

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

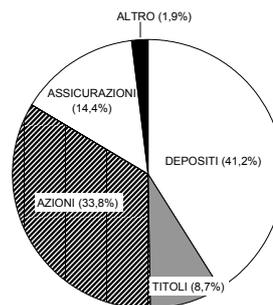
15 febbraio 2005
n. 6 - 2005

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

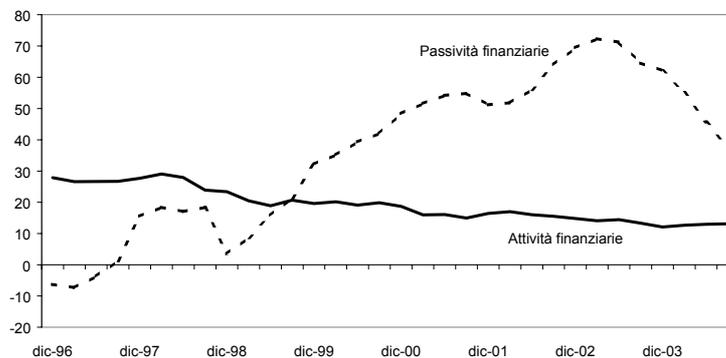
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

UNGHERIA: COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA
DELLE FAMIGLIE - settembre 2004



UNGHERIA: ATTIVITA' E PASSIVITA' FINANZIARIE DELLE
FAMIGLIE - var. % a/a



- ✓ Procede la convergenza dell'Ungheria verso gli standard della "vecchia" Europa anche sul piano del risparmio familiare e dei suoi investimenti. Tra i paesi che hanno fatto ingresso nella UE a 25, l'economia magiara registra un rapporto tra la ricchezza finanziaria delle famiglie e il PIL tra i più elevati.
- ✓ Il Messico archivia un 2004 caratterizzato da una vivace crescita economica e da un consistente afflusso di investimenti diretti dall'estero.

IL MESSICO INNOVA E ATTIRA INVESTIMENTI

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

- Nel 2004, l'economia messicana è stimata crescere a un tasso poco superiore al 4%. La ripresa, oltre a beneficiare delle buone *performance* dell'economia statunitense, ha finora tratto vantaggio dalle elevate quotazioni del petrolio.
- Gli investimenti diretti esteri restano un'importante risorsa di finanziamento. Nel 2004 sono tornati ai livelli di inizio decennio (circa 15 miliardi di dollari) e hanno più che controbilanciato il deficit di parte corrente.
- La situazione finanziaria del Messico resta favorevole, con un debito estero pari al 25% del Pil e il servizio del debito che non supera il 18% del totale delle esportazioni. Il debito a breve ammonta a un terzo del totale. Le riserve internazionali sono di circa 60 miliardi di dollari. Lo *spread* che misura il differenziale tra i rendimenti dei titoli messicani e quelli dei titoli di stato americani è attualmente di circa 160 punti base, tra i più bassi dell'area latino-americana.

L'economia messicana, dopo un triennio di bassa crescita, dovrebbe aver chiuso il 2004 con balzo del Pil di poco superiore al 4%. I dati preliminari di inizio 2005 sono buoni. Questa fase di crescita è trainata soprattutto dagli investimenti, saliti l'anno scorso di circa il 5% in risposta alla forte domanda estera e a un sostenuto incremento dei consumi delle famiglie. Le ottime performance dell'export sono state favorite non solo dalle elevate quotazioni del petrolio ma anche da una crescente diversificazione delle produzioni in diversi settori, rese più competitive da innovazioni di prodotto e di processo che stanno velocemente trasformando il Messico da paese a basso costo di manodopera in uno con produzioni ad elevato valore aggiunto in tutti i settori dell'economia, dall'industria, ai servizi, alle costruzioni. La ripresa messicana, oltre a beneficiare delle buone performance dell'economia statunitense (verso gli Stati Uniti è indirizzato l'80% dell'export), ha tratto vantaggio dalle quotazioni del petrolio più alte del previsto. L'inflazione al consumo, stimata in media 2004 poco sopra il 5%, è lievemente al di sopra del target programmato. A causa dell'aumento delle aspettative inflazionistiche, la Banca centrale ha elevato nel corso del 2004 il corto (saggio guida) di ben nove volte portandolo a fine 2004 all'8,25%, dal 4,5% di inizio anno. Il deficit di bilancio è in costante riduzione dal 2002 e nell'anno in corso dovrebbe essere pari allo 0,3% del Pil. Gli investimenti diretti esteri restano un'importante risorsa di finanziamento e nel 2004 sono tornati ai livelli di inizio decennio (circa 15 miliardi di dollari). L'economia messicana è trainata essenzialmente dai servizi, che contribuiscono alla formazione del Pil per circa i tre quarti; segue l'industria manifatturiera, con circa il 16%; l'agricoltura con poco più del 5%; quindi, l'industria estrattiva e le costruzioni. Le esportazioni messicane segnalano un'economia diversificata, che dispone di valide alternative per resistere agli shock: nel 2003, le vendite all'estero di beni industriali hanno rappresentato l'85% del totale, mentre il petrolio solo il 10%. Venti anni prima, protagoniste dell'export erano le materie prime, con il petrolio che costituiva il 63% e i manufatti solo il 28%. Le previsioni per il 2005 sono di una crescita ancora sostenuta, prossima al 4%, nonostante un clima esterno meno favorevole e tassi di interesse particolarmente elevati. In una recente classifica elaborata da Deutsche Bank relativa ai paesi a maggior crescita nel lungo termine (2006-2020), il Messico si colloca al nono posto a livello mondiale e risulta essere il primo paese americano, avanti agli Stati Uniti e al Cile. Il peso, che nel biennio 2003-04 si è indebolito in termini reali di oltre il 15%, nel corso del 2005 dovrebbe ulteriormente deprezzarsi nei confronti del dollaro a causa dell'incremento del differenziale di inflazione con gli Stati Uniti. Potrebbero soffrirne le esportazioni e il deficit di parte corrente, che tuttavia dovrebbe essere più che bilanciato dagli investimenti esteri che nel corso di quest'anno potrebbero avvicinarsi ai 20 miliardi di dollari. Ad attirare gli investimenti in Messico non sembra più essere il basso costo della manodopera. Fin dalla fine del passato decennio, infatti, il sistema della maquiladora è stato messo a dura prova dalla concorrenza delle imprese asiatiche. In Messico è stata lanciata una grande strategia volta all'innovazione. Sono stati realizzati parchi industriali che permettono di sviluppare una base produttiva ad alta tecnologia permanente. I parchi realizzati sinora includono il settore delle risorse naturali (gas), delle telecomunicazioni (fibre ottiche), della farmaceutica e dell'industria aerospaziale. Il governo messicano ha inoltre facilitato la creazione di zone franche che consentono l'agevolazione del traffico doganale e l'abbattimento dei costi del commercio intra-regionale.

La situazione finanziaria del Messico resta favorevole, con un debito estero pari a poco oltre il 25% del Pil e il servizio del debito che non supera il 18% del totale delle esportazioni. Il debito a breve è pari a un terzo del totale. Le riserve internazionali sono di circa 60 miliardi di dollari e coprono oltre tre mesi di importazioni. L'attuazione delle riforme potrebbe subire un rallentamento in vista delle elezioni presidenziali del 2006. Ci si attende comunque che la disciplina fiscale e monetaria del paese possa continuare, sostenendo la stabilità macroeconomica nel prossimo biennio. Lo *spread* che misura il differenziale tra i rendimenti dei titoli messicani e quelli dei titoli di stato americani è attualmente di circa 160 punti base, il più basso dell'area dopo il Cile.

MESSICO

	2003	2004*	2005**
Popolazione (milioni di abitanti)	101,3		
Pil pro capite (in US\$)	6.180		
Pil (var. % annua)	1,3	4,1	3,7
Prezzi al consumo (var. % annua)	4,0	5,2	4,4
Saldo estero conto corrente (%Pil)	-1,9	-1,3	-1,7
Cambio pesos/US\$ (media annua)	10,8	11,2	11,2
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	Fitch
a lungo termine (Bloomberg)	Baa1	BBB	BBB-
Rating Eca: classe 2			

Fonti: IIF Bloomberg Ocse e ns.elaborazioni

*stime

**previsioni

COMPORAMENTI SEMPRE PIÙ EUROPEI PER LE FAMIGLIE UNGHERESI

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

- Le abitudini di spesa delle famiglie magiare si sono adeguate a quelle delle loro omologhe della Ue15 ben prima dell'accesso. La crescente domanda di finanziamenti per mutui e credito al consumo ha portato il loro livello di indebitamento a raggiungere nel 2004 il 25% del Pil.
- Crescono i finanziamenti in valuta estera richiesti soprattutto per l'acquisto di abitazioni.
- Tra le attività finanziarie detenute dalle famiglie prevalgono ancora i depositi ma avanza a ritmo sostenuto il risparmio assicurativo e previdenziale.

Negli anni che hanno preceduto l'ingresso dell'Ungheria nell'Unione europea si è realizzato un cambiamento nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie magiare e una significativa variazione della loro propensione al risparmio e all'indebitamento. Queste novità hanno avvicinato le scelte di portafoglio e le abitudini di spesa a quanto già osservato nei principali paesi europei. In particolare, il raggiungimento di un quadro macroeconomico relativamente stabile e un tasso di inflazione in costante discesa hanno gradualmente stemperato le aspettative di incertezza e reso le famiglie più propense ai consumi. Al formarsi di questa tendenza hanno contribuito anche l'incremento del reddito disponibile e una maggiore facilità di accesso al credito bancario, con conseguenti riflessi sul livello di indebitamento delle famiglie. L'aumento delle passività finanziarie degli ultimi anni (+37,4% a/a a settembre), pur se parzialmente compensato dall'aumento delle attività finanziarie (+13,1% a/a a settembre), ha determinato la riduzione dell'incidenza dei flussi di ricchezza finanziaria netta del settore famiglie scesa dal 9,3% del Pil del 1998 al 2,2% del 2004.

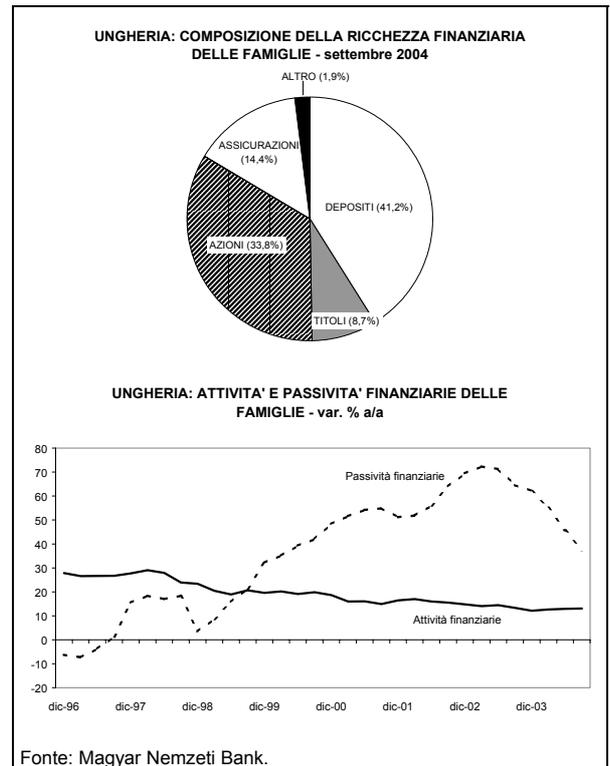
Il graduale processo di liberalizzazione del mercato dei capitali, la maggiore disponibilità a concedere prestiti da parte delle banche (riflesso anche della riduzione della redditività delle erogazioni alle imprese) nonché la crescente offerta di finanziamenti proveniente da istituzioni finanziarie non bancarie hanno facilitato l'accesso al credito delle famiglie. Ne è seguito un crescente utilizzo destinato soprattutto agli acquisti rateali, ai mutui fondiari ma anche per l'acquisto di azioni di imprese privatizzate.

A partire dal 2000 la crescita dei mutui ipotecari è stata molto elevata grazie anche all'introduzione di sovvenzioni statali per incentivare l'acquisto di nuove abitazioni da parte di giovani coppie. Dal 2002, con l'estensione di tale beneficio all'acquisto di case già costruite, i mutui hanno conosciuto crescita superiori al 100%, grazie anche alle condizioni particolarmente vantaggiose applicate al finanziamento; l'agevolazione, infatti, prevede il pagamento di un interesse a tasso fisso (5-6%) in misura ridotta rispetto ai tassi correnti di mercato (attualmente al 9%). Secondo la Banca centrale ungherese è proprio il differenziale tra i tassi a favorire l'utilizzo di parte del credito fondiario ricevuto (tra il 15% e il 30%) per finanziare i consumi. Da rilevare, inoltre, il peso crescente dei prestiti in valuta estera (prevalentemente franchi svizzeri), soprattutto per i mutui, fenomeno favorito sia dal tasso applicato sia la relativa stabilità del cambio tra le due valute; a tale tipologia di prestito ricorrono più frequentemente i nuclei familiari esclusi dai benefici delle sovvenzioni statali.

Negli ultimi anni sono aumentati a ritmo sostenuto anche i prestiti per il credito al consumo: quelli erogati dalle banche attualmente incidono per il 27% dei finanziamenti concessi alle famiglie (+27,8% a/a a settembre) ma sono in forte crescita anche quelli offerti dalle istituzioni non finanziarie utilizzati soprattutto per l'acquisto di autovetture. Secondo una recente indagine in Ungheria circa un quinto della popolazione adulta (1,5 milioni di persone) utilizza questo tipo di prestito. Nel complesso, il forte ricorso al credito ha portato l'indebitamento delle famiglie a superare il 25% del Pil nei primi tre trimestri del 2004, mentre solo a inizio millennio si fermava al 5,6%.

Guardando alla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie i depositi bancari risultano ancora la principale attività detenuta (41,2%), seppure in riduzione di circa 20 punti percentuali rispetto agli anni '90 (60,2%). Oltre un terzo del portafoglio è investito in titoli azionari (33,8% rispetto al 27,2% del 1990) che riguardano però quasi esclusivamente partecipazioni in imprese familiari non quotate, mentre il possesso di titoli quotati è limitato all'1,2% delle attività finanziarie. Scarso è rimasto anche l'appeal dei fondi comuni di investimento la cui quota, dopo aver raggiunto un livello pari al 6,6% nel 2003, a seguito dei continui disinvestimenti dello scorso anno, è attualmente scesa al di sotto del 4%. La porzione di ricchezza finanziaria investita in titoli di stato è, invece, rimasta relativamente stabile nel tempo non superando mai dal 1990 il 10%. In espansione risulta l'investimento in assicurazioni e fondi pensione: dal 1998, anno della riforma del sistema pensionistico, l'incidenza delle somme destinate a fini previdenziali e assicurativi è passata dal 5% al 14% attuale.

Nel complesso, comunque, il rapporto tra ricchezza finanziaria delle famiglie ungheresi e Pil risulta essere tra i più elevati (101,2%) tra quelli degli stati di recente ingresso nella Ue.



ESISTE L'ELISIR DI LUNGA VITA PER LE IMPRESE?

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

- La vita media di una grande impresa multinazionale generalmente non supera i 50 anni, e quella delle piccole e medie imprese è ancora più breve, al punto da portare a un valore medio complessivo pari a 12,5 anni. Fallimenti, fusioni e acquisizioni minacciano la sopravvivenza soprattutto entro i primi dieci anni dalla fondazione. In questa fascia di età oggi si trova circa 40% delle piccole e medie imprese europee, giapponesi e statunitensi.
- I valori medi nascondono però storie di imprese ultracentenarie: le più antiche di cui si ha notizia, tra quelle ancora esistenti, sembrano essere due giapponesi, ma nel complesso è l'Europa ad avere il primato della longevità.
- Una gestione finanziaria conservatrice, l'attenzione alla ricerca e un forte senso di identità dei lavoratori con l'impresa sono alcuni elementi comuni alle aziende più antiche.

Uomini più longevi delle istituzioni imprese: nei paesi industrializzati questa regola diviene sempre più valida. Se infatti oggi la speranza di vita alla nascita di un individuo maschio in un paese sviluppato è superiore ai 70 anni, per le imprese di dimensioni medio-grandi (comprese le multinazionali) si arriva poco oltre i due terzi di questa cifra. Una recente indagine sulla mortalità delle imprese multinazionali inserite nella classifica Fortune 500 mostra come la speranza di vita di tali aziende sia compresa tra i 40 e i 50 anni: data l'età di molte di esse, ciò indicherebbe che entro il 2010 il 30% delle multinazionali sarà scomparso, per lo più a causa di fusioni, fallimenti o per essere stata acquisita. Una durata analoga caratterizza anche le grandi imprese in Europa e Giappone, indipendentemente, peraltro, dal settore di appartenenza delle imprese. In generale, gli anni più difficili per la sopravvivenza sono i primi dieci, fascia nella quale si trova attualmente circa il 40% delle imprese europee, giapponesi e statunitensi, soprattutto di dimensione media e piccola. Per queste ultime (le più numerose), il tasso di mortalità nei primi dieci anni di vita è decisamente superiore a quello delle grandi; sicché, se si considera la media per il complesso delle imprese nei paesi industrializzati (indipendentemente quindi dalla dimensione), l'aspettativa di vita non è più 40-50 anni, ma scende a 12,5.

Com'è noto, tuttavia, tali calcoli nascondono eccezioni spesso significative: vi sono infatti episodi di longevità protratta che hanno portato alcune imprese a contare l'età in secoli; in tal modo la distanza in termini di anni tra la durata media e il valore massimo di sopravvivenza tocca picchi che non hanno riscontri in alcuna altra istituzione della vita economica e sociale. Tra le aziende private più longeve spiccano in particolare quelle familiari: un recente studio condotto negli Stati Uniti, certamente non esaustivo, ha censito le imprese familiari nel mondo con oltre 250 anni di età; tra queste, in particolare, quattro risultano controllate dalla stessa famiglia da oltre un millennio. La più antica sarebbe un'impresa giapponese fondata nel 578 in Corea per la costruzione di un tempio buddista; in seguito questa avrebbe partecipato alla costruzione di molte strutture anche note, come un importante castello a Osaka. Oggi la famiglia proprietaria (arrivata alla quarantesima generazione) continua nella tradizionale attività di edilizia religiosa. Nella stessa classifica, al secondo posto compare ancora un'impresa giapponese, fondata nel 718 e tuttora responsabile, sin dalla costituzione, di un albergo a Konmatsu. In corrispondenza della terza posizione, prima in Europa, compare un'impresa familiare francese, che nello stesso sito gestisce da oltre mille anni vigneti e un museo. Le rimanenti imprese tra le prime 15 sono tutte europee: 8 italiane, due tedesche e altre due francesi.

Negli Stati Uniti l'impresa familiare più antica cui si è risaliti produce strumenti musicali, e sarebbe stata fondata a Costantinopoli nel 1623 da una famiglia poi emigrata negli Usa; seguono poi due imprese agricole (create intorno al 1630-40) e un panificio. Le imprese statunitensi più longeve sembrano condividere la piccola dimensione, ma soprattutto l'aver avviato e proseguito la loro attività in città piccole (solo 27 delle 102 più antiche sono state fondate in aree metropolitane, e solo 7 delle prime 50 sono nate in grandi città). Infine, proprio la proprietà familiare sembra aver rappresentato un punto di forza.

L'analisi delle caratteristiche di questi "campioni di sopravvivenza" è però poco utile per capire quali sono gli elementi che hanno permesso loro una tale durata. Si tratta infatti di attività di nicchia scarsamente rappresentative dell'attuale mondo produttivo (per la maggior parte legate al settore alimentare o dell'accoglienza) esse inoltre essendo molto lontane tra loro nel tempo, nello spazio, nello sviluppo e nella realtà economica che le ha circondate, non si prestano a confronti di alcun genere; inoltre spesso mancano documenti ufficiali che certifichino la reale data di fondazione (molte infatti sono il risultato di acquisizioni o fusioni multiple, oppure discendono da imprese pubbliche). In effetti, pochi settori sono "eterni": delle 12 maggiori imprese mondiali per capitalizzazione costituite nel 1912, solo 3 compaiono nella stessa classifica stilata nel 2001: si tratta di imprese energetiche, il cui futuro si misurerà con la capacità di rinnovare le loro attività. La capacità di adattamento, tuttavia, da sola non sembra sufficiente a guadagnare l'eternità; secondo studi recenti, le maggiori imprese sopravvissute ai 50 anni di età avrebbero in comune anche il forte senso di identità di manager e lavoratori con l'azienda (indipendentemente dal grado di diversificazione delle produzioni), un'attenzione particolare per le attività di ricerca e soprattutto un atteggiamento molto conservatore nella gestione finanziaria. Elementi come la profittabilità e la capacità di remunerare adeguatamente gli azionisti sembrerebbero meno rilevanti, come anche il settore di attività o l'area geografica di riferimento. Sull'opportunità di considerare tali fattori un elisir di lunga vita vi è in realtà scarso accordo tra gli studiosi, che rilevano come alcune imprese tuttora attive non le condividano; in particolare, esempi di fallimenti recenti indicherebbero che la forte identità impedisce la riqualificazione nei momenti di crisi.

L'ATTIVITA' DELLE QUINDICI IMPRESE FAMILIARI PIU' VECCHIE AL MONDO

DATA DI FONDAZIONE*	PAESE	SETTORE
578	Giappone	Costruzioni
718	Giappone	Alberghi
1000	Francia	Vigneti, museo
1000	Italia	Fonderia
1141	Italia	Vino e olive
1295	Italia	Vetreria
1304	Germania	Alberghi
1326	Francia	Carta
1369	Italia	Lavorazione gioielli
1385	Italia	Vino
1438	Italia	Costruzione di barche
1495	Francia	Vino
1500	Italia	Ceramiche
1526	Italia	Armi
1530	Germania	Articoli in rame e ottone

* data presunta

Fonte: Family business

LA SPINTA DEGLI UTILI

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

I grafici delle ultime ottave continuano a segnalare, seppur sottotraccia, la superiorità in termini di performance dei listini europei su quelli americani, afflitti da una nuova sindrome di Achille. Il tallone in questo caso è rappresentato dal peso del debito, che espone la crescita statunitense a continui ricatti di sostenibilità, con un occhio sempre rivolto al dollaro e l'altro fisso sui prezzi. I timori di un rialzo inflattivo, che indebolirebbe il pilastro obbligazionario della crescita, vengono tuttavia costantemente monitorati dalla Fed e dalla sua politica di rialzo graduale dei tassi (smooth int rate policy).

Le difficoltà riscontrate ad inizio gennaio da Wall Street vanno comunque inquadrare in aggiustamenti fisiologici tardivi, perché il mercato doveva smaltire gli acquisti generalizzati di fine anno e le tossine di ipercomprato fuori-media accumulate a dicembre. Ora il testimone passa necessariamente alla Corporate America, che dovrà garantire una crescita degli utili in linea con i trimestri precedenti e comunque non inferiore al 7% nel 2005.

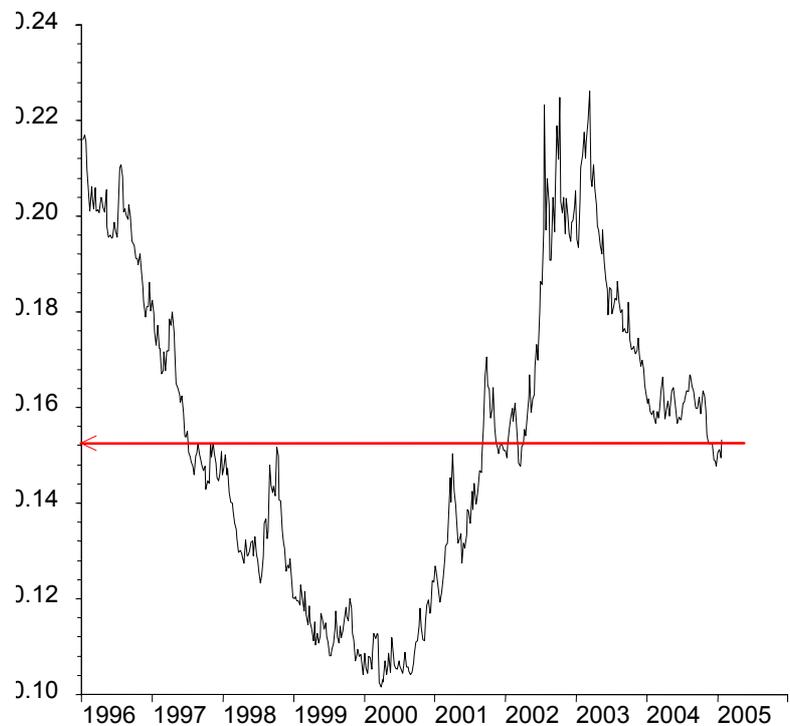
Eventuali correzioni al ribasso delle ottimistiche prospettive di crescita degli utili aziendali avrebbero un impatto depressivo maggiore sul consolidamento della crescita rispetto ad altre variabili macro, quali inflazione, consumi o indebitamento, più facilmente gestibili da parte della Fed.

A rispolverare l'umore degli investitori arrivano anche i record del mercato primario Usa, che ha appena archiviato gennaio come il mese con il maggior numero di nuove emissioni azionarie degli ultimi cinque anni, dal gennaio 2000.

Guardando i settori, il clima di tensione, seppur moderata, dei prezzi favorisce statisticamente i titoli del comparto energetico (raffinazione e produzione di greggio) e quelli delle società produttrici di materiali di base, industriali o ciclici del largo consumo.

Lo scenario inflattivo penalizza invece i comparti dell'alta tecnologia, soprattutto qualora la pressione sui margini di profitto venisse ulteriormente appesantita da sopravvalutazioni e multipli deteriorati.

S&P500: premio al rischio e convenienza delle azioni



10 anni di P/e a Wall Street



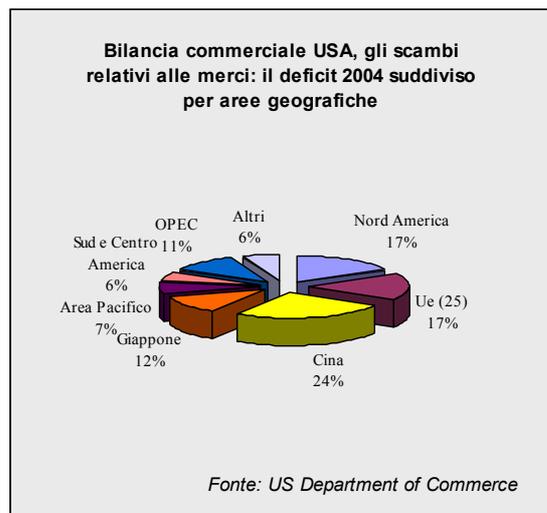
HIGH 45.61 18/4/02, LOW 15.77 9/3/95, LAST 20.32 27/1/05

Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, S&P's

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Negli **Stati Uniti** la bilancia commerciale ha registrato un leggero miglioramento a dicembre. Il deficit relativo alle merci e ai servizi è passato da 59,3 miliardi di dollari di novembre, rivisto da un precedente 60,3, a 56,4; il valore complessivo per il 2004 è stato pari a 617,7 miliardi, in peggioramento dai 496,5 del 2003 (+24,4%). Il dato di dicembre è stato favorito dal positivo incremento delle esportazioni (+3,2%) che hanno raggiunto il valore record di 100,2 miliardi. Le importazioni sono rimaste, invece, sostanzialmente invariate rispetto al mese precedente. Il favorevole andamento dei corsi energetici ha probabilmente influenzato la spesa americana per prodotti petroliferi che ha registrato a dicembre una significativa contrazione pari a quasi 2 miliardi (circa il 10% in meno rispetto a novembre).



- Analizzando la suddivisione del deficit statunitense per area geografica, limitatamente alle merci su base non stagionalizzata, si evidenzia come nel 2004 il principale creditore commerciale degli Stati Uniti è stata la Cina con oltre 160 miliardi di dollari pari a circa il 25%. Il deprezzamento del dollaro non sembra aver frenato gli acquisti degli americani. Il deficit nei confronti dell'area euro è passato da 74,1 miliardi del 2003 a 82,9 nel 2004, con un incremento superiore al 10%. Anche la posizione nei confronti dell'Italia ha registrato un peggioramento di circa il 17% (17,4 miliardi da 14,8).
- Nell'**area euro**, dalla lettura del bollettino mensile di febbraio della Bce, contenente i risultati dell'indagine *Survey of Professional Forecasters* relativa al I trimestre 2005, è emerso uno scenario caratterizzato da una crescita economica che prosegue moderata, ma contrastata. Sul fronte dei prezzi la previsione per l'anno in corso è rimasta invariata all'1,9%, mentre quella per il 2006 è stata rivista al ribasso dall'1,9% all'1,8%. Dal lato della crescita economica, invece, le previsioni sono state leggermente peggiorate a causa delle aspettative relative sia al tasso di cambio, con un euro che si dovrebbe mantenere forte per tutto il 2005, che all'andamento dei corsi petroliferi, che dovrebbero rimanere elevati, in un contesto di domanda mondiale più debole. Nel 2005 il Pil dovrebbe crescere dell'1,8%, dal precedente 2%, per poi accelerare nel 2006 al 2,1%, dal 2,2% precedentemente previsto.
- I dati provenienti dall'area euro continuano a confermare lo scenario emerso dalla lettura del bollettino della Bce. La prima stima sul Pil ha evidenziato una crescita inferiore alle attese pari allo 0,2% t/t. A livello di singolo paese la realtà appare molto contrastata. Positiva l'accelerazione dell'economia francese, con una variazione stimata tra +0,7% e +0,8%, e di quella spagnola (+0,8%). Sono apparse, invece, in contrazione sia la Germania (-0,2%) che l'Italia (-0,3%).
- Nell'**area dell'euro**, con un'economia che sembra destinata a crescere con tassi inferiori al 2% anche nel 2005 continuiamo a ritenere che la Bce prosegua nei prossimi mesi con una politica di invarianza dei tassi. L'attenzione sarà probabilmente concentrata sull'evoluzione della quantità di liquidità in circolazione e sull'espansione del credito al fine di evitare che i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, che tuttora persistono in un contesto di sostanziale tranquillità, si materializzino concretamente.
- La Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 4,75%. Nel **Regno Unito** il 2004 si è chiuso con un'economia in accelerazione. La produzione industriale a dicembre ha registrato un incremento congiunturale dello 0,5% (+0,3% a/a) con un risultato positivo del comparto manifatturiero (+0,6% m/m e +1,1% a/a). Anche le esportazioni hanno chiuso l'anno in crescita migliorando il deficit commerciale. Sul fronte dei prezzi nel 2004 l'inflazione è rimasta sotto controllo con una media relativa all'indice armonizzato dell'1,4%. Il 2005 è, però, iniziato con un aumento del 3,4% m/m dei prezzi alla produzione degli input, mentre quelli degli output hanno subito una contrazione dello 0,1% m/m.

	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	1 4 / 0 2 / 0 5	+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	106,68	104,69	105,0	102,0	104,0
dollaro-euro	1,265	1,299	1,298	1,330	1,330
yen-euro	134,9	136,0	136,2	135,7	138,3
sterlina-euro	0,677	0,699	0,686	0,700	0,704
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,12	2,31	2,80	3,10	3,14
euro	2,07	2,17	2,14	2,15	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,17	4,88	4,89	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,06	4,19	4,08	4,30	4,30
Germania	4,13	3,80	3,48	3,60	4,00
Giappone	1,25	1,46	1,45	1,50	1,50
Italia	4,25	3,95	3,60	3,75	4,15
Gran Bretagna	4,81	4,68	4,58	4,80	4,80

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

	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,1	0,8	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,1	3,1	3,8	3,5	3,6
var.% anno su anno	3,0	4,4	3,5	5,0	4,8	4,0	3,7	3,4	3,5	3,4	3,5

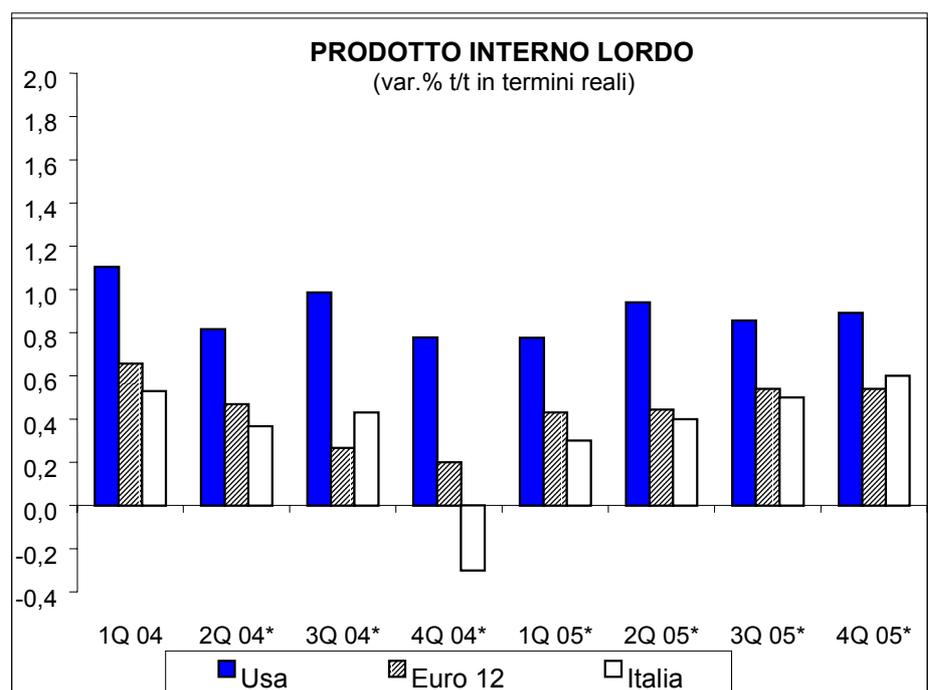
AREA EURO

	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,7	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
var.% trim su trim annualizzato				2,7	1,9	1,1	0,8	1,7	1,8	2,2	2,2
var.% anno su anno	0,5	1,7	1,7	1,4	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	2,0

ITALIA

	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,1	1,5	1,7	-1,2	1,2	1,6	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,3	1,1	1,4	0,8	1,3	1,3	1,0	0,9	1,3	1,4	1,8

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



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
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	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,4	116,7	117,3	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,8	1,6	1,9

ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,3	108,1	109,4	110,2	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-0,9	-0,2	1,2	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,6
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,3
2005	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,2

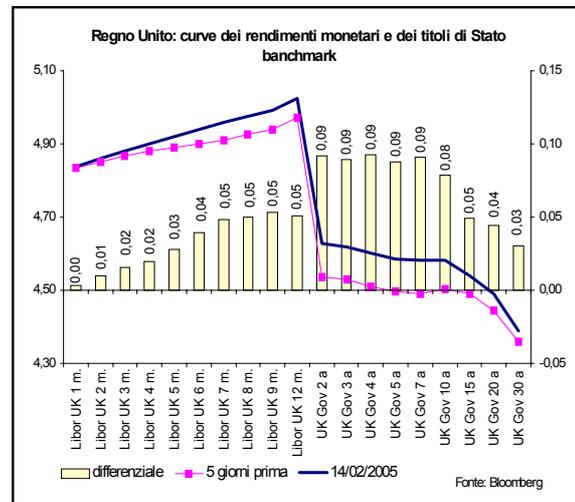
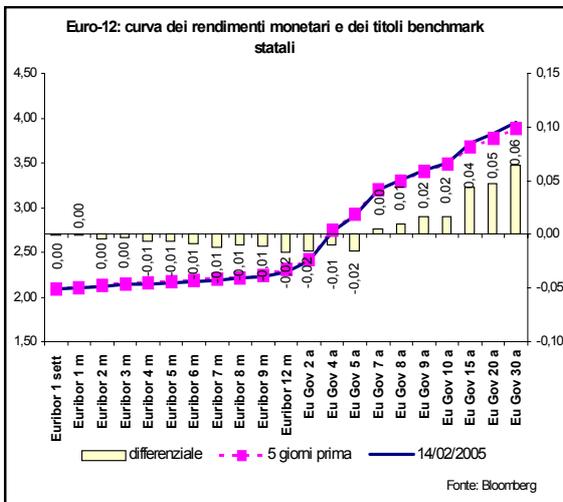
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	120,6	120,8	121,2	121,5	121,8	121,9	122,1	122,4	122,6	122,7	123	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,5	126,8	127,2	127,4	127,5	127,6	127,8	128	128,3	128,5	127,3
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1	2,2	2,4	2,3	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



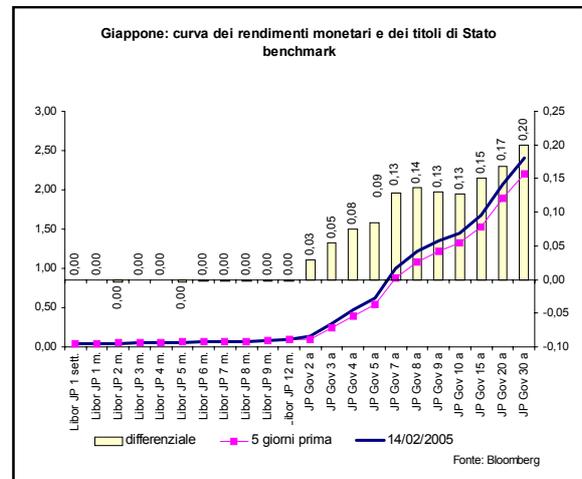
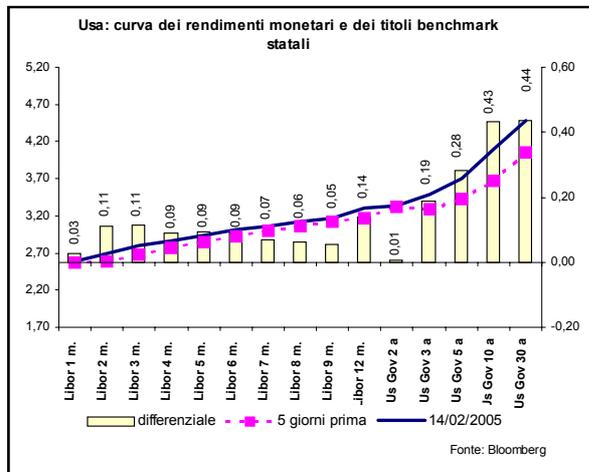
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %					
							dell'euro contro le altre valute					
	11/2/05	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99	
USA	1,286	1,296	1,314	1,268	1,263	1,179	-0,8	-2,2	1,4	1,8	9,0	
Canada	1,599	1,610	1,599	1,689	1,623	1,800	-0,7	0,0	-5,4	-1,5	-11,2	
Australia	1,644	1,684	1,726	1,628	1,680	1,910	-2,4	-4,8	1,0	-2,2	-13,9	
Nuova Zelanda	1,808	1,822	1,885	1,824	1,924	2,223	-0,8	-4,1	-0,9	-6,1	-18,7	
Giappone	136,1	134,7	136,7	133,8	135,1	133,7	1,0	-0,4	1,7	0,8	1,8	
Argentina	3,752	3,778	3,896	3,734	3,699	1,180	-0,7	-3,7	0,5	1,4	218,0	
Svizzera	1,555	1,559	1,547	1,574	1,558	1,617	-0,3	0,5	-1,2	-0,2	-3,8	
Regno Unito	0,690	0,688	0,700	0,678	0,705	0,711	0,2	-1,5	1,7	-2,1	-3,0	
Svezia	9,098	9,085	9,028	9,112	9,080	9,470	0,1	0,8	-0,2	0,2	-3,9	
Danimarca	7,442	7,444	7,440	7,451	7,445	7,450	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	
Norvegia	8,422	8,292	8,205	8,816	8,414	8,855	1,6	2,7	-4,5	0,1	-4,9	
Cipro	0,583	0,583	0,581	0,586	0,586	0,582	0,0	0,3	-0,5	-0,6	0,1	
Repubblica Ceca	30,07	29,96	30,26	32,92	32,41	35,11	0,3	-0,7	-8,7	-7,2	-14,4	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	244,5	243,8	246,4	265,3	262,5	251,5	0,3	-0,8	-7,9	-6,9	-2,8	
Lettonia	0,696	0,696	0,697	0,670	0,673	0,667	0,0	-0,1	3,9	3,5	4,4	
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,431	0,431	0,433	0,429	0,432	0,443	0,0	-0,5	0,5	-0,3	-2,9	
Slovacchia	38,15	38,04	38,63	40,46	41,17	42,99	0,3	-1,2	-5,7	-7,3	-11,3	
Slovenia	239,8	239,7	239,8	237,4	236,7	189,0	0,0	0,0	1,0	1,3	26,8	
Polonia	4,0218	3,981	4,067	4,868	4,702	4,071	1,0	-1,1	-17,4	-14,5	-1,2	
Russia	36,15	36,18	36,76	36,14	36,89	25,32	-0,1	-1,7	0,0	-2,0	42,8	
EURO	92,8	92,6	93,6	92,1	92,8	93,3	0,2	-0,9	0,8	0,0	-0,6	
<i>cambio effettivo nominale</i>												

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										
	11/2/05	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,236	1,249	1,219	1,314	1,293	1,598	1,0	-1,4	6,3	4,6	29,2
Australia (*)	0,786	0,770	0,762	0,788	0,753	0,516	2,0	3,1	-0,3	4,3	52,3
Nuova Zelanda (*)	0,713	0,711	0,698	0,700	0,656	0,425	0,4	2,2	1,9	8,8	67,8
Giappone	105,7	104,0	103,4	105,4	107,2	131,8	-1,6	-2,2	-0,3	1,4	24,7
Corea del Sud	1.027	1.028	1.053	1.163	1.198	1.320	0,1	2,6	13,3	16,7	28,6
Filippine	54,76	54,71	56,11	55,79	55,54	51,60	-0,1	2,5	1,9	1,4	-5,8
Indonesia	9,276	9,194	9,280	8,388	8,418	10,370	-0,9	0,0	-9,6	-9,2	11,8
Singapore	1,650	1,635	1,639	1,672	1,700	1,849	-0,9	-0,6	1,3	3,0	12,1
Thailandia	38,53	38,33	38,98	38,92	39,61	44,05	-0,5	1,2	1,0	2,8	14,3
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,77	43,37	43,63	45,24	45,63	48,27	-0,9	-0,3	3,4	4,3	10,3
Argentina	2,91	2,92	2,96	2,94	2,94	1,00	0,2	1,7	1,0	1,0	-65,8
Brasile	2,60	2,61	2,72	2,90	2,89	2,30	0,2	4,5	11,4	11,1	-11,8
Cile	572,9	575,8	568,5	581,8	593,0	646,3	0,5	-0,8	1,5	3,5	12,8
Colombia	2,342	2,363	2,380	2,739	2,780	2,297	0,9	1,6	17,0	18,7	-1,9
Messico	11,15	11,15	11,22	11,04	11,24	9,11	0,0	0,6	-1,0	0,8	-18,3
Perù	3,26	3,26	3,27	3,49	3,46	3,44	0,0	0,3	7,0	6,2	5,6
Uruguay	24,83	24,38	25,23	29,51	29,32	14,75	-1,8	1,6	18,9	18,1	-40,6
Venezuela	2,821	2,719	2,791	2,978	2,852	759	-3,6	-1,1	5,6	1,1	-73,1
Israele	4,38	4,36	4,37	4,48	4,39	4,48	-0,5	-0,3	2,3	0,3	2,4
Sud Africa	6,09	6,15	5,95	6,74	6,62	12,37	1,0	-2,3	10,7	8,7	103,1
Turchia	1,3196	1,3145	1,3770	1,3379	1,3966	1,4298	-0,4	4,3	1,4	5,8	8,4
Area dell'Euro (*)	1,286	1,296	1,314	1,268	1,263	0,904	-0,8	-2,2	1,4	1,8	42,3
Regno Unito (*)	1,870	1,877	1,879	1,893	1,786	1,439	-0,4	-0,5	-1,2	4,7	29,9
Svizzera	1,210	1,211	1,182	1,228	1,239	1,650	0,1	-2,3	1,5	2,4	36,4
Danimarca	5,78	5,78	5,67	5,80	5,91	8,28	0,0	-1,9	0,3	2,2	43,3
Norvegia	6,55	6,40	6,24	6,95	6,68	8,87	-2,3	-4,7	6,1	1,9	35,3
Svezia	7,08	7,05	6,88	7,11	7,18	10,28	-0,4	-2,8	0,4	1,4	45,2
Russia	28,09	28,01	27,75	28,50	29,45	30,14	-0,3	-1,2	1,5	4,9	7,3
Polonia	3,12	3,08	3,09	3,79	3,73	3,96	-1,0	-0,8	21,5	19,9	27,0
Repubblica Ceca	23,39	23,11	23,05	25,99	25,65	35,27	-1,2	-1,5	11,1	9,7	50,8
Ungheria	189,9	189,4	188,0	206,0	209,3	272,9	-0,3	-1,0	8,5	10,2	43,7
DOLLARO USA	92,1	91,5	90,5	94,4	94,6	122,0	0,7	1,8	-2,4	-2,6	-24,5
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 15 AL 21/2/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 16	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica il Quarterly Inflation Report Stati Uniti: audizione di Greenspan sulla politica monetaria al Senato Giappone: riunione di politica monetaria della Banca del Giappone
Giovedì 17	Stati Uniti: audizione di Greenspan sulla politica monetaria alla Camera Area Euro: riunione Ecofin

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 15	Germania	Pil (prel) 	IV tr. 04	0,0% t/t	-0,2% t/t
		Indice Zew 	febbraio	26,9	35,9
	Italia	Produzione industriale	dicembre	-1,0% m/m	-0,6% m/m
		Pil (prel.)	IV tr. 04	0,4% t/t	-0,3% t/t
	Regno Unito	RPI-X	gennaio	0,5% m/m; 2,5% a/a	-0,6% m/m; 2,1% a/a
	Area Euro	Pil (stima flash) 	IV tr. 04	0,3% t/t	0,2% t/t
Mercoledì 16	Regno Unito	Variazione disoccupati	gennaio	-6.200	-5.000
		Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	dicembre	4,2% a/a	4,4% a/a
Giovedì 17	Regno Unito	Vendite al dettaglio	gennaio	-1,0% m/m; 3,2% a/a	0,8% m/m; 3,8% a/a
	Area Euro	Produzione industriale	dicembre	-0,3% m/m	0,6% m/m
Venerdì 18	Germania	Prezzi alla produzione	gennaio	0,1% m/m; 2,9% a/a	0,3% m/m; 3,4% a/a
	Francia	Pil (prel.)	IV tr. 04	0,1% t/t	0,7% t/t
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 15	Stati Uniti	Vendite al dettaglio 	gennaio	1,2% m/m	-0,5% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto) 	gennaio	0,3% m/m	0,4% m/m
		Indice Empire Manufacturing	febbraio	20,1	20,0
		Scorte delle imprese	dicembre	1,0% m/m	0,2% m/m
Mercoledì 16	Giappone	Pil	IV tr. 04	0,1% t/t	0,1% t/t
	Stati Uniti	Produzione industriale	gennaio	0,8% m/m	0,3% m/m
		Impiego capacità produttiva	gennaio	79,2	79,3
Giovedì 17	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	gennaio	-1,3% m/m	0,6% m/m
		Indice anticipatore	gennaio	0,2% m/m	-0,2% m/m
		Indice Fed di Philadelphia	febbraio	13,2	17,5
Venerdì 18	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	gennaio	-0,7% m/m	0,3% m/m
		Prezzi alla produzione (escl. al. & en.)	gennaio	0,1% m/m	0,2% m/m
		Indice di fiducia Univ. Michigan	febbraio	95,5	95,5