSBC (HongKong & Shanghai Banking Corporation) è, infatti, risultato pari a 6,9 mld di euro, quello della Barclays a poco meno di 3,9 mld, quello di RBS (Royal Bank of Scotland) a quasi 5,7 mld. Congiuntamente questi tre gruppi hanno realizzato utili per 16,5 mld (+16,9% rispetto all'anno precedente), un importo di quasi un miliardo di euro superiore a quanto realizzato dall'intero sistema bancario italiano nel biennio 2001-2002. Inoltre, se si prescinde dall'ammortamento dell'avviamento pagato sulle importanti acquisizioni realizzate (soprattutto da HSBC e RBS) negli anni più recenti, una posta dal significato tipicamente contabile, l'utile sale alla considerevole cifra di 18,5 mld.

Altrettanto positivo è il consuntivo (3,8 mld di euro) di Halifax Bank of Scotland (HBOS), il dominatore del mercato inglese dei mutui fondiari (25% delle nuove erogazioni) e di Lloyds TSB (4,6 mld), in questo caso però anche grazie alla consistenti plusvalenze realizzate con il disimpegno dalla Nuova Zelanda, dal Brasile, dall'America Centrale e dalla Francia. In termine di ROE netto, al livello più basso si posiziona HSBC (13,7%), a quello più alto Lloyds TSB (38,5%; 27,4% escludendo i proventi straordinari da cessione).

La nuova perdita di Abbey National (1 mld di euro nel 2003, 1,8 mld nel 2002) contraddice solo in parte questo quadro. Il risultato negativo del sesto operatore bancario inglese (quasi 250 mld di euro di attività) è, infatti, diretta conseguenza della decisione strategica di ridisegnare il profilo del gruppo, tornando a concentrare l'attenzione sulla clientela retail domestica e ridimensionando in maniera drastica i progetti di diversificazione verso l'intermediazione finanziaria. In pochi anni la divisione wholesale banking era arrivata ad accumulare il 35% del rischio complessivo del gruppo. Nel 2003 le attività ponderate per il rischio di questa divisione sono state ridotte di quasi l'80% (da 35,6 a 7,6 mld di euro), quelle dei personal financial services sono, invece, aumentate del 46%.

E' certamente difficile individuare determinanti comuni per il brillante risultato dei tre gruppi maggiori, trattandosi di operatori fortemente diversificati a livello geografico e presenti con posizioni di rilievo in tutti i comparti del mercato finanziario. Si può comunque rilevare che ad una crescita dei costi del 3,6% ha fatto riscontro un incremento dei ricavi dell'11,1% (10,5% se al netto di quelli da trading finanziario). La virtuosa dinamica dei ricavi e dei costi risulta confermata anche se dai conti di HSBC si esclude l'apporto di Household International (l'importante operatore di credito al consumo americano acquisito nel 2003): la crescita dei ricavi si ferma all'1,3% (- 0,1% escludendo il trading finanziario) mentre i costi si contraggono del 3,6%. Sui ricavi pesa l'andamento non favorevole del margine d'interesse (- 4,6%, escludendo Household International). Sul mercato domestico, attraverso un processo di ricomposizione dal lato degli impieghi e della raccolta, Barclays e RBS sono, tuttavia, riuscite a contenere l'effetto derivante dalla contrazione del tasso base inglese (circa 30 centesimi): il rendimento netto del loro attivo fruttifero in Gran Bretagna è, rispettivamente, aumentato di 3 centesimi e diminuito di 10.

Nel complesso, escludendo Household International, il risultato operativo aumenta in media del 7,6%, il cost / income ratio scende di 2,7 punti percentuali (a 53,3% con RBS però già a 50,6%), il rapporto tra risultato di gestione e attivo ponderato per il rischio si conferma al 2,8%, con RBS di nuovo più avanti di tutti (al 3,3%).

La salvaguardia della qualità del portafoglio crediti ha richiesto nel 2003 il 6,6% in meno di accantonamenti prudenziali. Per portare Household International in posizione analoga al resto del gruppo, HSBC ha dovuto, però, effettuare accantonamenti aggiuntivi per circa 3,6 mld di euro. Considerando anche quest'intervento, le rettifiche su crediti risultano pari all'0,80% del portafoglio prestiti. Il loro ammontare assorbe il 25% del risultato operativo (31% per HSBC, 18% per RBS).

La grande capacità di reddito pone costantemente questi gruppi nella condizione di potenziali acquirenti. HSBC a fine 2002 ha acquisito in Messico il Grupo Financiero Bital (per US\$ 1,9 mld), nel corso del 2003 Household International (US\$ 14 mld), alla fine dello scorso anno la partecipazione brasiliana della Lloyds TSB a sua volta controllante Losango (una società di credito al consumo con 7 milioni di clienti), nel febbraio scorso la Bank of Bermuda (per \$ 1,3 mld). La Barclays, invece, ha assunto in Spagna il controllo del Banco Zaragozano per 1,1 mld di euro dei quali però 250 mln successivamente recuperati con la vendita di attività ritenute non interessanti. Di taglia minore sono le altre acquisizioni, tutte ben posizionate nel comparto delle gestioni del risparmio: Gerrard e Clydesdale Financial Services (entrambi in Gran Bretagna) e Charles Schwab Europe, la filiale europea del famoso broker americano. La RBS, da parte sua, ha completato nel 2003 nove acquisizioni (4 negli Stati Uniti e 5 in Europa) ed una cessione con un esborso netto di quasi 3,8 mld di euro. Tra le operazioni perfezionate la più importante è l'acquisizione di Churchill che ha fatto di RBS il secondo operatore assicurativo inglese. Negli Stati Uniti RBS è ora il 13° gruppo bancario per raccolta depositi.

## DIECI ANNI DI ITALIA: IMPRESE PIÙ PICCOLE E PIÙ SERVIZI

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

- Negli ultimi dieci anni la struttura produttiva italiana ha visto ridursi il peso del settore manifatturiero a favore dei servizi. Il processo è comune a molti altri paesi europei.
- Tra il 1991 e il 2001 la dimensione media delle imprese si è ridotta, sia a causa del maggiore numero di aziende individuali, sia di una riduzione del numero di addetti nella grande industria.
- A fare da sfondo al cambiamento produttivo e dell'occupazione complessiva vi è anche una trasformazione di "genere". L'occupazione femminile negli ultimi dieci anni è aumentata, ma rimane ancora inferiore al 40% del totale.

In Italia i risultati del censimento sull'industria e i servizi recentemente pubblicati dall'Istat offrono spunti interessanti per una riflessione sull'evoluzione della struttura del sistema produttivo nell'ultimo decennio. Il quadro generale che se ne trae è di un forte

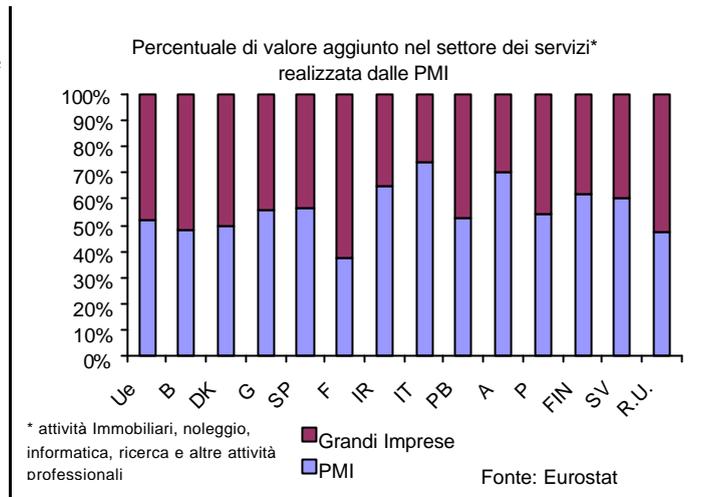
ridimensionamento del comparto manifatturiero, che registra una flessione dell'1,7% nel numero delle imprese e del 6,1% in quello degli addetti. I settori più penalizzati sono quelli del *made in Italy*: in particolare, il numero di imprese si è ridotto sostanzialmente nel tessile (-32,2%), e nell'abbigliamento (-23,7%), contrazioni a due cifre si registrano anche nell'industria del tabacco (-27,4%), nell'industria conciaria e in quella del legno. Cresce invece il numero di imprese nella fabbricazione di macchine per ufficio (+345,5%), di macchine e apparecchi elettrici, in quella dei mezzi di trasporto e nella preparazione per il riciclaggio.

In termini di addetti, a parte l'aumento del 20,9% nel settore della fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, nella lavorazione dei metalli e il +148,2% nel recupero e preparazione per il riciclaggio, in tutti gli altri comparti si osserva una contrazione. La riduzione di posti di lavoro nel manifatturiero è un fenomeno ampiamente documentato anche negli altri paesi europei: oggi nella Ue il settore impiega circa 23,7 milioni di addetti (il 28% dell'occupazione totale) contro i 26,5 milioni del 1990 (-11%). Nelle produzioni manifatturiere si osserva inoltre una riduzione della percentuale di valore aggiunto realizzato. In Italia, quest'ultimo è passato dal 29,3% del 1991 al 25,4% del 2001, le riduzioni più consistenti hanno riguardato il settore chimico, la produzione di materiale elettrico e ottico ed equipaggiamenti per il trasporto. Il fenomeno, anche in questo caso, è comune a tutti i paesi della Ue dove nello stesso periodo si è infatti osservata una riduzione analoga (dal 32,2% al 28,6%, dato al 2000) con l'unica eccezione della Grecia.

A guadagnare peso nell'economia italiana negli ultimi anni sono state invece le imprese operanti nei servizi (escluso il commercio), cresciute del 59,7% in termini numerici e del 33,1% in termini di occupati. La crescita di questo settore è risultata particolarmente accelerata nella seconda metà del periodo censuario. Rispetto ai dati del 1996, infatti, il numero delle imprese è aumentato considerevolmente nelle attività di intermediazione monetaria e finanziaria e nell'informatica, ricerca e altre attività professionali. Un notevole aumento si è poi avuto nel numero di addetti, che cresce in modo consistente soprattutto nei servizi relativi alle attività ricreative, culturali e sportive. Nello stesso periodo, la produttività nel settore è cresciuta, il fatturato per occupato nei servizi è aumentato in tutti i comparti arrivando a un valore analogo a quello di Germania e Spagna, ma rimanendo inferiore a quello dei paesi nordici. I servizi che comprendono le attività immobiliari, il noleggio, l'informatica, la ricerca e le altre attività professionali hanno rappresentato nel 2001 (ultimo dato disponibile) la prima attività in termini di valore aggiunto prodotto in Italia, Germania, Regno Unito (questi ultimi due paesi in coppia realizzano circa il 40% del valore aggiunto dell'Unione di questo settore), Grecia, Francia e Lussemburgo. Nella Ue, inoltre, più del 52% del valore aggiunto del settore viene realizzato da imprese piccole e medie, con una percentuale che in Italia raggiunge il 72%.

Nel nostro paese i dati del censimento mostrano anche una riduzione della dimensione media delle imprese (nel complesso dei settori): negli ultimi dieci anni si è passati infatti da una media di 4,4 addetti per impresa a 3,8. L'Italia rimane comunque in linea con la media europea, dove poco più dell'89% delle imprese occupa meno di 9 addetti, il 9,1% tra i 10 e i 49 addetti, l'1,5% tra 50 e 249 e solo lo 0,3% più di 250 addetti. Il graduale assottigliamento della dimensione d'impresa è il frutto di un incremento nel numero di imprese con un unico addetto, e della riduzione della dimensione media delle grandi che, pur aumentate di numero, impiegano oggi in media 970 addetti contro i 1.088 del 1991. Per contro, il complesso delle piccole e medie imprese passa dai 46,3 ai 40 addetti in media. Dopo le imprese individuali (che contano per circa il 65% del totale), in Italia la forma giuridica prevalente è quella della società di persone (20%) e della società di capitali (13%), quest'ultima, in particolare, ha conosciuto la maggiore crescita nel corso del decennio (+107,5%, soprattutto nella forma a responsabilità limitata). Il nostro paese si conferma poi al primo posto nella Ue per numero di imprese artigiane: circa 1,25 milioni (il 30,7% del complesso delle imprese) con un numero totale di addetti pari a 3,25 milioni (20,7% degli occupati totali).

Infine, nelle imprese italiane è gradualmente cresciuta la presenza femminile: nel 2003 le donne occupate sono arrivate a 8 milioni e 365 mila unità, ma la loro quota rimane inferiore al 40% dell'occupazione complessiva. La maggiore partecipazione femminile al mercato del lavoro si deve soprattutto ai servizi (in particolare istruzione, sanità e assistenza sociale, servizi pubblici, sociali e personali), mentre è rimasta praticamente invariata (intorno al 30% del totale) nel comparto manifatturiero. Quasi tutto l'incremento registrato nel corso del decennio che termina con il 2003, inoltre, si è realizzato nelle regioni del Centro-Nord.



## IL TORO CAGIONEVOLE

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

Malgrado il rialzo incoraggiante dell'indicatore di fiducia dell'università del Michigan il *mood* sui mercati azionari resta sempre improntato alla cautela.

L'area tecnica si conferma neutrale con un orientamento ribassista, appesantito dagli eccessi dei multipli e dalle rinnovate tensioni geopolitiche.

Il lungo rimbalzo post bolla da marzo '03 a marzo '04 ha consumato l'energia di risalita degli indici, nonostante la presenza di segnali discontinui di vitalità, come le recenti operazioni di merger & acquisition (Yahoo con Kelkoo e Albertsons su Sainsbury).

Poche novità rilevanti dai dati macro abbandonano così il mercato alla fase laterale di assestamento, in attesa che rotture importanti di supporti spezzino la neutralità raggiunta.

Gli operatori scommettono ora su un ribasso dei tassi d'interesse europei, soprattutto dopo l'ennesima discesa dell'indice Ifo. Sul fronte statunitense, il mercato del lavoro resta la determinante per chiarire i tempi di accensione del motore della crescita Usa, già in ritardo rispetto al pressante timing elettorale delle presidenziali di novembre.

Con la continua flessibilità dei posti di lavoro si allontana però 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 tuttavia neutralizzata dalla percezione di non-economicità (*overbought*) motivata da ragioni tecniche.

Nell'attesa, i rendimenti del T-bond decennale si confermano quindi ai minimi dell'anno. Sull'equity invece, con la crescente vulnerabilità dei titoli tecnologici, resta sventolante solo la bandiera degli energetici sulla scia del caro-greggio.

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 sarebbe quindi opportuno valutare prima la tenuta di questi bastioni, aspettando che il mercato scarichi le tensioni fisiologiche da ipercomprato.

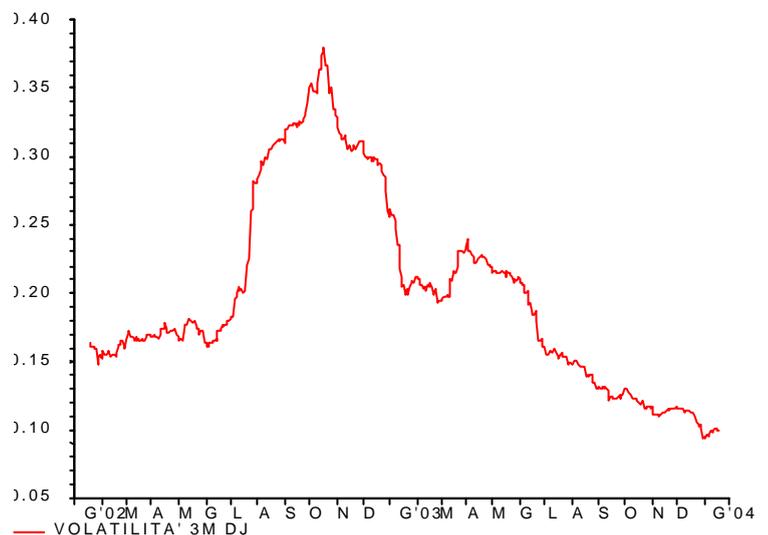
Altrimenti il margine di rivalutazione dei titoli non riuscirebbe più a competere con il crescente rischio di downside.

### 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 sempre ai minimi



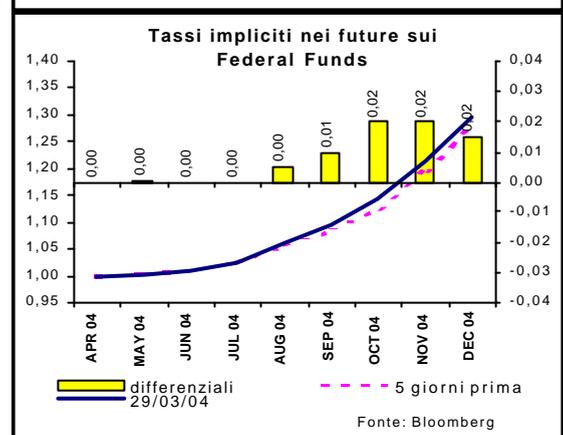
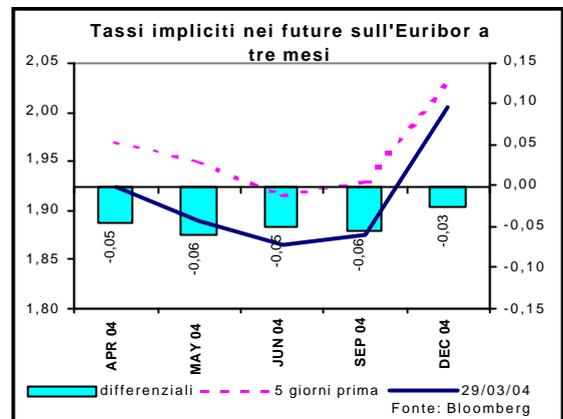
HIGH 0.38 17/10/02, LOW 0.09 2/1/04, LAST 0.10 19/1/04

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

- I riflettori sono puntati sul *meeting* della Banca centrale europea del primo aprile. A rendere particolarmente interessante l'incontro sono state le crescenti attese di un taglio dei saggi guida nell'area dell'euro. Queste si sono riflesse sui tassi impliciti nei *future* sull'Euribor a tre mesi in calo rispetto alla settimana precedente e in flessione fino a un minimo toccato dal tasso corrispondente al *future* di giugno 2004. A innescare tali aspettative è stata un'intervista del presidente della Bce, Jean Claude Trichet, rilasciata alla stampa tedesca dove si ribadisce un concetto già espresso nel corso della conferenza stampa di inizio marzo in cui si confermava che lo scenario macroeconomico cui si accredita maggiore probabilità di realizzazione incorpora un'ipotesi di graduale ripresa dell'economia, ma Trichet sottolinea anche che se le aspettative di un rafforzamento della domanda interna non dovessero materializzarsi le valutazioni della Bce si modificherebbero di conseguenza. Guy Quaden, membro del Consiglio Direttivo della Bce, in un'intervista a Le Monde ha aggiunto che, pur essendo il saggio guida europeo molto contenuto, la Bce ha ancora margini di manovra. Il mercato tende a collocare un eventuale intervento al *meeting* di giugno della Bce, infatti allora sarà noto l'andamento preliminare del Pil europeo nel I trimestre 2004.
- Intanto, gli indicatori congiunturali europei inviano segnali alterni. In positivo si sono mossi, ad esempio, gli indici di fiducia dei consumatori e delle imprese italiane in marzo anche se la media del primo trimestre 2004 si è assestata a un livello inferiore rispetto a novembre-dicembre 2003; le vendite al dettaglio italiane di gennaio sono aumentate dello 0,6% m/m e del 3,6% a/a; i consumi francesi di febbraio sono cresciuti dello 0% m/m e del 3,6% a/a e nel primo bimestre del 2004 sono aumentati del 2,8% risultando in accelerazione rispetto al IV trimestre del 2003 (1,9% a/a). Per contro, l'indice IFO tedesco, che fotografa l'umore degli imprenditori, ha registrato il secondo calo consecutivo dovuto al peggioramento delle valutazioni sia sulla situazione attuale che sulle aspettative; gli ordini all'industria di gennaio hanno evidenziato un avvio difficile per l'industria europea nel 2004 registrando un sensibile calo (-3,2% m/m; -1,8% a/a).
- Una serie di interventi di esponenti della Fed (Parry, Minehan, Guynn, Kohn, Poole) hanno manifestato positive valutazioni sulle prospettive economiche Usa. Pur essendo guidate da analisi autonome, le loro considerazioni hanno mostrato un elevato grado di sintonia. I tratti che accomunano lo scenario macroeconomico di fondo possono sintetizzarsi come segue: una diffusa fiducia nella ripresa economica e, successivamente, in quella occupazionale, il cui ritardo insieme all'assenza di tensioni inflazionistiche favorisce un atteggiamento paziente prima di alzare i tassi; questi ultimi sono comunque destinati ad aumentare quando si coglieranno i segni di una riduzione dell'eccesso di risorse inutilizzate soprattutto sul mercato del lavoro, nel frattempo rimane alta la vigilanza sull'inflazione. Indicazioni positive sono emerse dalle ultime evidenze congiunturali. L'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan è aumentato in marzo e la media del I trimestre 2004 risulta superiore a quella di ottobre-dicembre 2003. In progresso sono anche spese personali e reddito degli americani a febbraio 2004. Gli ordini di beni durevoli hanno segnato un incremento in febbraio (2,5% m/m; 8,7% a/a), guidato dalla componente trasporti al netto della quale gli ordini ripiegano del -0,3% m/m (+10,39% a/a). Gli ordini di beni capitali esclusa difesa e aerei, che rappresentano il cuore degli investimenti privati, hanno evidenziato un netto miglioramento (+1,1% m/m e +11,9% a/a).
- I tassi sui titoli di Stato *benchmark* di Eurolandia sono scesi la scorsa settimana soprattutto sulle durate più ravvicinate; quelli Usa sono invece aumentati principalmente sulle scadenze più lunghe. Questa settimana si apre con rendimenti in risalita sulle due sponde dell'Atlantico.



	dati storici		29/03/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	118,72	106,45	105,33	105,0	101,0
dollaro-euro	1,081	1,261	1,214	1,27	1,24
yen-euro	128,3	134,3	127,9	133,4	125,2
sterlina-euro	0,683	0,693	0,669	0,682	0,690
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,29	1,13	1,11	1,20	2,00
euro	2,53	2,09	1,96	2,00	2,10
yen	0,06	0,06	0,02	0,05	0,10
sterlina	3,66	4,06	4,38	4,50	4,90
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,80	4,13	3,90	4,40	4,60
Germania	4,02	4,19	3,94	4,20	4,50
Giappone	0,72	1,33	1,49	1,50	1,55
Italia	4,20	4,32	4,19	4,35	4,60
Gran Bretagna	4,27	4,78	4,77	4,80	5,00

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114	114,2	115	115,2	115,2	115,2	115,1	115,2	115,7	115,9	115,9	116,2	115,2
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,2	0,2	0,7	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	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
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,7	-0,3	1,1	0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8	2,6	2,8
2004	2,1	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	123,7	124,2	124,5	124,6	124,6	124,7	124,9	125,1	125,3	125,5	125,6	124,7
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,2	2,3	2,4	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](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12, Usa)

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

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

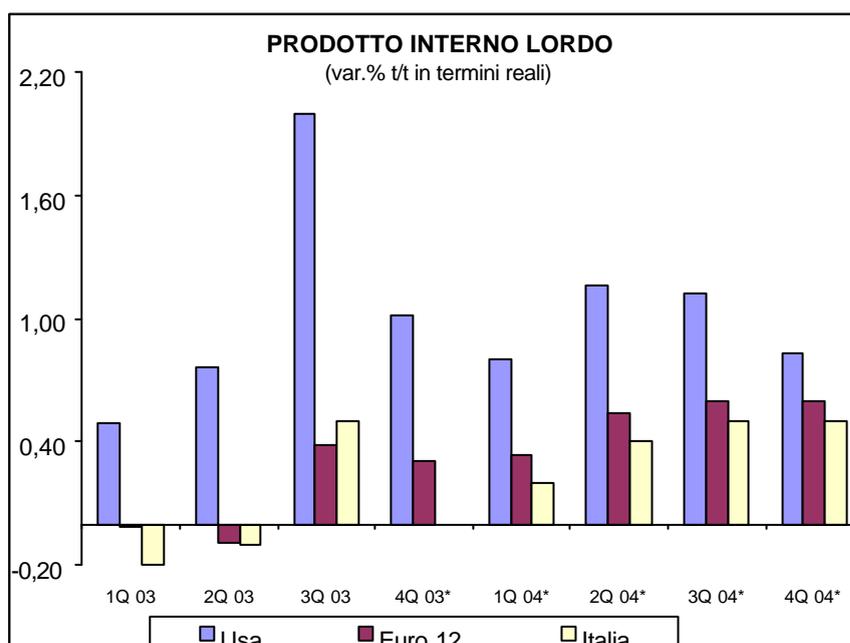
#### AREA EURO

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

#### ITALIA

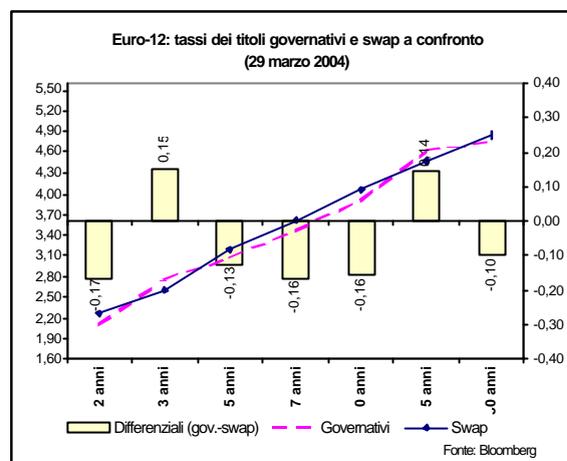
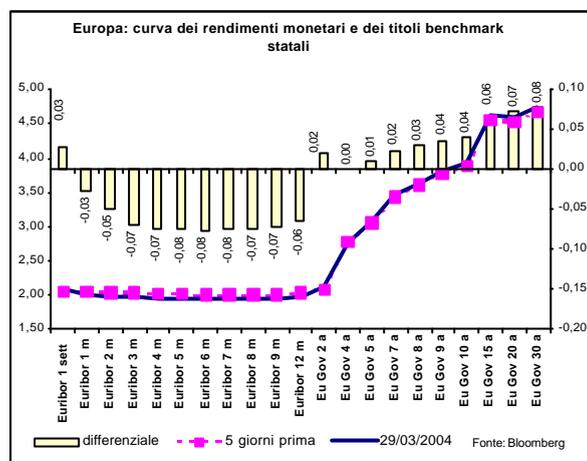
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,0	0,9	1,8	2,1	2,2
var.% anno su anno	0,4	0,3	1,2	0,6	0,2	0,4	0,1	0,6	1,1	1,2	1,8

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



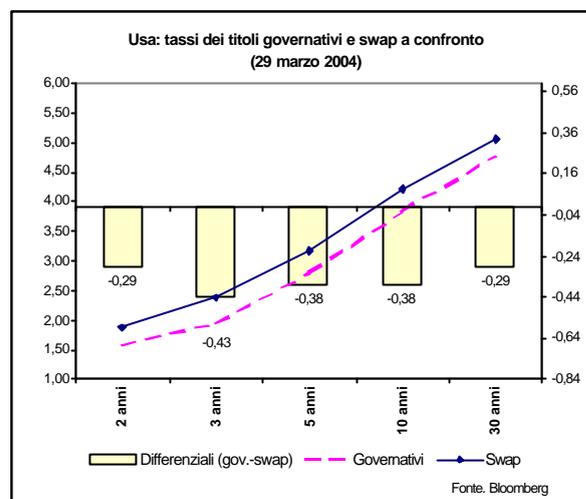
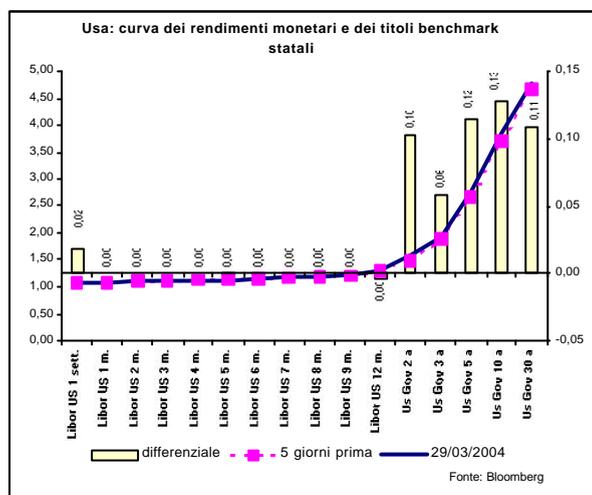
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	26/3/04	- 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	1,217	1,234	1,244	1,067	1,049	1,179	-1,4	-2,2	14,1	16,1
Canada	1,611	1,643	1,667	1,567	1,655	1,800	-2,0	-3,4	2,8	-2,7	-10,5
Australia	1,631	1,650	1,617	1,783	1,856	1,910	-1,1	0,9	-8,5	-12,1	-14,6
Nuova Zelanda	1,871	1,884	1,809	1,941	1,998	2,223	-0,7	3,4	-3,6	-6,4	-15,9
Giappone	128,6	132,0	136,4	128,2	124,4	133,7	-2,6	-5,7	0,3	3,4	-3,8
Argentina	3,480	3,558	3,630	3,102	3,531	1,180	-2,2	-4,1	12,2	-1,5	195,0
Svizzera	1,556	1,559	1,574	1,474	1,452	1,617	-0,2	-1,1	5,6	7,1	-3,8
Regno Unito	0,670	0,674	0,668	0,678	0,651	0,711	-0,5	0,2	-1,2	3,0	-5,8
Svezia	9,267	9,271	9,219	9,217	9,153	9,470	-0,1	0,5	0,5	1,2	-2,1
Danimarca	7,447	7,447	7,452	7,426	7,429	7,450	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,0
Norvegia	8,446	8,515	8,780	7,814	7,276	8,855	-0,8	-3,8	8,1	16,1	-4,6
Cipro	0,586	0,586	0,586	0,584	0,573	0,582	0,0	0,1	0,4	2,3	0,7
Repubblica Ceca	32,73	33,21	32,43	31,81	31,58	35,11	-1,4	0,9	2,9	3,6	-6,8
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	251,1	253,6	258,7	246,3	236,3	251,5	-1,0	-2,9	1,9	6,3	-0,2
Lettonia	0,655	0,661	0,665	0,622	0,614	0,667	-0,9	-1,6	5,3	6,6	-1,8
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,452	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,426	0,427	0,427	0,423	0,418	0,443	-0,2	-0,1	0,8	1,9	-3,8
Slovacchia	40,23	40,38	40,54	41,56	41,50	42,99	-0,4	-0,8	-3,2	-3,1	-6,4
Slovenia	238,2	238,0	237,9	231,6	230,2	189,0	0,1	0,1	2,8	3,5	26,0
Polonia	4,7489	4,720	4,870	4,335	4,021	4,071	0,6	-2,5	9,6	18,1	16,6
Russia	34,47	35,17	35,44	33,50	33,53	25,32	-2,0	-2,7	2,9	2,8	36,1
EURO	89,7	90,8	91,4	86,5	84,5	93,3	-1,2	-1,9	3,7	6,2	-3,8

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										
	26/3/04	- 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	1,319	1,334	1,342	1,468	1,572	1,598	1,1	1,7	11,3	19,1	21,1
Australia (*)	0,746	0,749	0,772	0,599	0,562	0,516	-0,4	-3,3	24,6	32,9	44,7
Nuova Zelanda (*)	0,651	0,656	0,687	0,548	0,524	0,425	-0,7	-5,2	18,9	24,2	53,2
Giappone	106,0	106,7	109,6	119,9	118,8	131,8	0,6	3,4	13,1	12,0	24,4
Corea del Sud	1.155	1.160	1.171	1.246	1.200	1.320	0,4	1,4	7,9	3,9	14,3
Filippine	56,43	56,40	56,31	53,68	53,60	51,60	-0,1	-0,2	-4,9	-5,0	-8,6
Indonesia	8.619	8.568	8.468	8.915	8.950	10.370	-0,6	-1,8	3,4	3,8	20,3
Singapore	1,693	1,692	1,703	1,771	1,734	1,849	-0,1	0,6	4,6	2,4	9,2
Thailandia	39,55	39,42	39,30	42,93	43,11	44,05	-0,3	-0,6	8,6	9,0	11,4
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	44,44	45,19	45,25	47,56	47,97	48,27	1,7	1,8	7,0	8,0	8,6
Argentina	2,88	2,88	2,93	2,90	3,36	1,00	0,1	1,6	0,5	16,6	-65,4
Brasile	2,94	2,90	2,93	3,38	3,54	2,30	-1,2	-0,1	15,2	20,6	-21,8
Cile	617,4	607,3	595,0	726,3	720,3	646,3	-1,6	-3,6	17,6	16,7	4,7
Colombia	2.673	2.671	2.699	2.959	2.867	2.297	-0,1	1,0	10,7	7,3	-14,1
Messico	11,07	10,99	11,08	10,75	10,46	9,11	-0,7	0,1	-2,9	-5,5	-17,7
Perù	3,46	3,46	3,47	3,48	3,50	3,44	-0,1	0,3	0,5	1,2	-0,6
Uruguay	29,71	29,66	29,46	28,83	27,20	14,75	-0,2	-0,8	-3,0	-8,4	-50,3
Venezuela	3.131	3.309	3.326	1.598	1.387	759	5,7	6,2	-49,0	-55,7	-75,8
Israele	4,52	4,48	4,48	4,69	4,75	4,48	-0,8	-0,9	3,8	5,1	-0,9
Sud Africa	6,55	6,64	6,65	7,92	8,57	12,37	1,3	1,4	20,8	30,7	88,7
Turchia	1.318.785	1.315.370	1.327.104	1.704.166	1.643.699	1.429.847	-0,3	0,6	29,2	24,6	8,4
Area dell'Euro (*)	1,217	1,234	1,244	1,067	1,049	0,904	-1,4	-2,2	14,1	16,1	34,7
Regno Unito (*)	1,816	1,833	1,862	1,575	1,610	1,439	-0,9	-2,5	15,3	12,8	26,2
Svizzera	1,284	1,269	1,267	1,381	1,383	1,650	-1,1	-1,3	7,6	7,8	28,6
Danimarca	6,14	6,06	5,99	6,94	7,08	8,28	-1,3	-2,5	13,0	15,3	34,9
Norvegia	6,97	6,90	7,06	7,32	6,97	8,87	-1,1	1,2	5,1	-0,1	27,2
Svezia	7,63	7,52	7,42	8,64	8,69	10,28	-1,5	-2,8	13,2	13,9	34,7
Russia	28,50	28,50	28,50	31,38	31,78	30,14	0,0	0,0	10,1	11,5	5,8
Polonia	3,89	3,83	3,91	4,05	3,81	3,96	-1,6	0,3	4,0	-2,2	1,6
Repubblica Ceca	26,91	26,90	26,06	29,83	30,14	35,27	0,0	-3,2	10,9	12,0	31,1
Ungheria	206,8	206,5	206,5	230,2	224,9	272,9	-0,2	-0,1	11,3	8,7	31,9
<b>DOLLARO USA</b>	<b>96,1</b>	<b>95,7</b>	<b>96,4</b>	<b>108,5</b>	<b>110,5</b>	<b>122,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-13,0</b>	<b>-21,2</b>
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 30/3 AL 5/4 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 30	Stati Uniti: intervento di Guynn della Federal Reserve sullo scenario economico Stati Uniti: discorso di Bernanke della Federal Reserve sul commercio internazionale e sul lavoro
Mercoledì 31	Stati Uniti: intervento di Gramlich della Federal Reserve sui twin deficits
Giovedì 1	Svezia: annuncio tassi di interesse Area Euro: annuncio tassi di interesse ⚠ Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve sull'economia americana Stati Uniti: discorso di Kohn della Federal Reserve sulla politica monetaria

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 30	Francia	Fiducia delle imprese	marzo	104	104
		Prezzi alla produzione	febbraio	0,3% m/m;0,2% a/a	0,0% m/m;-0,1% a/a
	Italia	Tasso di disoccupazione	gennaio	8,5%	8,5%
		Prezzi alla produzione	febbraio	0,3% m/m;0,4% a/a	0,0% m/m;0,0% a/a
Mercoledì 31	Francia	Prezzi al consumo (13 città) ⚠	marzo	0,2% m/m;2,3% a/a	0,3% m/m;2,3% a/a
		Tasso di disoccupazione	febbraio	9,6%	9,6%
	Italia	Variazione disoccupati	febbraio	-23.000	-3.000
		IPCA	marzo	-0,2% m/m;2,4% a/a	1,2% m/m;2,4% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo (NIC + tabacco)	marzo	0,2% m/m;2,3% a/a	0,3% m/m;2,3% a/a
		Prezzi al consumo (stima flash) ⚠	marzo	1,6%	1,8%
		Indice di fiducia economica ⚠	marzo	96	96
Regno Unito	CBI (settore distributivo)	marzo	26	27	
Giovedì 1	Italia	Fabbisogno settore statale	marzo	€8,0 bn	€13,0 bn
	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	marzo	-23	-23
	Olanda	Pil	IV tr. 03	0,0% t/t;-1,2% a/a	0,3% t/t;-0,5% a/a
	Area Euro	PMI (manifatturiero) ⚠	marzo	53,2	53,6
Tasso di disoccupazione		febbraio	8,8%	8,8%	
Venerdì 2	Area Euro	Prezzi alla produzione	febbraio	0,2% m/m;0,3% a/a	0,2% m/m;0,0% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 30	Stati Uniti	Indice di fiducia dei consumatori ⚠	marzo	87,3	86,0
Mercoledì 31	Stati Uniti	Ordini all'industria	febbraio	-0,5% m/m	1,4% m/m
		PMI (Chicago) ⚠	marzo	63,6	61,0
Giovedì 1	Giappone	Tankan (manif.) ⚠	marzo	7	10
	Stati Uniti	Spese per costruzioni	febbraio	-0,3% m/m	0,1% m/m
		ISM manifatturiero ⚠	marzo	61,4	60,0
Venerdì 2	Stati Uniti	Salari medi orari	marzo	0,2% m/m	0,2% m/m
		Ore settimanali lavorate	marzo	33,8	33,9
		Var. occupati settore manifatturiero	marzo	-3.000	4.000
		Var. occupati non agricoli ⚠	marzo	21.000	140.000
		Tasso di disoccupazione ⚠	marzo	5,6%	5,6%