

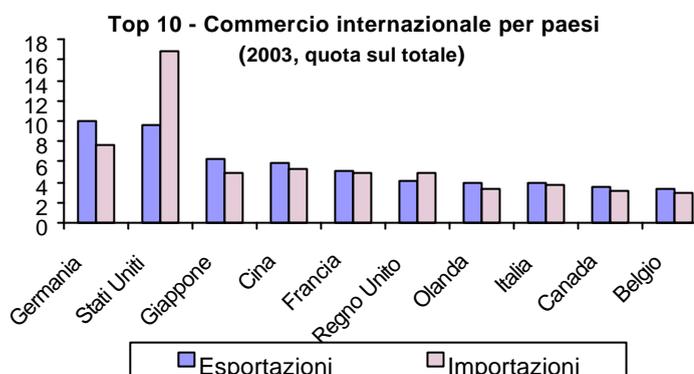
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

27 aprile 2004
n. 16 - 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



- ✓ Nel mondo della globalizzazione cresce l'importanza dei commerci sud-sud ovvero dei flussi di scambi tra le aree emergenti del pianeta. E' il caso della Cina che negli ultimi cinque anni ha contribuito al 32% della crescita delle esportazioni delle altre economie emergenti dell'Asia.
- ✓ Forte dell'allargamento ad est dell'Unione, la chimica europea giunge a rappresentare circa un terzo dell'intera produzione mondiale. Ma gli scenari di evoluzione futura fanno i conti con le pressioni concorrenziali provenienti soprattutto dall'Asia.
- ✓ Una crescita vigorosa e conti pubblici in linea con i parametri di Maastricht: così si presenta la scheda dell'economia della Lituania all'ingresso del paese nell'Unione europea a 25 membri.
- ✓ L'editoria italiana si apre all'estero. Pur rimanendo acquirente netto di "titoli" da oltre il confine, aumenta di un terzo in due anni il numero dei diritti alla pubblicazione venduti all'estero dagli editori italiani. I principali mercati di sbocco dei nostri titoli sono Francia, Spagna e Polonia.

IL COMMERCIO SUD - SUD GUIDA GLI SCAMBI DELL'ASIA EMERGENTE

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

- Nel 2003 gli scambi commerciali a livello mondiale hanno raggiunto i \$7.300 mld realizzando un tasso di crescita reale del 4,5%. Le aree con le migliori performance sono state l'Asia e le economie in transizione.
- Negli ultimi 25 anni la quota dei paesi emergenti dell'Asia sul commercio internazionale è più che raddoppiata grazie soprattutto allo sviluppo degli scambi all'interno dell'area.
- Il ruolo di paese guida nello sviluppo del commercio Sud-Sud va alla Cina che negli ultimi cinque anni ha contribuito al 32% della crescita delle esportazioni delle altre economie emergenti dell'Asia.

Grazie al buon andamento dell'economia statunitense e di quella asiatica il commercio internazionale ha raggiunto nel 2003 il valore di \$7.300 mld, realizzando un tasso di crescita reale del 4,5% (contro il 3% del 2002 e il -1,5% del 2001). Il corrispondente incremento nominale pari al 16% è stato per il commercio internazionale quello più elevato dal 1995 ad oggi e ancora una volta l'Asia e le economie in transizione si sono confermate le aree più dinamiche. Sulla crescita nominale l'effetto cambio ha avuto influenze diversi a seconda delle aree considerate: nei paesi europei il valore in dollari delle merci esportate è cresciuto molto, grazie al rafforzamento dell'euro sul dollaro, a dispetto di volumi pressoché invariati. Per contro l'Asia è l'unica area in cui le variazioni di cambio hanno pesato per meno di un terzo sull'aumento nominale delle esportazioni, consentendo di realizzare un tasso di crescita reale del 12% (8% nel 2002), quasi triplo rispetto a quello mondiale. In particolare all'interno dell'area asiatica i paesi con performance migliori sono stati quelli emergenti (Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sud, Malesia, Filippine, Singapore, Taiwan, Thailandia), le cui economie sono per la maggior parte caratterizzate da una strategia di crescita legata alle esportazioni. Queste ultime sono cresciute ad un tasso nominale del 19%, di gran lunga superiore a quello medio annuo realizzato tra il 1990 e il 2002 (11%), ma soprattutto a quello medio mondiale (6% tra il 1990 e il 2000, 4% nel 2002).

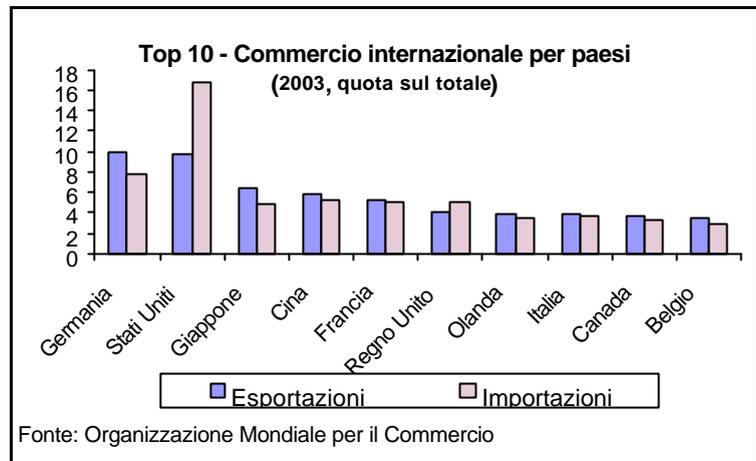
I differenti trend di crescita nel mondo hanno fatto sì che la quota dei paesi emergenti dell'Asia sulle esportazioni totali negli ultimi 25 anni sia più che raddoppiata, passando da appena l'8% nel 1978 al 18% nel 2003. Diversamente, la quota dei paesi industrializzati dell'Asia (Australia, Giappone e Nuova Zelanda), è in diminuzione già dalla metà degli anni '90.

Un'analisi sul commercio internazionale pubblicata dal Fondo monetario internazionale evidenzia come l'aumento della quota dei paesi emergenti dell'Asia sia in gran parte attribuibile all'intensificarsi del commercio intraregionale. Infatti, nonostante il rallentamento economico che ha interessato negli ultimi anni l'Unione europea, il Giappone e gli Stati Uniti, che rimangono i principali mercati di sbocco per i paesi emergenti dell'Asia, le loro esportazioni hanno continuato a crescere. In particolare tali paesi dirigono al loro interno il 40% delle esportazioni contro il 20% alla fine degli anni Settanta e la crescita del commercio intraregionale ha contribuito tra il 1998 e il 2002 a più della metà della crescita complessiva delle loro esportazioni.

I prodotti maggiormente esportati dai paesi emergenti dell'Asia sono i manufatti, la cui quota sul totale delle esportazioni è passata dal 55% all'inizio degli anni '80 all'84% nel 2002. In particolare, i prodotti elettronici hanno contribuito per più della metà alla crescita delle esportazioni di manufatti tra il 1998 e il 2001 il cui principale mercato di sbocco è l'insieme dei paesi emergenti dell'Asia (più del 30%), seguiti dagli Stati Uniti e dall'Unione europea.

Allo stesso modo si osserva un aumento del commercio intra-industry, (cioè di scambi di prodotti che appartengono alla stessa categoria), la cui quota media è cresciuta dal 42,5% della fine degli anni '80 al 75% della fine degli anni '90. Tale fenomeno è la diretta conseguenza della dispersione geografica dei processi produttivi caratterizzata dalla delocalizzazione delle operazioni di assemblaggio verso paesi a basso costo di manodopera. Infatti la quota di esportazioni di beni intermedi diretta all'interno dell'area è passata dal 25% alla fine degli anni '70 al 47% del 2002, mentre quella diretta verso altri mercati di sbocco, quali gli Stati Uniti si è ridotta dal picco del 26% circa a metà degli anni '80 al 15% circa del 2002.

Ovviamente la Cina riveste un ruolo guida in questa crescita acquistando il 14% delle esportazioni dell'area (11% se si escludono le esportazioni di Hong Kong verso la Cina) e contribuendo al 32% della crescita delle esportazioni delle altre economie emergenti dell'Asia tra il 1998 e il 2002. La Cina è tra i più importanti mercati di sbocco delle economie dell'Asia e nel solo 2003 il paese ha contribuito al 32% della crescita delle esportazioni del Giappone, al 36% di quelle della Corea della Sud e al 68% di quelle di Taiwan. La performance della Cina è stata impressionante. Le esportazioni hanno superato i \$438 mld e sono cresciute ad un tasso annuo in termini nominali del 35% contro una media del decennio 1990-2000 pari al 15% e al 22% nel 2002, tanto che la quota sull'export mondiale è passata dall'1% del 1979 al 5,9% del 2003. Le importazioni hanno raggiunto nel 2003 i \$413 mld, registrando una crescita in termini nominali del 40%, più che doppia rispetto al 15% medio annuo nel periodo 1990-2000 e al 21% del 2002. Con una quota sull'import mondiale pari al 5,3%, per la prima volta il paese occupa la terza posizione al mondo dopo gli Stati Uniti con \$1.306 mld (con una quota del 16,8%) e la Germania con \$602 mld (con una quota del 7,7%). A ciò si aggiunge che nel 2003 la Cina è diventato il primo paese fra quelli emergenti per esportazioni di servizi commerciali (\$45 mld) confermandosi davanti a paesi industrializzati quali l'Irlanda, il Canada e la Spagna per importazioni di servizi commerciali (pari a \$53,8 mld).



BANGLADESH: SULLA VIA DELLO SVILUPPO

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

- **Tassi di crescita sostenuti hanno consentito negli ultimi venti anni un significativo miglioramento delle condizioni socio economiche del paese.**
- **La diversificazione dell'apparato produttivo, congiuntamente ad una complessiva riforma del sistema economico ed istituzionale, rappresenta un momento cruciale della lotta alla povertà.**

Divenuto indipendente nel 1971 dal Pakistan, nel quale era stato integrato nel 1947 nonostante fossero divisi da oltre mille miglia di territorio indiano, il Bangladesh è oggi una Repubblica fondata su un sistema parlamentare unicamerale. Primo ministro, da ottobre 2001, è Khaleda Zia leader del Bangladesh Nationalist Party. La vita politica è stata caratterizzata, in particolare in quest'ultimo periodo, da forti contrasti tra il governo e il principale partito dell'opposizione. L'Awami League ha, infatti, recentemente organizzato una serie di scioperi chiedendo più volte le elezioni politiche anticipate.

Il Bangladesh ha conosciuto nel corso degli ultimi venti anni un forte miglioramento nei principali indicatori socio economici. Fondamentale è stato un costante sviluppo dell'economia (negli anni novanta il tasso di crescita medio è stato pari a circa il 5%) congiuntamente a rilevanti investimenti nella sanità, nell'istruzione e nel supporto fornito dal micro credito. Il Bangladesh è, infatti, il paese nel quale nel 1976 il prof. Muhammad Yunus fondò la Grameen Bank, prima istituzione finanziaria di micro credito con l'obiettivo di agevolare la costituzione di piccole attività imprenditoriali autonome tra la popolazione più povera con particolare attenzione al ruolo delle donne. Oggi il volume complessivo di prestiti concessi sotto tale forma ha raggiunto quasi il 2,4% del Pil con un tasso di rimborso pari a circa il 90%.

Nel 2003, il Pil dovrebbe essere aumentato, non essendo ancora disponibili dati definitivi, del 5,3%, grazie ad una forte ripresa dell'agricoltura agevolata da favorevoli condizioni climatiche (+3,3%, a fronte di un tasso di crescita pari a zero nel 2002), congiuntamente ad un'ulteriore accelerazione dell'industria in particolar modo di quella manifatturiera (15% del Pil totale) il cui comparto principale, quello tessile, rappresenta circa il 75% dell'export. Quasi il 50% del Pil deriva dal settore dei servizi (prevalentemente commercio all'ingrosso e al dettaglio, trasporti e comparto immobiliare). Circa due terzi della forza lavoro è impiegata nell'agricoltura che incide per meno del 25% sul Pil; il principale prodotto è il riso.

Le stime di consenso per il 2004 prevedono una crescita dell'economia intorno al 5,5% stimolata dal positivo andamento dei consumi e del settore agricolo, congiuntamente ad un ulteriore sviluppo delle esportazioni agevolato dalla ripresa economica dei più importanti partners commerciali (Stati Uniti ed Europa). I dati relativi ai primi sette mesi dell'anno fiscale 2004 (luglio 2003-gennaio 2004) evidenziano un forte aumento delle importazioni non bilanciato dal seppur positivo trend delle esportazioni (+16,2%), in particolare nel comparto della maglieria, con un conseguente peggioramento del deficit della bilancia commerciale. Un significativo incremento nelle rimesse dall'estero ha, comunque, consentito nello stesso periodo un ulteriore rafforzamento del surplus della bilancia dei pagamenti di parte corrente. Il mantenimento di un tasso di crescita dell'economia in linea con quelli registrati in passato dipenderà anche dalla capacità del Bangladesh di diversificare le proprie esportazioni, riducendo la dipendenza dal settore tessile ed attenuando in questo modo l'impatto derivante dalla fine dell'Accordo Multifibre a partire dal 1 gennaio 2005.

Dal mese di maggio del 2003 il Bangladesh si è dotato di un sistema di cambi sostanzialmente variabile. Il tasso applicato alle transazioni tra la banca centrale e gli intermediari autorizzati viene infatti stabilito, a differenza di quanto accadeva in passato, senza la preventiva indicazione di una banda di oscillazione di riferimento. La stabilità dell'intero sistema economico, riscontrata nel periodo successivo all'entrata in vigore del nuovo regime, ha spinto la banca centrale verso una politica monetaria meno restrittiva. Il cosiddetto "tasso bancario" è stato ad esempio ridotto dal 6% al 5% nel mese di novembre 2003.

Il tasso di inflazione ha registrato negli ultimi anni una tendenziale crescita raggiungendo nel 2003 il 4,4% (1,9% nel 2001 e 2,8% nel 2002) influenzata in particolar modo dagli aumenti nei prezzi di beni importati quali il petrolio, il riso, l'olio e lo zucchero oltre a quelli applicati ad alcuni prezzi amministrati (gas ed elettricità). I dati relativi ai primi mesi dell'anno fiscale 2004 hanno evidenziato un ulteriore aumento derivante anche da fattori ciclici, quali ad esempio la crescente domanda generata dalle festività di novembre, toccando nello stesso mese il livello più alto (6,7% a/a). L'inversione di tendenza dei mesi successivi (dicembre 6,5% e gennaio 5,9%) lascia prevedere un'attenuazione della pressione inflazionistica per la restante parte dell'anno fiscale.

La politica fiscale nel 2003 è stata imperniata su un rafforzamento della crescita con particolare attenzione ai programmi per la riduzione della povertà mantenendo centrale l'obiettivo dell'equilibrio della finanza pubblica. Secondo i dati forniti dalla Banca Centrale e dal Ministero delle Finanze un significativo incremento delle entrate fiscali (+12,5%), stimolato in particolare dal maggior gettito derivante dall'imposta sul valore aggiunto, dovrebbe aver consentito nel 2003 un miglioramento del rapporto deficit/Pil proseguendo, pertanto, il trend positivo iniziato nel 2001 (6,1% nel 2000, 5,1% nel 2001, 4,7% nel 2002 e 4,2% nel 2003). L'incidenza del debito pubblico, al netto dei finanziamenti in essere con il Fondo Monetario Internazionale, sul Pil dovrebbe essersi ridotta dal 50,6% del 2002 al 48,9% del 2003. I dati relativi ai primi sei mesi dell'anno fiscale 2004 evidenziano un tasso di crescita delle entrate leggermente inferiore a quanto previsto. Il deficit di bilancio dovrebbe, comunque, attestarsi al di sotto dell'obiettivo fissato per l'anno in corso al 4,8%.

La riduzione della povertà rimane l'obiettivo principale per il futuro del paese. Diviene, pertanto, essenziale, come peraltro sottolineato da organismi internazionali, proseguire con una costante e sostenuta crescita economica. Una complessiva riforma del settore produttivo e finanziario, un intenso programma di privatizzazioni, in particolare nel sistema bancario, costanti e significativi investimenti nella scuola e nella sanità sono visti come gli elementi fondamentali nella prosecuzione del processo di miglioramento delle condizioni economiche e sociali del paese.

Bangladesh	FY 2002	FY 2003	FY 2004*
	anno fiscale (°)		
Popolazione (milioni di abitanti)		138	
Pil pro capite (in \$ Usa; p.p.p)	1800		
Pil (var. % annua in termini reali)	4,4	5,3	5,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	2,8	4,4	5,8
Cambio contro \$ Usa (media annua)	57,43	57,9	58,71
(*) i dati sono riferiti all'anno fiscale 1/7-30/6 (es. FY 2002 = 2002/2003)			
Rating Eca	Classe 6		
Fonte: BB, WB, ADB, FMI, Bloomberg (*) Previsioni			

LETTONIA: ACCELERA IL PIL, MA ANCHE L'INFLAZIONE

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

- Nonostante l'elevata instabilità politica, la Lettonia sta vivendo una fase di rapida espansione che nel 2003 è risultata seconda solo alla vicina Lituania. Il rapido incremento dell'inflazione sembra essere la principale controindicazione derivante dal vivace sviluppo lettone.
- Il programma di pre-accesso lettone ha indicato nel gennaio 2005 l'ingresso della divisa nazionale nello Sme-2, il sistema di cambio nell'ambito del quale le monete dei paesi aspiranti ad adottare l'euro devono oscillare per almeno due anni intorno a una parità senza superare determinati limiti.

La Lettonia ha ottenuto l'indipendenza nell'agosto del 1991 e ha reintrodotta la sua vecchia costituzione, che era originariamente entrata in vigore nel 1922 ed era stata sospesa nel 1940. La Lettonia è una repubblica con parlamento unicamerale, detto Saeima, in cui siedono 100 deputati con un mandato quadriennale. Le ultime elezioni hanno avuto luogo il 5 ottobre del 2002. Il presidente della repubblica è eletto dal parlamento e rimane in carica per quattro anni. Dopo le dimissioni del primo ministro, Einars Repse, rassegnate a febbraio 2004, a inizio marzo è stato costituito un nuovo governo di minoranza, l'undicesimo dall'indipendenza della Lettonia, presieduto da Indulis Emsis. La nuova coalizione include il Primo Partito Cristiano Democratico e il Partito del Popolo che controllano 46 seggi in una Camera di 100.

Nonostante l'instabilità politica della Lettonia, che in 12 anni dall'indipendenza dall'Urss ha visto nascere e morire dieci esecutivi, sta sperimentando una *performance* economica estremamente positiva. Dopo un aumento superiore al 6% nel 2002, il Pil ha accelerato al 7,5% del 2003. I motori principali di questo sviluppo sono i consumi e gli investimenti. I primi sono stati trainati dall'aumento occupazionale e dei salari reali, i secondi dalle favorevoli condizioni di credito e dalle buone prospettive economiche.

Le esportazioni sono aumentate sensibilmente a un ritmo del 12,7% nel 2003, ma le importazioni sono cresciute ancora più velocemente determinando un ampliamento del deficit di parte corrente, salito al 9,1% del Pil. Anche se le economie dei paesi Ue non hanno esercitato una domanda vivace nei confronti dei prodotti lettone che vengono assorbiti per circa il 40% dall'euro-zona, altri mercati di sbocco come la Gran Bretagna, la Russia e le altre due repubbliche baltiche hanno sostenuto le vendite all'estero di Riga che si compongono prevalentemente di legno e derivati, macchinari, tessili, alimentari e metalli.

Un altro fattore propulsivo per le tre economie baltiche è il crescente transito di merci dalla Russia verso l'Europa e viceversa. I porti affacciati sul Mar Baltico - Tallin, Ventspils, Riga e Klaipeda - hanno visto lievitare il giro d'affari sulla scia del transito di carbone, prodotti chimici, legname e petrolio. Con l'adesione alla Ue il ruolo di cerniera tra Est e Ovest andrà verosimilmente rafforzandosi.

Il sostenuto ritmo di sviluppo ha favorito la riduzione del tasso di disoccupazione che è diminuito al 10,5% del 2003, dal 13,7% del 2000. Tuttavia, il suo livello rimane elevato e a rischio di nuove pressioni al rialzo a causa della forza lavoro che potrebbe essere espulsa per ulteriori ristrutturazioni di imprese.

Esistono le condizioni perché la favorevole evoluzione congiunturale si confermi nel biennio 2004-2005, quando l'incremento del Pil potrebbe rimanere superiore al 6% in marginale decelerazione rispetto al 2003. E' probabile un certo rallentamento nel settore dei trasporti, perché la Russia potrebbe essere in grado di potenziare gli scambi attraverso i suoi porti. Dato che l'attività di transito incide per circa il 10% del Pil in Lettonia, un eventuale rallentamento potrebbe indurre una decelerazione della dinamica del Pil.

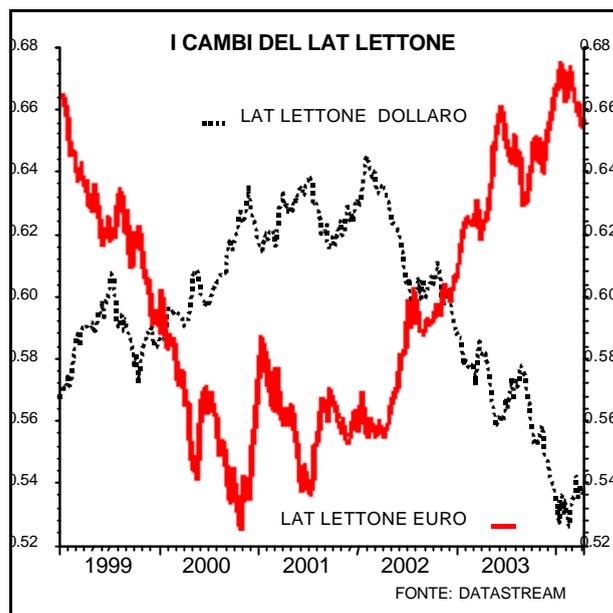
L'inflazione rappresenta un rischio crescente ed infatti è salita fino al 2,9% nel 2003 sulla scia di aumenti dei prezzi amministrati relativi al gas, al riscaldamento e agli affitti. Si stima che la dinamica dei prezzi possa accelerare ulteriormente sospinta da probabili aumenti salariali, dall'aggiustamento dei prezzi verso i livelli europei e da una serie di rialzi nei corsi amministrati. Il 12 marzo 2004, la Banca centrale ha deciso di alzare il saggio guida di 50 centesimi portandolo al 3,5%, dopo un lungo periodo di stazionarietà che risale al 1995, sulla scia di un incremento dei prezzi al consumo del 4,3% in febbraio che rappresentava un massimo nell'arco di cinque anni prima che fosse comunicata l'inflazione di marzo al 4,8%.

La posizione fiscale è virtuosa. Il deficit/Pil è sceso all'1,8% nel 2003 e anche se si pensa a un peggioramento nel biennio 2004-2005, questo non dovrebbe eccedere di molto il 2%. La Lettonia intende agevolare le imprese abbattendo ulteriormente l'imposizione fiscale nei loro confronti, ma i minori incassi su questo versante saranno compensati con l'incremento del gettito derivante dalle imposte indirette. Il debito/Pil al 15,6% nel 2003 è di molto inferiore al limite del 60% imposto dai parametri di Maastricht.

Il lat lettone è agganciato a un paniere di monete che include l'euro e il dollaro e si è svalutato nei confronti dell'euro nel corso del 2003, concorrendo all'aumento dei prezzi. Il programma di pre-accesso evidenzia che la Banca centrale lettone intende accordarsi con le competenti autorità europee per entrare nello Sme-2 e modificare simultaneamente il peg della divisa nazionale agganciandola all'euro a partire dal gennaio 2005. Un'eventuale adozione dell'euro potrà concretizzarsi dopo due anni.

Lettonia	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	2,31		
Pil pro capite (in \$ Usa)	8.900		
Pil (var. % annua in termini reali)	6,1	7,5	6,2
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,9	2,9	2,8
Cambio contro \$ Usa (media annua)	0,62	0,57	0,53
Debito estero (in % del Pil)	76,2	79,3	85,2
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH
a lungo termine (Bloomberg)	A2	BBB+	BBB+
Rating Eca	Classe 3		

Fonte: Ocse, IIF, World Bank, Bloomberg e Datastream (*) Previsioni



LITUANIA: SVILUPPO IN LINEA CON I REQUISITI DI MAASTRICHT

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

- Delle tre repubbliche baltiche la Lituania è quella che si estende sulla superficie più ampia, 65 mila chilometri quadrati, e ha il maggior numero di abitanti, 3,5 milioni.
- Il paese si accinge a entrare nella Ue (Unione economica) a maggio 2004, dopo aver messo a segno la crescita più sostenuta realizzata tra i 25 membri dell'Unione allargata.

La Lituania ha acquistato l'indipendenza dall'Urss nel 1991. Secondo il sistema istituzionale, stabilito dalla nuova costituzione dell'ottobre 1992, la Lituania è diventata una repubblica parlamentare con caratteristiche presidenziali. Il governo necessita della fiducia del parlamento unicamerale (Seimas), in cui siedono 141 deputati. Il presidente della repubblica è eletto direttamente dal popolo e ha importanti poteri costituzionali per la politica estera e la sicurezza, in particolari circostanze può esercitare il diritto di veto sulle leggi. Le elezioni parlamentari sono fissate per maggio 2004.

Nelle scorse settimane il parlamento lituano ha votato a favore della destituzione del presidente Rolandas Paksas, appartenente al partito liberal-democratico (LDP). Gli sviluppi a carico del presidente non avranno ripercussioni nell'ingresso del paese nella Ue a maggio 2004.

La Lituania è protagonista di un vero e proprio "boom" economico, con un incremento del Pil che da ritmi superiori al 6% nel 2001-2002 ha accelerato all'8,9% del 2003, mettendo a segno lo sviluppo più sostenuto dell'Unione europea a 25 membri. La domanda interna è stata il principale motore di questo *exploit*. I consumi sono stati trainati dall'aumento dell'occupazione e dai bassi tassi di interesse. Il saggio guida è allo 0,75%.

Il tasso di disoccupazione è sceso dal 16,1% del 2001 al 12,7% del 2003, che rappresenta un livello ancora elevato. Anche gli investimenti sono cresciuti nel 2003 a ritmi vicini al 12% e dovrebbero rimanere vivaci tra 2004-2005 anche grazie all'afflusso di nuovi fondi garantiti dall'ingresso nella Ue. Si stima che la Lituania abbia ricevuto 200 milioni di euro nel 2003 per finanziare progetti di pre-accesso.

E' opinione comune che alla base di questa ottima *performance* vi sia un lungo processo di riforme. Dopo l'indipendenza ottenuta nel 1991, la Lituania non ha reciso i rapporti economici con la Russia e infatti nel 1997 trovava i suoi partner commerciali privilegiati nella Csi, la Comunità di Stati indipendenti nata dalle ceneri dell'Urss, che assorbiva il 47% delle esportazioni lituane. Nel 2002 questa quota è scesa al 19% e gli acquirenti privilegiati dei prodotti di Vilnius sono diventati i paesi della Ue che acquista il 48% dell'export e fornisce oltre il 44% dell'import. Nel lento accostamento alle economie di mercato, gli aiuti internazionali, specie del Fondo Monetario Internazionale, hanno avuto un ruolo rilevante nel sostenere la Lituania a superare l'impatto della crisi russa del 1998. Nel frattempo, il processo di privatizzazioni è avanzato rapidamente: ad esempio, la grande raffineria di Mazeikiu Nafta nel nord del paese con annessi oleodotti e terminale petrolifero è stata venduta alla russa Yukos; una quota della società statale del gas è stata ceduta alla tedesca Ruhrgas.

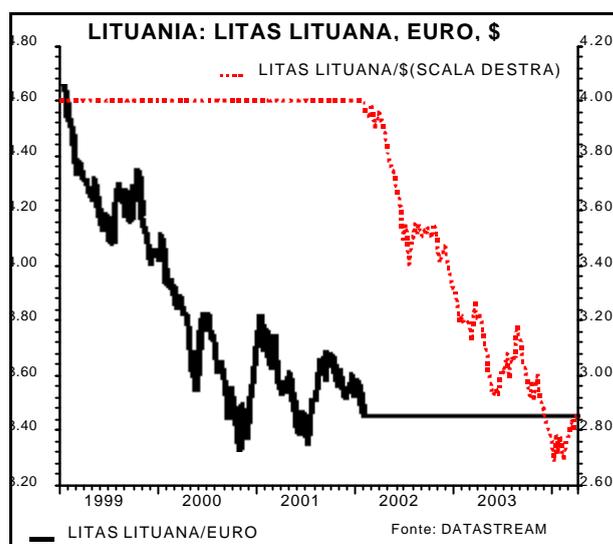
Il risanamento fiscale è stato rilevante e il deficit/Pil è stato ridotto dall'8,5% all'1,4% del 2002. Attualmente i parametri fiscali rispettano i limiti imposti da Maastricht, anche se nel 2003 si è interrotto il processo di riduzione del deficit/Pil, passato dall'1,4% del 2002 all'1,7% del 2003. Questo rapporto dovrebbe peggiorare salendo al 2,8% nel 2004, che è un anno elettorale in cui gli investimenti pubblici sono destinati ad aumentare, insieme ai salari di una parte dei dipendenti pubblici e ai costi di transizione indotti dalla riforma pensionistica. Nel 2005 il deficit/Pil dovrebbe riprendere a diminuire. Il debito/Pil è previsto in graduale aumento, anche se stabilmente inferiore al 24% e quindi lontano dal limite del 60% imposto dai parametri di Maastricht.

Il 2 febbraio del 2002 la divisa lituana ha abbandonato il peg col dollaro statunitense per agganciarsi all'euro a un cambio fisso di 3,4524 litas lituane contro un euro. Il rafforzamento del cambio effettivo della divisa nazionale, accanto a sensibili aumenti della produttività e alla moderata evoluzione della dinamica salariale, è alla base della deflazione del 2003 che è sfociata in un calo tendenziale dei prezzi dell'1,1% in media d'anno. Tra il 2004-2005, è probabile che l'inflazione torni ad aumentare portandosi verso e oltre il 2% nel 2005 a causa di aggiustamenti fiscali, come aumenti delle accise sui carburanti, l'eliminazione di aliquote IVA ridotte su riscaldamento e costruzioni residenziali e una probabile accelerazione degli incrementi salariali.

Le autorità intendono mantenere le principali caratteristiche dell'attuale sistema di cambio al momento dell'ingresso nello Sme-2, il sistema di cambio europeo nell'ambito del quale le divise dei paesi che vogliono adottare l'euro devono oscillare intorno a una parità centrale senza infrangere dei limiti prestabiliti per almeno due anni. Dai documenti ufficiali, come il programma di pre-accesso, non emergono indicazioni precise sul timing di ingresso nello Sme-2.

Lituania	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	3,52		
Pil pro capite (in \$ Usa)	11.164		
Pil (var. % annua in termini reali)	6,8	8,9	6,9
Prezzi al consumo (var. % annua)	0,3	-1,2	0,1
Cambio contro \$ Usa (media annua)	3,67	3,06	2,79
Debito estero (in % del Pil)	40,5	40,1	40,0
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH
a lungo termine (Bloomberg)	A3	A-	BBB+
Rating Eca	Classe 3		

Fonte: Ocse, IIF, World Bank, Bloomberg e Datastream (*) Previsioni



SLOVENIA PUNTA AD ACCELERARE L'ADOZIONE DELL'EURO

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

- **La Slovenia entra nella Ue forte di uno sviluppo economico ragguardevole, di un tessuto industriale complessivamente innovativo, di requisiti fiscali in linea con i livelli stabiliti dai parametri di Maastricht.**
- **La Slovenia punta a una rapida adozione dell'euro. A questo scopo le autorità intendono entrare nello Sme-2 a partire dal III trimestre del 2004 e ridurre le pressioni inflazionistiche.**

Nel 1929 gli sloveni sono entrati a far parte del regno di Jugoslavia, insieme a serbi e croati. Dopo la seconda guerra mondiale, la Slovenia è divenuta parte della repubblica jugoslava, di ispirazione comunista, da cui si è resa indipendente nel 1991 dandosi una nuova costituzione. I legami storici con l'Europa occidentale e un buon tessuto economico hanno agevolato il processo di transizione verso un'economia di mercato che culminerà a maggio 2004 con l'ingresso nell'Unione europea (Ue). L'attuale governo sloveno è composto da una coalizione guidata da un partito di centro sinistra (Liberal Democracy of Slovenia - LDS) il cui primo ministro è Anton Rop, che dal dicembre del 2002 ha sostituito Janez Drnovsek nominato Presidente della Repubblica. Il parlamento è unicamerale e nell'Assemblea Nazionale (o Drzavni Zbor) siedono 90 deputati. Le prossime elezioni sono attese a ottobre 2004.

L'Europa occidentale accoglie circa il 60% delle esportazioni della Slovenia. Tra i principali acquirenti dei suoi prodotti vi è la Germania che ne assorbe oltre il 20%, in seconda posizione vi è l'Italia, seguita da Austria e Francia; ma anche Croazia, Bosnia e Erzegovina sono clienti privilegiati. Germania, Italia, Austria e Francia sono anche i principali fornitori della Slovenia. I prodotti di punta venduti all'estero sono macchinari, mezzi di trasporto e loro componenti, chimici e alimentari.

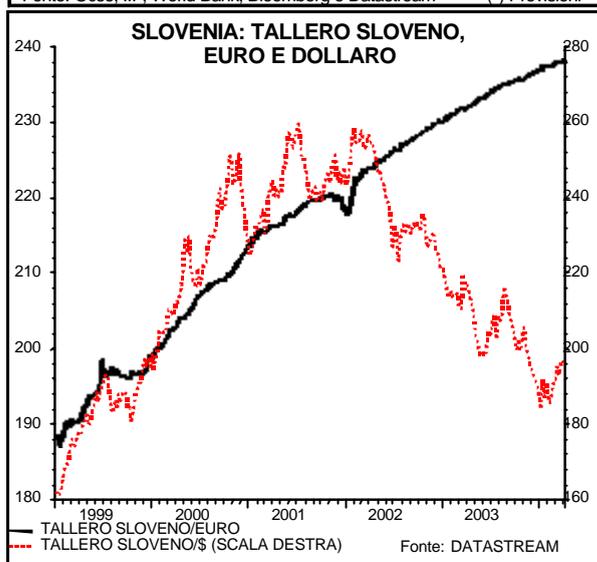
Il sistema industriale sloveno è considerato sostanzialmente innovativo. Il mercato della telefonia mobile e delle reti informatiche è capillare, diversamente da quanto accade in altri paesi che stanno per accedere alla Ue. Nel 1996 è sorto a Lubiana un parco tecnologico che ha

conosciuto un rapido sviluppo in settori d'avanguardia come l'information technology, la biotecnologia, l'automazione industriale e l'ambiente. Queste iniziative hanno preso ispirazione dall'Istituto Jozef Stefan di Lubiana che da anni opera per lo sviluppo delle tecnologie nel tessuto imprenditoriale sloveno. Vi è una serie di imprese da tempo al passo con l'innovazione come l'Iskra, ex colosso dell'elettronica al consumo della Jugoslavia di Tito, la Gorenja che è un gruppo di rilievo in Europa per la produzione di lavatrici e la Krka che è un'azienda farmaceutica recentemente acquisita dalla multinazionale Novartis, o ancora la Trival di Lubiana, nata da uno spin-off dell'Iskra, che da alcuni anni opera nel mercato dei sistemi di radiocomunicazione. La Goat è un esempio di joint-venture italo-slovena e si tratta di un'azienda partecipata dal Gruppo siderurgico Danieli di Buttrio che opera nel campo dei sistemi di automazione di processo.

L'economia slovena ha espresso una notevole vitalità crescendo tra il 1995 e il 2002 a un tasso medio del 4%. Si stima che l'aumento del Pil sia decelerato nel 2003 intorno al 2,3% a causa soprattutto di un modesto andamento dell'export, derivante da una persistente stagnazione economica presso i principali mercati di sbocco. La domanda interna è invece rimasta robusta, sostenuta sia dai consumi privati che dagli investimenti. Le stime di consenso puntano ad un'ulteriore accelerazione del Pil nel 2004-2005, sospinta da un nuovo impulso nel settore delle costruzioni e da un aumento delle esportazioni trainato dal miglioramento atteso nel quadro economico internazionale. Il proseguimento del processo di ristrutturazione delle imprese dovrebbe favorire anche gli investimenti, insieme a un crescente afflusso di capitali dall'estero stimolati dall'ingresso nella Ue.

L'obiettivo prioritario delle autorità, dopo l'adesione alla Ue nel maggio 2004, sarà il perfezionamento del processo di convergenza verso i parametri di Maastricht in vista dell'adozione dell'euro. Con un deficit/Pil sotto il 2% a partire dal 2002 e un debito/Pil inferiore al 30%, la Slovenia è in linea con i requisiti fiscali di Maastricht. Per il 2004-2005 sembrano esservi buone possibilità di mantenere stabili, se non di migliorare, questi indicatori grazie a limitazioni sulle spese. E' attesa una riduzione delle entrate fiscali dovuta alla riforma delle imposte dirette, che dovrebbe essere compensata dall'afflusso di fondi europei. Il governo e la Banca centrale slovena (Bcs) concordano nell'intenzione di aderire rapidamente allo Sme-2, il sistema di cambio europeo nel quale le divise dei paesi intenzionati ad adottare l'euro devono oscillare intorno a una parità centrale per almeno due anni entro limiti definiti. Sembra che le autorità stiano valutando un probabile ingresso nel III trimestre del 2004 e intendano rimanere nello Sme-2 non più di due anni, per minimizzare l'esposizione alla volatilità dei mercati valutari dopo aver legato la valuta a un sistema di cambi quasi-fisso. Il maggiore problema rimane l'inflazione ancora elevata, nonostante il calo dall'8,6% del 2001 al 5,7% del 2003. Sulla scia dell'attenuazione della dinamica dei prezzi la Bcs ha tagliato il saggio guida di 225 punti base da inizio 2003, dal 4% al 2,75%. Per ridurre stabilmente l'inflazione le autorità intendono agire tenendo sotto controllo prezzi amministrati, imposte indirette e accise. Si cerca, inoltre, di rimuovere o depotenziare i meccanismi di indicizzazione all'inflazione. Per esempio, un accordo salariale nel settore pubblico stipulato a luglio 2003 ha introdotto un'indicizzazione che tiene conto dell'inflazione attesa, invece di quella attuale, e anche del livello dei prezzi nella Ue.

Slovenia	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	1,99		
Pil pro capite (in \$ Usa)	18.997		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,0	3,1	3,4
Prezzi al consumo (var. % annua)	8,4	7,5	5,4
Cambio contro \$ Usa (media annua)	239,64	206,95	196,43
Debito estero (in % del Pil)	50,4	45,1	39,6
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's Aa3	S&P A+	FITCH A+
Rating Eca	Classe 2		
Fonte: Ocse, IIF, World Bank, Bloomberg e Datastream (*) Previsioni			

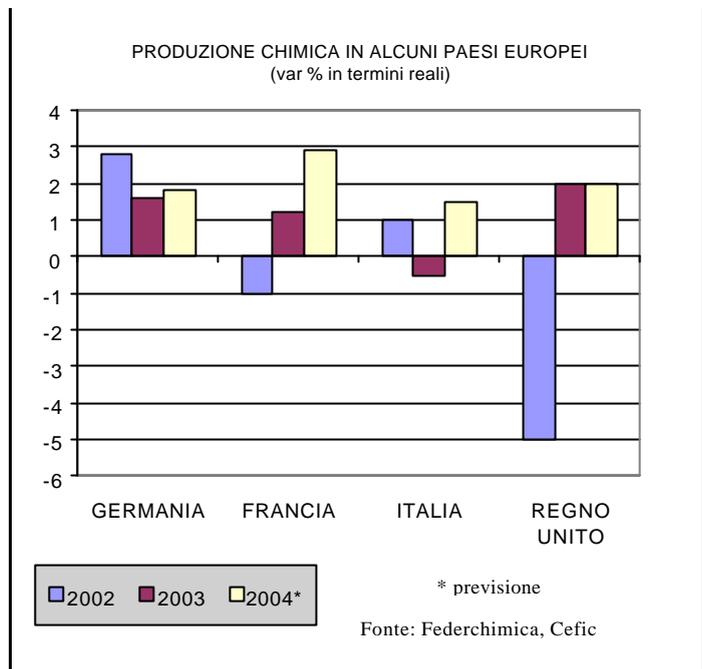


QUATTRO SCENARI PER LA CHIMICA EUROPEA

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

- La chimica europea esce oggi da un periodo di rallentamento dovuto soprattutto a un calo della domanda interna dei settori clienti: le economie dell'area si basano infatti soprattutto sui servizi che assorbono una porzione ridotta di prodotti chimici rispetto al manifatturiero.
- Con il prossimo allargamento della Ue la chimica europea raggiungerà una quota di mercato del 32,1% confermando quindi il primato a livello mondiale. Si tratta però di una situazione destinata a mutare nel prossimo futuro, per la forte pressione esercitata dai produttori asiatici e mediorientali.

Nel complesso dei paesi della Ue, il 2003 ha rappresentato un anno difficile per la chimica: escludendo la produzione farmaceutica, la crescita del settore è stata dello 0,6% rispetto all'anno precedente, con valori negativi in alcuni tra i paesi più grandi. La debolezza della domanda interna e dell'economia in genere non hanno favorito la ripresa, che pure era stata intravista dopo il buon risultato tendenziale registrato nel corso del primo trimestre e attesa da un biennio. In tal modo, la ripresa "vera" sembra posticipata al 2004 (anno in cui si prevede una crescita del 2%) e, più realisticamente, al 2005, quando un aumento sia



della produzione di polimeri, sia della chimica fine dovrebbero portare la crescita complessiva del settore a sfiorare il 3%.

Le previsioni di una uscita dal periodo di crisi della chimica europea non nascondono uno stato di più generale difficoltà della produzione Ue, che rischia di perdere la posizione di prima area produttrice del pianeta. Oggi la produzione chimica mondiale è stimata intorno ai 1.300 miliardi di euro; di questi 360 mld vengono prodotti nella Ue (28%), seguono poi gli Stati Uniti (25,6%) e l'Asia. Sebbene la quota di mercato detenuta dall'Europa sia destinata ad aumentare nei prossimi mesi (grazie all'allargamento ai paesi dell'est arriverebbe al 32,1%), essa appare in continuo assottigliamento da un decennio. La perdita di quote di mercato da parte delle imprese chimiche europee deriva da una combinazione di fattori di domanda e offerta: al generale rallentamento della domanda interna si è infatti sommata una maggiore capacità di penetrazione delle produzioni (sia chimiche sia di prodotti finiti) provenienti dai paesi asiatici, che ha determinato una forte pressione sui margini di profitto. Il settore ha poi risentito della delocalizzazione della produzione di molti settori clienti (soprattutto tessile e calzature). Tra le aree emergenti, quella asiatica e soprattutto la Cina stanno acquistando quote di mercato consistenti, sia grazie agli elevati tassi di crescita di tali economie, sia perché a differenza dei paesi sviluppati, in cui la maggior parte della ricchezza è prodotta dal settore dei servizi, nei paesi emergenti l'economia si basa soprattutto sul settore agricolo e sulle produzioni manifatturiere – in particolare tessile, pelli, plastica e costruzioni – che insieme alle industrie meccaniche ed elettriche, di abbigliamento e automobili, risultano tra i maggiori utilizzatori di prodotti chimici. Relativamente alle automobili, ad esempio, si calcola che circa un terzo del costo di produzione di un veicolo di medie dimensioni sia da attribuire ai prodotti chimici utilizzati.

Oggi in Europa circa il 57% della produzione di chimica è destinato alle produzioni industriali, ma in alcuni comparti la quota va decisamente riducendosi: circa il 30,3% della produzione di gomma e plastica, ad esempio, è destinata alla realizzazione di beni di consumo finale, il 16,4% è utilizzato dai servizi, il 6,4% dall'agricoltura e il 6,4% dall'industria manifatturiera.

In aggiunta a questo, vi è il ruolo sempre maggiore assunto dai paesi produttori di petrolio e gas, in particolare quelli dell'area mediorientale, nell'ambito delle produzioni petrolchimiche di base. Le previsioni per il prossimo quinquennio sono di una crescita superiore al 10%, a fronte di una domanda interna dell'area che non dovrebbe superare il 3%. L'eccesso di produzione finirà sui mercati internazionali, in particolare in Asia, nei paesi del NAFTA e in Europa; paesi come l'Arabia Saudita, l'Iran e il Qatar, oltre a quelli asiatici, sono quindi destinati a determinare, nei prossimi dieci anni, un drastico cambiamento nell'industria chimica mondiale.

In base a queste considerazioni, il ruolo della chimica europea subirà inevitabilmente un ridimensionamento sulla cui portata, tuttavia, le stime divergono. In base alle previsioni dei principali operatori della Ue, è possibile ipotizzare almeno quattro scenari diversi, che vanno dalla visione più ottimistica (scenario "soleggiato", in cui viene attribuito un ruolo trainante soprattutto alla chimica fine e delle specialità, e si ipotizza un'ottima performance delle produzioni di prodotti petrolchimici e delle plastiche), a quella più pessimistica (scenario di "tempesta", in cui si ipotizza un peggioramento progressivo della competitività, soprattutto del settore petrolchimico, in uno scenario macroeconomico generalmente sfavorevole). Le previsioni relative al 2015 mostrano che solo nell'ipotesi più ottimistica il tasso di crescita dell'industria chimica europea risulterebbe più elevato di quello previsto per il Pil. In queste condizioni, la quota di mercato scenderebbe comunque fino al 23%. Negli altri tre scenari, invece, il tasso di crescita della produzione risulta sempre inferiore a quello del Pil, fino ad assumere un valore negativo nell'eventualità "tempesta": in quest'ultimo caso la quota di mercato nel 2015 non supererebbe il 16%.

I LIBRI ITALIANI VARCANO LA FRONTIERA

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

- Il mercato editoriale italiano continua a essere caratterizzato da una modesta velocità di crescita sia in termini di fatturato sia di acquirenti. E' invece risultato in aumento il numero di lettori.
- Il fenomeno dei libri allegati a periodici e quotidiani ha costituito l'evento editoriale del 2002 e del 2003 ed è tuttora in espansione. Su 100 milioni di copie di libri venduti si stima che il venduto aggiuntivo dovrebbe aver superato 45 milioni di copie.
- L'editoria italiana apre all'estero. Tra il 2001 e il 2003 il numero dei titoli ceduti dalle case editrici italiane all'estero è aumentato del 32%. I principali mercati di destinazione sono Francia, Spagna e Polonia.

Gli ultimi dati disponibili sul mercato editoriale italiano relativi al 2002 non mostrano, nel complesso, sensibili cambiamenti: la crescita del fatturato si è mantenuta su un aumento medio annuo dell'1,1% e, come nel 2001, la quota di popolazione di 14-80enni che ha acquistato almeno un libro è rimasta al 33%. Il mercato librario resta dunque caratterizzato da una modesta velocità di crescita, nonostante la notevole espansione delle principali librerie che hanno puntato sull'innovazione nelle formule commerciali, nei *layout*, nell'arredo, sia nei *multistore* sia nei *franchising*, nei piccoli centri come nei medi: è probabile che i risultati di questo sviluppo si coglieranno nei prossimi anni.

Le ragioni della stasi negli acquisti di libri vanno ricercate principalmente in due fattori: la legge sul prezzo che ha fissato il tetto massimo di sconto al 15% (penalizzando soprattutto la grande distribuzione) e le vendite dei libri in edicola. Il fenomeno dei libri allegati a periodici e quotidiani ha costituito l'evento editoriale del 2002 e del 2003 ed è tuttora in espansione. Su 100 milioni di copie di libri venduti (esclusi gli scolastici, la manualistica universitaria i libri acquistati da biblioteche o studi professionali), si stima che il venduto aggiuntivo dovrebbe aver superato i 45 milioni di copie generando un giro di affari stimato in 220 milioni di euro. Le vendite attraverso il canale delle edicole si configurano più come operazioni di marketing degli editori di quotidiani e periodici che come iniziative per promuovere la lettura. Di fatto esse non hanno modificato i caratteri strutturali della lettura in Italia: i cosiddetti "lettori forti", coloro che comprano almeno 12 libri l'anno e che costituiscono l'80% del fatturato delle librerie, sono sempre fermi a una quota del 13% circa della popolazione, mentre si attesta su una quota vicina al 41% quella delle persone che dichiarano di aver letto almeno un libro in un anno, contro una media europea del 75%. Le donne si confermano lettrici (65%) più degli uomini, la lettura resta relegata al tempo libero in modo esclusivo per il 28% degli italiani e, geograficamente, si legge di più nell'Italia settentrionale.

Non che all'interno di questo quadro non vi siano elementi di novità: il mercato editoriale di viaggi e turismo, dei fumetti, dei libri sullo sport ha conosciuto un notevole sviluppo nel 2002. Particolare slancio si è riscontrato nell'editoria religiosa le cui vendite hanno registrato aumenti sensibili soprattutto nei canali distributivi laici (librerie di varia, grande distribuzione, Internet) con aumenti superiori al 4%. Dal 1990 il numero di copie pubblicate di argomento religioso è cresciuto del 60% circa. Altro segmento in espansione è quello della letteratura infantile che dopo tre anni di contrazioni, ha registrato nel 2002 un'inversione di tendenza: nonostante il calo demografico in questa fascia di età (5-13 anni), i bambini che dichiarano di aver letto un libro sono aumentati dell'11%.

Altro elemento positivo e del tutto nuovo per l'industria editoriale italiana riguarda le esportazioni. Tra il 2001 e il 2003 il numero dei titoli ceduti dalle case editrici italiane all'estero è aumentato del 32% (da 1800 titoli del 2001 a 2380 del 2003), per un valore di 180 milioni di euro sui 3.550 complessivi: un risultato inaspettato se si considera che l'Italia è un paese più avvezzo a importare libri e diritti che a venderli (circa un titolo su quattro è una traduzione da un'altra lingua). L'export librario italiano è costituito per il 30% dai titoli di libri per bambini, seguito, per il 20%, dai libri religiosi e per il 19% dai libri illustrati (d'arte, fotografici, ecc.) e ha come principali mercati Spagna e Francia che guidano la classifica in Europa, anche se non mancano paesi emergenti come la Polonia divenuta il nostro terzo mercato di sbocco, grazie all'interesse per i nostri libri di argomento religioso. Va notato che circa il 75% degli acquisti di diritti d'autore e il 90% delle vendite vengono fatti da editori che pubblicano almeno 15 novità all'anno. Dunque più l'editore è medio-grande più tende ad essere interessato ai mercati esteri, pur non mancando un interesse marginale che coinvolge piccoli e piccolissimi editori.

Negli acquisti dell'Italia dall'estero, aumentati nel 2002 del 7,7% sono i diritti della narrativa per adulti ad avere un peso importante (29%), seguiti dalla saggistica (26%) e dai libri per ragazzi (21%) per una quota complessiva del 76% delle importazioni. Negli ultimi tre anni, due terzi dei diritti sono stati acquistati dagli editori italiani in paesi di lingua inglese (USA, Gran Bretagna) i quali rappresentano rispettivamente il 36% e il 29% del totale delle nostre importazioni. Per contro, le vendite italiane nei due paesi anglosassoni costituiscono il 6 e il 3% con tendenza alla diminuzione. I mercati esteri offrono ancora buoni margini di crescita che potrebbero concretizzarsi, oltre che nei tradizionali Francia e Spagna, anche in Germania e negli Stati Uniti. Gli editori italiani avvertono segnali di interesse da parte dei mercati dell'Est europeo ed esplorano i mercati asiatici dove altri sistemi editoriali europei stanno già investendo e acquisendo quote di mercato.



Titoli acquistati e ceduti dagli editori italiani

Anni	N° titoli acquistati	N° titoli ceduti	Saldo
2001	5.400	1.800	-3.600
2002	5.800	2.060	-3.740
2003	5.800	2.380	-3.420
TOTALE 2001-2003	17.000	6.240	-10.760

Fonte: Doxa

LA SPADA DI DAMOCLE DEI TASSI

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

Sui mercati azionari continuano a pesare le prospettive sempre più ravvicinate di rialzo dei tassi Usa. La possibilità di una stretta da parte della Fed viene segnalata dal segmento obbligazionario statunitense, con il rendimento del T-bond decennale risalito al 4,45% e quello dei titoli a due anni volato oltre il 2,23% al massimo da ben 22 mesi.

In Europa la curva dei rendimenti risulta invece più rilassata e meno reattiva, a dimostrazione della diversa congiuntura e della differente impostazione di politica monetaria.

Le Borse si adeguano di conseguenza, ampliando il divario di performance a netto vantaggio delle piazze europee, favorite proprio dalle opposte aspettative in materia di tassi.

La ripresa del dollaro conforta questo scenario pro-europa anche se l'appeal di Wall Street è ancora da testare in funzione della diffusione delle trimestrali tuttora in corso.

Volatilità e perturbazioni in aumento quindi, nonostante sia logico a questi livelli attendersi una graduale saturazione degli acquisti.

Il rialzo degli indici trova sempre resistenze adeguate a contenere gli slanci della pressione rialzista. Così le borse salgono, ma per poi stornare di nuovo. Un'alternanza logorante nel lungo periodo, che tiene a margine la liquidità degli investitori più prudenti dalla duration finanziaria maggiore.

I quali da tempo attendono livelli di ingresso più economici, lontani dalle quote attuali di overvalued.

Analizzando infatti la struttura del mercato italiano anno su anno, si scopre come il lungo rally dal marzo '03 abbia espanso i multipli fino al raggiungimento di un classico doppio massimo negli ultimi dodici mesi (cfr. primo grafico).

La dinamica attuale del P/e sembra proiettare il parametro verso nuovi picchi, confermando la generale percezione di sopravvalutazione.

I titoli energetici riescono comunque a contenere l'ansia ribassista degli investitori e a bilanciare i ritracciamenti fisiologici della tecnologia e dei TMT.

Con la compagnia delle *utilities* (payout costante e profilo di sicurezza elevato) le azioni *energy* si confermano un'arma difensiva in mano all'investitore con maggior propensione al rischio.

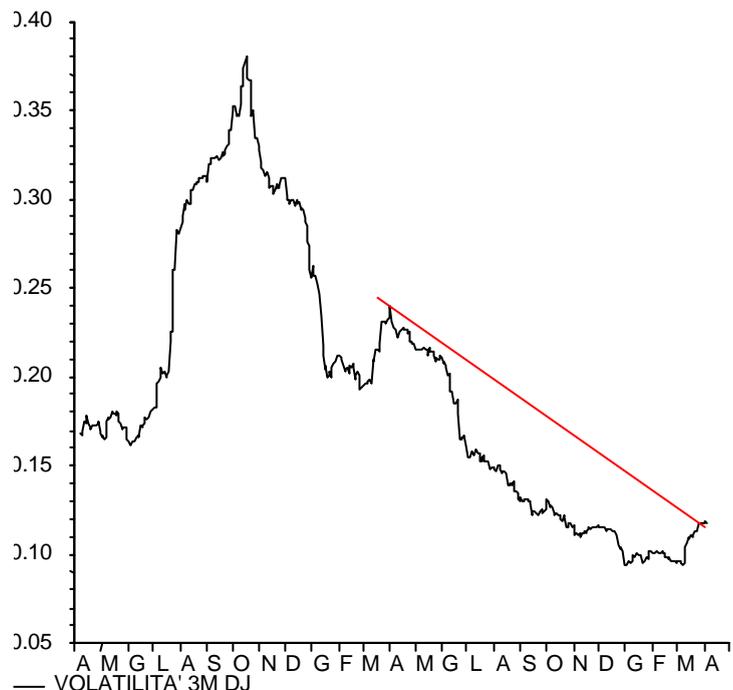
Il comparto dell'energia mantiene così i listini in territorio di neutralità, offrendo spunti interessanti in congiuntura comunque avversa all'equity puro.

1 anno di P/e a Piazza Affari



HIGH 16.7 28/1/04, LOW 14.1 4/4/03, LAST 16.5 5/4/04

Wall Street: P/e più bassi e volatilità modesta



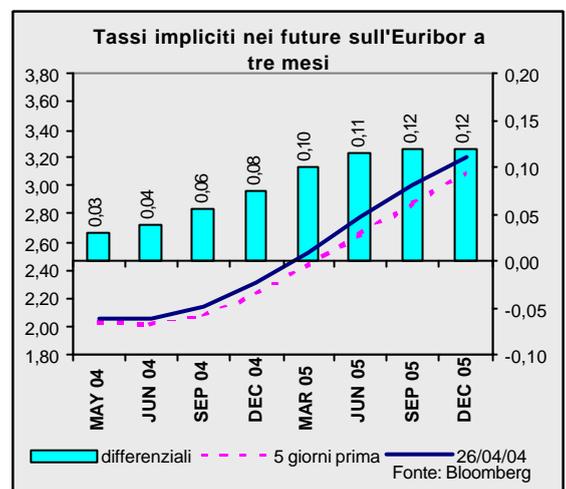
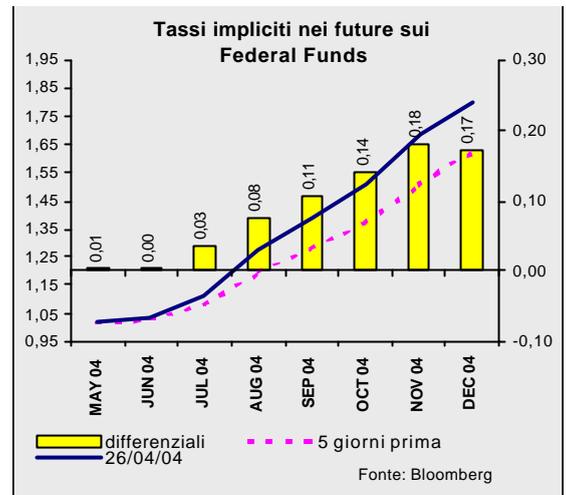
HIGH 0.38 17/10/02, LOW 0.09 2/1/04, LAST 0.12 5/4/04

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

- L'economia statunitense mostra segni di vigorosa crescita. Oltre all'intonazione positiva emersa dal Beige Book, dagli interventi del presidente della Federal Reserve Alan Greenspan, dalle previsioni del Fondo Monetario Internazionale e dalle considerazioni del G-7, l'economia Usa ha potuto contare su un aumento nettamente superiore alle aspettative degli ordini di beni durevoli cresciuti in marzo del 3,4% m/m e del 13,1% a/a. Anche al netto delle auto gli ordini si sono confermati altrettanto sostenuti (3,3% m/m e 14,2% a/a). Inoltre, gli ordini di beni capitali esclusa difesa e aerei, che possono essere considerati una buona proxy del futuro andamento degli investimenti privati, hanno confermato un impulso sostenuto (2,4% m/m e 10,7% a/a) anche se in leggera decelerazione rispetto a febbraio. Se si guarda alla performance tendenziale del I trimestre del 2004 le tre variabili mostrano incrementi importanti e rispettivamente del 9,7% a/a dal 9% di ottobre-dicembre 2003; dell'11,3% dall'8,7%; del 10,4% dall'11,2%.
- Il vigore dell'espansione economica sta facendo sentire i suoi effetti sulla variazione congiunturale dei prezzi alla produzione Usa che in marzo sono aumentati dello 0,5% m/m e dell'1,4% a/a. Attualmente non si può parlare di tensioni inflazionistiche, soprattutto se si guarda alle variazioni tendenziali dei prezzi alla produzione in calo dal 3,2% nella media del 2003 al 2,3% nella media del I trimestre del 2004.
- I riflettori rimangono puntati, oltre che sul Pil del I trimestre 2004 atteso per il 29 aprile, sui prossimi dati relativi al mercato del lavoro in calendario per i primi di maggio e sull'evoluzione dei prezzi che nei prossimi mesi guideranno le decisioni di politica monetaria negli Usa.
- Sull'onda del recupero statunitense, il mercato ha relegato sullo sfondo la preoccupazione per i deficit gemelli e ha riportato in primo piano il differenziale di crescita tra le due sponde dell'Atlantico che si è riflesso in un rafforzamento del dollaro sulla divisa europea. Tra gennaio e aprile 2004 il dollaro si è rafforzato anche in termini di cambio effettivo, vale a dire nei confronti di tutte le principali valute con cui intrattiene rapporti di scambio, verso le quali si è apprezzato di circa il 3%. I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati molto più decisamente negli Usa: il tasso sul Treasury decennale è progredito di circa 50 centesimi, quello sul Bund tedesco di pari durata di circa 30 punti base dai primi di aprile.
- E' molto probabile che il rafforzamento del dollaro e la debolezza dei corsi obbligazionari si protraggano per gran parte dei prossimi mesi sulla scia della sostenuta crescita attesa negli Usa nel 2004. La situazione potrebbe modificarsi nel 2005, quando l'amministrazione Usa dovrà affrontare il riequilibrio almeno del deficit di bilancio. Anche se molto dipenderà dalla decisione con cui verrà praticato l'aggiustamento, il dollaro potrebbe essere indebolito da una manovra che sottrarrà vigore allo sviluppo.
- In Europa l'andamento della produzione industriale nella media di gennaio-febbraio rimane fiacco, evidenziando un incremento dello 0,6% a/a solo in leggero recupero rispetto alla crescita media del 2003 (0,4% a/a). In Germania gli ordini all'industria di febbraio hanno assicurato un buon incremento (0,5% m/m e 2,8% a/a), trainati questa volta dalla componente interna, e si sono sommati all'inatteso recupero dell'indice Ifo di aprile, che fotografa la fiducia degli imprenditori tedeschi, sostenuta dal recente deprezzamento dell'euro che dovrebbe agevolare le esportazioni. L'indebolimento della divisa europea e l'impatto delle tensioni dei corsi petroliferi sull'indice dei prezzi al consumo europei potrebbero spingere la Bce a mantenere fermi i saggi guida ancora per diversi mesi.



	dati storici		26/04/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	119,79	106,45	108,42	105,0	105,0
dollaro-euro	1,085	1,261	1,186	1,16	1,21
yen-euro	130,0	134,3	128,5	121,8	127,1
sterlina-euro	0,689	0,693	0,664	0,660	0,680
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,30	1,13	1,17	1,20	2,00
euro	2,54	2,09	2,06	2,08	2,15
yen	0,06	0,06	0,05	0,05	0,10
sterlina	3,65	4,06	4,42	4,60	4,90
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,94	4,13	4,44	4,60	4,70
Germania	4,16	4,19	4,19	4,30	4,40
Giappone	0,66	1,33	1,53	1,60	1,90
Italia	4,30	4,32	4,42	4,48	4,53
Gran Bretagna	4,41	4,78	4,99	5,10	5,00

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	2,3	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	124,1	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	0,3	0,4	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	2,3	2,3	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	1,2	1,1	0,7	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,0	3,1	8,2	4,1	4,9	4,7	3,0	2,3
var.% anno su anno	2,2	3,1	4,6	2,1	2,4	3,6	4,3	5,1	5,5	4,2	3,7

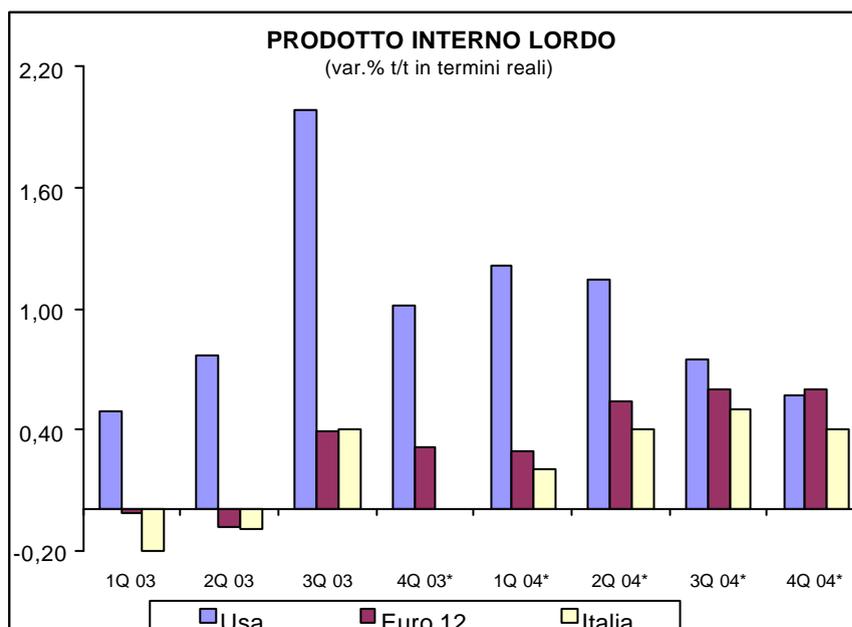
AREA EURO

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

ITALIA

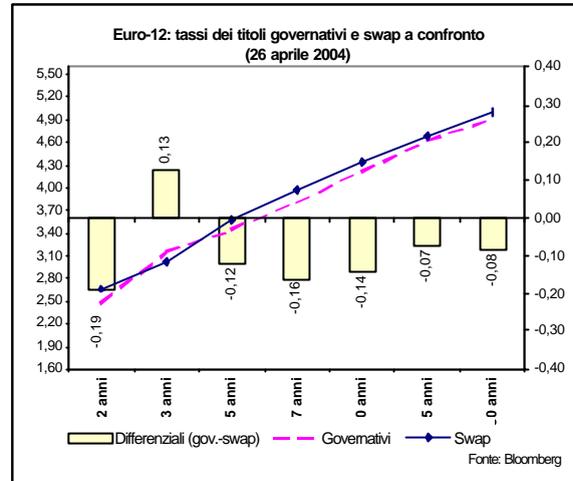
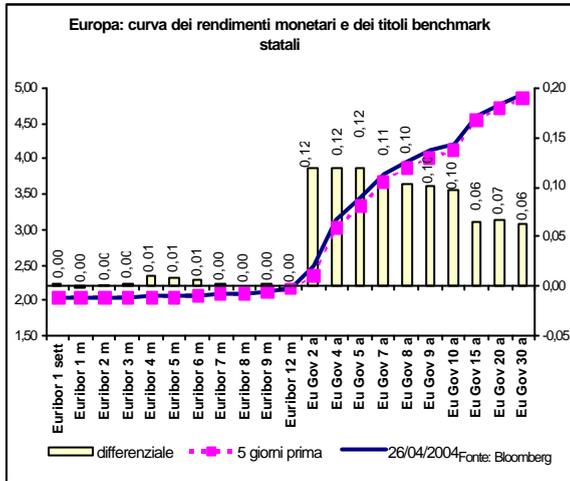
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,2	0,4	0,5	0,4
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	1,8	0,0	0,9	1,8	2,1	1,8
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,0	0,6	0,2	0,5	0,1	0,4	0,9	1,1	1,6

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



PANORAMA TASSI & EURO

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



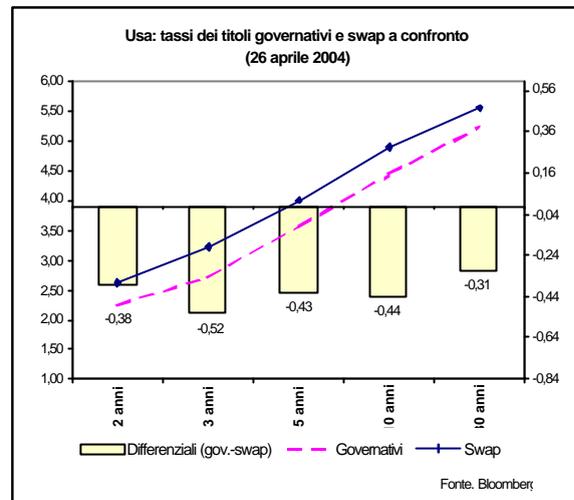
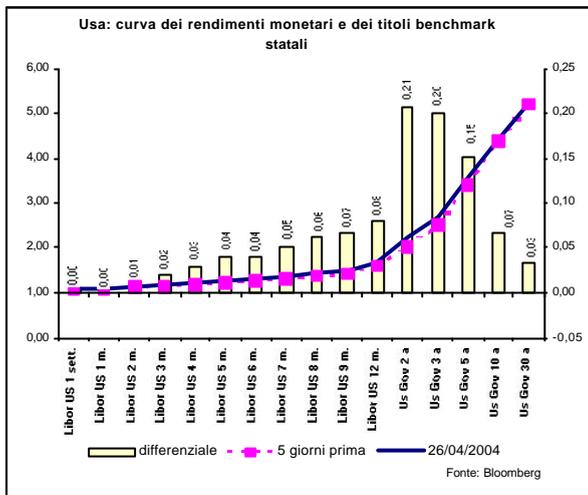
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
	dell'euro contro le altre valute										
	23/4/04	- 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	1,189	1,193	1,228	1,094	1,049	1,179	-0,4	-3,2	8,6	13,3	0,8
Canada	1,611	1,608	1,636	1,585	1,655	1,800	0,2	-1,6	1,6	-2,7	-10,5
Australia	1,623	1,619	1,636	1,765	1,856	1,910	0,2	-0,8	-8,0	-12,6	-15,0
Nuova Zelanda	1,889	1,876	1,861	1,961	1,998	2,223	0,7	1,5	-3,6	-5,4	-15,0
Giappone	129,6	129,5	131,2	131,6	124,4	133,7	0,0	-1,2	-1,6	4,1	-3,1
Argentina	3,380	3,396	3,523	3,113	3,531	1,180	-0,5	-4,0	8,6	-4,3	186,5
Svizzera	1,560	1,554	1,552	1,507	1,452	1,617	0,4	0,5	3,5	7,4	-3,5
Regno Unito	0,670	0,668	0,666	0,694	0,651	0,711	0,2	0,5	-3,4	3,0	-5,8
Svezia	9,138	9,207	9,227	9,112	9,153	9,470	-0,8	-1,0	0,3	-0,2	-3,5
Danimarca	7,442	7,444	7,447	7,425	7,429	7,450	0,0	-0,1	0,2	0,2	-0,1
Norvegia	8,238	8,282	8,432	7,835	7,276	8,855	-0,5	-2,3	5,1	13,2	-7,0
Cipro	0,587	0,586	0,586	0,588	0,573	0,582	0,1	0,1	-0,3	2,3	0,7
Repubblica Ceca	32,32	32,40	33,13	31,67	31,58	35,11	-0,3	-2,5	2,0	2,3	-8,0
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	250,3	252,4	251,9	245,6	236,3	251,5	-0,8	-0,6	1,9	5,9	-0,5
Lettonia	0,649	0,650	0,658	0,633	0,614	0,667	-0,1	-1,4	2,6	5,7	-2,7
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,425	0,425	0,426	0,425	0,418	0,443	0,0	-0,2	0,0	1,7	-4,0
Slovacchia	40,12	40,24	40,17	41,01	41,50	42,99	-0,3	-0,1	-2,2	-3,3	-6,7
Slovenia	238,5	238,4	238,1	232,5	230,2	189,0	0,0	0,2	2,6	3,6	26,1
Polonia	4,7602	4,777	4,699	4,260	4,021	4,071	-0,3	1,3	11,7	18,4	16,9
Russia	34,19	34,46	35,05	34,03	33,53	25,32	-0,8	-2,4	0,5	2,0	35,0
EURO	89,2	89,7	90,3	88,1	84,5	93,3	-0,5	-1,2	1,2	5,6	-4,4

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										
	23/4/04	- 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	1,361	1,345	1,332	1,454	1,572	1,598	-1,2	-2,2	6,8	15,5	17,4
Australia (*)	0,733	0,744	0,754	0,616	0,562	0,516	-1,4	-2,8	19,1	30,6	42,2
Nuova Zelanda (*)	0,628	0,640	0,661	0,552	0,524	0,425	-1,9	-5,1	13,8	19,8	47,7
Giappone	109,0	107,9	106,7	120,5	118,8	131,8	-1,0	-2,1	10,5	9,0	21,0
Corea del Sud	1.159	1.149	1.160	1.217	1.200	1.320	-0,9	0,0	5,0	3,5	13,9
Filippine	55,77	56,31	56,38	52,47	53,60	51,60	1,0	1,1	-5,9	-3,9	-7,5
Indonesia	8.624	8.619	8.584	8.735	8.950	10.370	-0,1	-0,5	1,3	3,8	20,2
Singapore	1,694	1,676	1,687	1,779	1,734	1,849	-1,0	-0,4	5,0	2,4	9,2
Thailandia	39,59	39,41	39,50	42,77	43,11	44,05	-0,5	-0,2	8,0	8,9	11,3
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	44,05	43,82	44,86	47,34	47,97	48,27	-0,5	1,8	7,5	8,9	9,6
Argentina	2,86	2,82	2,87	2,85	3,36	1,00	-1,5	0,2	-0,5	17,3	-65,2
Brasile	2,93	2,91	2,91	3,00	3,54	2,30	-0,7	-0,4	2,6	20,9	-21,6
Cile	611,9	601,8	613,3	710,2	720,3	646,3	-1,7	0,2	16,1	17,7	5,6
Colombia	2.620	2.623	2.664	2.911	2.867	2.297	0,1	1,7	11,1	9,4	-12,3
Messico	11,34	11,25	10,97	10,51	10,46	9,11	-0,8	-3,3	-7,3	-7,7	-19,7
Perù	3,47	3,47	3,46	3,46	3,50	3,44	-0,2	-0,5	-0,4	0,8	-0,9
Uruguay	29,63	29,66	29,66	28,60	27,20	14,75	0,1	0,1	-3,5	-8,2	-50,2
Venezuela	2.909	3.063	3.268	1.598	1.387	759	5,3	12,3	-45,1	-52,3	-73,9
Israele	4,57	4,54	4,50	4,60	4,75	4,48	-0,7	-1,5	0,7	3,9	-2,0
Sud Africa	6,77	6,44	6,52	7,39	8,57	12,37	-4,9	-3,7	9,1	26,5	82,7
Turchia	1.385.287	1.358.161	1.316.404	1.593.966	1.643.699	1.429.847	-2,0	-5,0	15,1	18,7	3,2
Area dell'Euro (*)	1,189	1,193	1,228	1,094	1,049	0,904	-0,4	-3,2	8,6	13,3	31,5
Regno Unito (*)	1,772	1,798	1,853	1,583	1,610	1,439	-1,5	-4,4	11,9	10,1	23,1
Svizzera	1,316	1,295	1,256	1,377	1,383	1,650	-1,5	-4,5	4,7	5,2	25,5
Danimarca	6,28	6,21	6,03	6,78	7,08	8,28	-1,2	-4,0	7,9	12,7	31,9
Norvegia	6,95	6,94	6,87	7,16	6,97	8,87	-0,1	-1,2	3,0	0,2	27,5
Svezia	7,73	7,67	7,47	8,32	8,69	10,28	-0,8	-3,3	7,7	12,5	33,0
Russia	28,98	28,61	28,51	31,10	31,78	30,14	-1,3	-1,6	7,3	9,7	4,0
Polonia	4,02	3,99	3,82	3,91	3,81	3,96	-0,7	-5,0	-2,7	-5,2	-1,5
Repubblica Ceca	27,19	27,15	26,98	28,94	30,14	35,27	-0,2	-0,8	6,4	10,8	29,7
Ungheria	211,5	210,1	203,6	224,4	224,9	272,9	-0,7	-3,7	6,1	6,3	29,0
DOLLARO USA	98,7	97,3	95,8	107,3	110,5	122,0	1,4	3,0	-8,0	-10,7	-19,1

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 27/4 AL 3/5 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 27	Area Euro: audizione di Trichet all'EMAC  Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve sulle prospettive per il settore manifatturiero Stati Uniti: discorso di Greenspan alla Conferenza sull'Energia a Washington Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve
Mercoledì 28	Giappone: incontro di politica monetaria
Venerdì 30	Stati Uniti: discorso di Parry della Federal Reserve sulla globalizzazione

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 27	Francia	Pil (def.)	IV tr. 03	0,7% t/t;-0,4% a/a	0,7% t/t;1,2% a/a
	Regno Unito	CBI (settore industriale)	aprile	-8	-10
....30/4	Germania	Vendite al dettaglio	marzo	0,3% m/m	0,8% m/m
Mercoledì 28	Italia	Salari orari	marzo	2,8% a/a	2,9% a/a
Giovedì 29	Francia	Fiducia delle imprese	aprile	104,0	104,0
	Italia	Prezzi alla produzione	marzo	0,0% m/m;0,0% a/a	0,2% m/m;0,0% a/a
		Fiducia delle imprese	aprile	93,3	93,9
	Area Euro	M3 ds	marzo	6,3% a/a	6,3% a/a
	Italia	Prezzi al consumo (13 città) 	aprile	0,3% m/m;2,3% a/a	0,2% m/m;2,3% a/a
Venerdì 30	Francia	Prezzi alla produzione	marzo	0,0% m/m;-0,1% a/a	0,3% m/m;-0,1% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo (stima flash)	aprile	1,6% a/a	2,0% a/a
		Indice di fiducia economica 	aprile	96,0	95,9
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 27	Stati Uniti	Indice di fiducia dei consumatori 	aprile	88,3	87
		Vendita unità abitative esistenti	marzo	6,12 mln	6,20 mln
Mercoledì 28	Giappone	Produzione industriale	marzo	-3,8% m/m;6,7% a/a	0,7% m/m;6,7% a/a
Giovedì 29	Stati Uniti	PIL (1 stima) 	I tr. 04	4,1% t/t	4,9% t/t
		Deflatore del Pil	I tr. 04	1,5% t/t	2,0% t/t
		Richieste sussidio di disoccupazione	24 aprile	353.000	350.000
		Consumi privati 	I tr. 04	3,2% t/t	3,8% t/t
Venerdì 30	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	marzo	0,4% m/m;0,0% a/a	0,1% m/m;0,1% a/a
		Tasso di disoccupazione	marzo	5,0%	5,0%
	Stati Uniti	Redditi delle famiglie	marzo	0,4% m/m	0,4% m/m
		Spese delle famiglie	marzo	0,2% m/m	0,7% m/m
		Indice fiducia Università Michigan (def.)	aprile	93,2	94,0
		PMI (Chicago) 	aprile	57,6	61,0