

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

24 febbraio 2005  
n. 7 - 2005

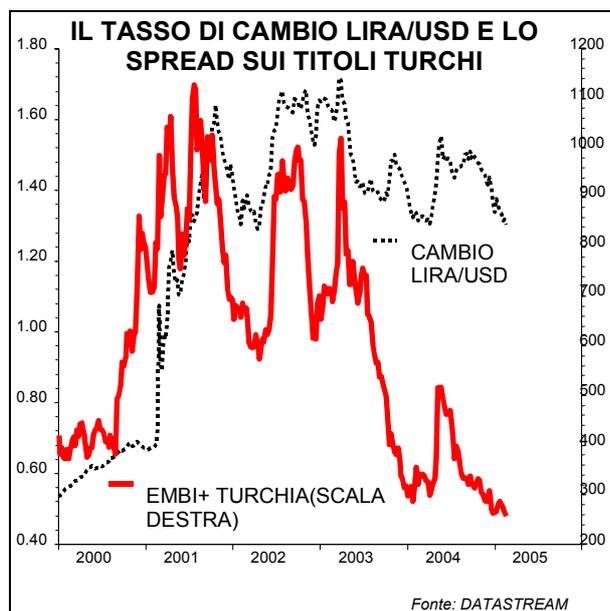
**Coordinamento:**  
**Giovanni Ajassa**  
☎ 06 4702 8414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

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

Turchia	2003	2004*	2005**
Popolazione (milioni di abitanti)		69	
Pil pro capite (in \$ Usa p.p.p.)	6700		
Pil (var. % annua in termini reali)	5,8	8,5	5,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	25,6	10,7	8,6
Cambio contro \$ USA (media annua)	1,50	1,43	1,31
Deficit/Surplus pubblico (in % del Pil)	-8,8	-7,2	-5,7
Debito pubblico (in % del Pil)	87,4	83,3	79,1
Debito estero (in % del Pil)	64,4	57,6	53,0
<b>Rating debito in valuta estera</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>FITCH</b>
a lungo termine (Bloomberg)	<b>B1</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>

Fonte: I.I.F., C.E., O.C.S.E., W.B., Datastream, Bloomberg (\*) :Stime (\*\*) :Previsioni



- ✓ Il prossimo ottobre vedrà l'avvio dei negoziati per l'adesione della Turchia alla UE. Nel corso del 2004 il paese ha conosciuto una robusta crescita in un contesto caratterizzato da un graduale rientro dall'iperinflazione degli anni passati.

## BANCHE CINESI: PROGRESSI MA RISANAMENTO NON ANCORA COMPLETATO

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

- **Da molti mesi le informazioni che si raccolgono sulle banche cinesi sono di segno prevalentemente positivo. I tasselli che mancano per definire completato il risanamento del sistema bancario di quel paese sono però ancora molti.**
- **La minore incidenza dei prestiti dubbi è in misura significativa dovuta alla crescita del volume del portafoglio.**
- **Il circuito finanziario cinese s'identifica in gran parte con il sistema bancario mentre il nucleo centrale di quest'ultimo è rappresentato dai quattro gruppi maggiori (congiuntamente il 55% del totale del sistema).**

Il vertice del sistema bancario cinese	totale attivo (\$ mld)	graduatoria mondiale
Industrial and Commercial Bank of China	637,8	20°
Bank of China	464,2	28°
China Construction Bank	429,4	33°
Agricultural Bank of China	359,6	41°
Bank of Communications	114,8	91°
CITIC Industrial Bank	50,7	163°

Fonte: The Banker, July 2004.

Da molti mesi le informazioni che si raccolgono sulle banche cinesi sono di segno prevalentemente positivo. I tasselli che mancano per definire completato il risanamento del sistema bancario di quel paese sono però ancora molti.

Secondo le statistiche ufficiali, nell'arco del 2004 l'incidenza dei prestiti *non performing* sul totale dei prestiti è scesa dal 17,8% al 13,4%. Il numero delle istituzioni creditizie che sono in grado di proporre un coefficiente di capitalizzazione pari ad almeno l'8% è salito lo scorso anno da 11 a 21 (45% del totale delle attività del sistema). Le banche estere che operano sul mercato cinese sono 67 e la loro attività, pur ancora quantitativamente marginale (1,5%), cresce a ritmi (+ 41% nel 2004) largamente superiori a quelli medi del sistema. Sono 12 i gruppi finanziari stranieri dichiarati idonei dalla CBRC (China Banking Regulatory Commission) per comprare partecipazioni nelle banche cinesi e alcuni tra essi sono già passati all'azione: l'investimento più importante è quello dell'Hong Kong and Shanghai Banking Corp che per \$ 1,7 mld ha acquisito il 19,9% della Bank of Communications, quinto gruppo bancario cinese; significativo anche l'investimento effettuato da Citigroup (acquisizione del 4,6% delle Shanghai Pudong Development Bank). Il mercato finanziario continua ad allargare la gamma dei prodotti offerti (nuovi contratti future e derivati, exchange traded funds, etc) e ad incrementare il numero degli operatori autorizzati. I titoli delle imprese locali cominciano a conquistare spazio nel portafoglio dei gestori internazionali (\$ 2,7 mld all'ultima rilevazione).

L'elenco delle novità importanti potrebbe continuare a lungo. Lette in un contesto più generale, tuttavia, alcune di esse perdono parte della loro valenza positiva. In particolare, la minore incidenza dei prestiti dubbi è in misura significativa dovuta alla crescita del volume del portafoglio: il credito, pur in fase di rallentamento (+30 / 40% negli anni precedenti), cresce ancora ad un ritmo annuo del 13 / 14%. D'altra parte, se miglioramenti nella capacità di selezione della domanda di credito sono probabili, pochi anni non sono comunque sufficienti per creare una classe di banchieri con livelli di abilità analoghi a quelli riscontrabili nei paesi avanzati.

Per ridurre il carico di prestiti *non performing* che gravano sulle quattro banche maggiori e rendere così possibile una loro quotazione sul mercato azionario, nel 1999 le autorità cinesi crearono quattro Asset Management Companies (AMCs) cui vennero trasferiti circa \$ 170 mld di sofferenze. L'azione di recupero di questi crediti, prevista concludersi nell'arco di un decennio, procede lentamente: a settembre 2004 risultava conclusa per il 47% del portafoglio. La percentuale di recupero appare, inoltre, complessivamente modesta (appena il 20,5% degli importi iniziali).

Le autorità hanno accompagnato questo tipo di iniziative con un progressivo irrobustimento della normativa. Dal primo marzo 2004 è divenuta assai più severa la ponderazione per il rischio dei prestiti. In particolare è stata portata al 100% il coefficiente di ponderazione da applicare ai prestiti concessi alle imprese statali (solo 50% però per quelle che dipendono dal governo centrale) e ai prestiti con garanzie immobiliari. Dall'inizio del 2007 tutte le banche cinesi dovranno rispettare i requisiti minimi stabiliti dalla BRI: patrimonio pari ad almeno l'8% dell'attivo ponderato per il rischio, con un *tier 1* ad almeno il 4%. E' stato poi definito un livello di accantonamenti, più esigente di quello attualmente prevalente, a fronte di ciascuna categoria di prestiti, prevedendo anche un accantonamento dell'1% per i prestiti regolari. Dal 2006 diverranno operanti anche alcune disposizioni destinate a rendere più trasparente l'informativa di bilancio.

L'attività di questi mesi è particolarmente intensa perché gli accordi sottoscritti nel 2001 in occasione dell'ingresso della Cina nella WTO (World Trade Organization) impongono di realizzare una serie di importanti misure di liberalizzazione. Tra esse di rilevante impatto dovrebbero risultare quelle che consentono alle banche straniere sia di svolgere attività in valuta locale sia di acquisire partecipazioni di qualsiasi entità nelle banche cinesi (attualmente esiste un limite del 20% per la singola istituzione e del 25% per l'insieme delle banche estere).

Al di là di questo pur importante passaggio, il risanamento del sistema bancario è essenziale per garantire lo sviluppo futuro del Paese. In Cina, infatti, le attività bancarie rappresentano il 77% delle attività finanziarie contro il 33% dell'area euro e il 22% degli Stati Uniti; il rapporto prestiti bancari / PIL è al 145%, uno dei livelli più alti del mondo (nell'area euro 12 è al 117%, in Italia all'80%). Se il circuito finanziario s'identifica in gran parte con il sistema bancario, quest'ultimo si riassume in misura significativa nei suoi quattro gruppi maggiori (congiuntamente attività totali per quasi \$ 1.900mld, il 55% del totale del sistema). A giudicare dalla qualità del portafoglio crediti (*non performing* pari al 4,55% del totale), la Bank of China è quella più avanti nel processo di risanamento.

## TURCHIA, IN CAMMINO VERSO LA UE

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

- Il Consiglio Europeo ha fissato nel mese di ottobre 2005 l'avvio dei negoziati per l'adesione della Turchia alla Ue.
- Nel corso del 2004 il paese ha conosciuto una robusta crescita economica, in un contesto caratterizzato da un graduale rientro dall'iperinflazione degli anni passati.
- La rinnovata fiducia dei mercati sarà influenzata dal perfezionamento dell'accordo con il Fondo Monetario Internazionale per un nuovo intervento di 10 miliardi di dollari e dall'evoluzione del cammino verso la Ue.

Il Consiglio Europeo ha fissato nel prossimo mese di ottobre l'avvio dei negoziati per l'ingresso della Turchia nella Ue. La Commissione Europea, nelle raccomandazioni fornite al Consiglio sui miglioramenti compiuti dal paese sulla via dell'adesione, ha sottolineato come, dopo decenni di progressi sporadici, in Turchia si sia verificata una notevole convergenza legislativa e istituzionale con le norme europee. Nonostante il paese si stia adoperando con vigore per garantire una corretta attuazione delle riforme, altri interventi sono considerati necessari. Da un punto di vista economico il paese ha fatto considerevoli progressi verso uno *status* di economia di mercato funzionante.

Negli ultimi quindici anni la Turchia ha subito un profondo processo di trasformazione passando da un'economia essenzialmente agricola ad una industrializzata, con un peso crescente dei servizi che ormai contribuiscono per oltre il 60% del Pil. Il grado di apertura del paese al commercio internazionale è elevato. Secondo le stime dell'Istituto di Statistica nazionale, nel 2004 il valore delle esportazioni è cresciuto di oltre il 30%, mentre l'incremento delle importazioni ha superato il 40%. Le relazioni commerciali con la Ue sono intense, coprendo circa la metà dell'interscambio complessivo. Sulla base dei dati relativi ai primi nove mesi del 2004, l'Italia rappresenta uno dei principali *partner* commerciali della Turchia. I settori dell'export italiano maggiormente vivaci sono stati quelli delle macchine utensili, degli autoveicoli, dei prodotti chimici e degli apparecchi per uso domestico.

Nel primo semestre del 2004 l'economia turca ha conosciuto una forte fase di espansione. La crescita del Pil è stata favorita da una straordinaria accelerazione della domanda interna. La discesa dei tassi di interesse e lo sviluppo del credito hanno sostenuto i consumi privati, particolarmente robusti nel comparto automobilistico grazie anche alle agevolazioni fiscali. La forte domanda ha stimolato anche gli investimenti che nei primi due trimestri hanno conosciuto tassi di crescita superiori al 50% rispetto all'anno precedente. Ma, la decelerazione del Pil registrata nel periodo luglio-settembre 2004 (+4,5% a/a), stimolata da un rallentamento della domanda interna, ha rafforzato la previsione di una crescita per il 2005 più vicina al potenziale di lungo periodo, stimato intorno al 5%.

In Turchia, la robusta crescita economica è stata accompagnata da un graduale peggioramento della bilancia dei pagamenti. Il deficit di parte corrente nel 2004 è stimato intorno al 5% del Pil. Tale squilibrio ha determinato anche un costante ricorso al debito estero, la cui incidenza sul Pil dovrebbe, comunque, continuare a ridursi anche nel 2005. Gli afflussi di capitale previsti dovrebbero, comunque, consentire alle riserve in valuta di mantenersi su livelli tali da garantire la copertura di circa tre mesi di importazioni.

L'implementazione di politiche economiche rigorose ha, inoltre, favorito un processo di graduale rientro dall'iperinflazione. Negli ultimi mesi la variazione tendenziale del livello generale dei prezzi è scesa stabilmente al di sotto del 10%, grazie anche al contenimento degli aggiustamenti apportati ai prezzi amministrati e al favorevole andamento del tasso di cambio. La Banca centrale ha proseguito, quindi, la graduale riduzione del tasso di riferimento portandolo, con un taglio dello 0,5%, al 16,5% a febbraio. La decelerazione della domanda interna dovrebbe agevolare un ulteriore contenimento del tasso di inflazione nel corso del 2005.

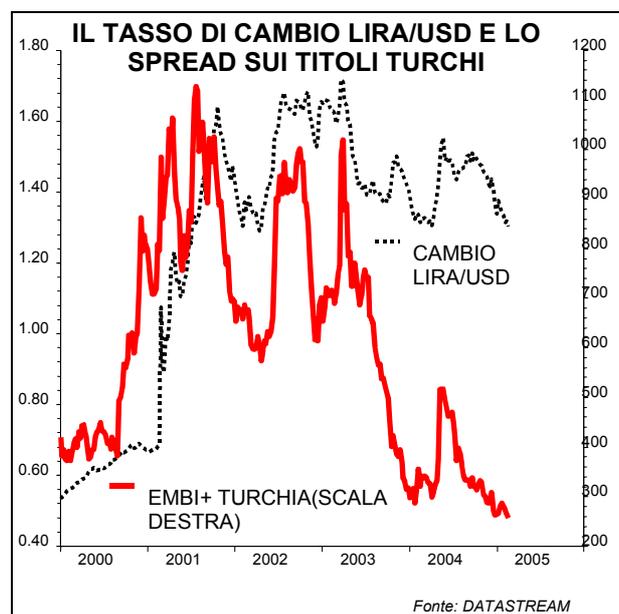
Sul fronte del bilancio pubblico, un attento controllo delle spese congiuntamente ad un aumento delle entrate, favorito dalla robusta crescita economica, ha consentito un graduale miglioramento dell'incidenza del deficit e del debito sul Pil.

I risultati conseguiti dalla Turchia hanno generato un miglioramento nella fiducia del mercato, favorito anche dal parere positivo espresso dal Consiglio Europeo. Dopo i recenti miglioramenti apportati alla valutazione del debito in valuta estera da parte delle agenzie di rating Standard & Poor's e Fitch, anche Moody's ha modificato la propria valutazione portandola da "stabile" a "positiva". Molto importante è stato, inoltre, il recente accordo con il Fondo Monetario Internazionale per un nuovo programma triennale incentrato tra l'altro su un ulteriore miglioramento delle finanze pubbliche e su una riforma della supervisione nel sistema bancario per renderla maggiormente in linea con gli standard europei. L'intervento finanziario in favore della Turchia, quantificato in 10 miliardi di dollari, potrà essere deliberato non appena saranno forniti al FMI ulteriori elementi di analisi relativi alle misure reputate essenziali per l'attivazione del programma.

Turchia	2003	2004*	2005**
Popolazione (milioni di abitanti)		69	
Pil pro capite (in \$ Usa p.p.p.)	6700		
Pil (var. % annua in termini reali)	5,8	8,5	5,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	25,6	10,7	8,6
Cambio contro \$ USA (media annua)	1,50	1,43	1,31
Deficit/Surplus pubblico (in % del Pil)	-8,8	-7,2	-5,7
Debito pubblico (in % del Pil)	87,4	83,3	79,1
Debito estero (in % del Pil)	64,4	57,6	53,0

Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's	S&P	FITCH
	B1	BB-	BB-

Fonte: I.I.F., C.E., O.C.S.E., W.B., Datastream, Bloomberg (\*) :Stime (\*\*) :Previsioni



## QUOTIDIANA O PERIODICA, È VITALE LA STAMPA ITALIANA

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

- Tra luci ed ombre, l'industria della carta stampata in Italia mostra una buona vitalità come testimonia, nel 2004, l'aumento dei lettori abituali e del numero delle testate.
- E' risultata in lieve progresso anche la diffusione giornaliera dei quotidiani: nei primi nove mesi del 2004, ha superato i 5 milioni e 800 mila copie, con un incremento dello 0,4% su base annua.
- Nella stampa periodica l'Italia è uno dei paesi al mondo con più testate (circa 4.500), per un totale di 1,5 miliardi di copie diffuse ogni anno. I lettori di periodici sono circa 34 milioni, 700.000 in più rispetto a tre anni fa.

Nonostante le difficoltà, l'industria della carta stampata in Italia conserva una forte vitalità, come confermano alcuni elementi nell'offerta e nella domanda (gli investimenti sul colore che dovrebbero evidenziarsi nell'anno in corso e la crescita della *readership*). Nel 2004, secondo le prime proiezioni per il periodo gennaio-settembre, il numero di lettori abituali di quotidiani è aumentato di un milione di unità: da 19,7 a 20,7 milioni di connazionali sui 49,7 che compongono il totale della popolazione di età superiore ai 14 anni. La percentuale di lettori abituali del quotidiano torna, quindi, al di sopra del 40%, per l'esattezza al 41,5%, mentre i "non lettori assoluti", sono 9,8 milioni, pari a poco meno del 20% della popolazione. Due italiani su cinque considerano pertanto il quotidiano un'abitudine giornaliera, abitudine che risulta avere una connotazione più maschile che femminile ed essere più radicata e diffusa nel nord Italia, dove i tassi di *readership* sono allineati con i paesi europei più evoluti.

Tra le nazioni comparabili all'Italia, per struttura demografica e condizioni economiche, Regno Unito e Germania sono i paesi in cui le copie diffuse per migliaio di abitanti sono più che doppie rispetto al nostro. Più vicina, la Francia che ne registra solo nove in più rispetto all'Italia. In una graduatoria mondiale dell'indice di diffusione (copie vendute per mille abitanti), il nostro paese si colloca a metà classifica, con 158 copie, in netto progresso rispetto alle 118 copie del 2003 (+34%). Questo balzo si spiega con l'inserimento nel conteggio, per la prima volta, di circa 2,1 milioni di copie giornaliere di quotidiani gratuiti omessi nella precedente rilevazione. La "free press" ha dimostrato, in tal modo, di essere un fattore di allargamento del mercato dei quotidiani nel nostro paese. Altro dato positivo proviene dal numero delle testate, in aumento dell'1% rispetto al 2003, con una diffusione in tutte le regioni ad eccezione della Valle d'Aosta. Il numero delle testate quotidiane edite in Italia è un indicatore della vitalità di un settore industriale dinamico e con una capillare presenza sul territorio: 98 stabilimenti di stampa, 65 dei quali stampano più testate, più 11 stabilimenti esteri - in Europa, America del Nord e del Sud e Oceania - che stampano quotidiani italiani.

Nel 2004, è risultata in lieve progresso anche la diffusione media giornaliera dei quotidiani che si è attestata sui 5 milioni e 800 mila copie, con un incremento dello 0,4% su base annua. Nell'ultimo ventennio, se si eccettua la fase di costante crescita della diffusione lungo l'arco degli anni Ottanta (sette milioni di copie giornaliere), i livelli di diffusione non hanno più superato i sei milioni di copie, come nel 2001-2002. Oggi si vendono all'incirca le stesse copie di quotidiano che si vendevano nel 1984.

Quanto all'andamento economico delle imprese editoriali, i bilanci hanno evidenziato un aumento del margine operativo lordo, da 230 a 320 milioni di euro per effetto di un lieve incremento del fatturato (+2,5%) e di una riduzione dei costi (-0,6%). Un dato positivo giunge anche dalla pubblicità: dopo tre anni consecutivi di calo del fatturato pubblicitario con una perdita di 450 milioni di euro, per il 2004, il mercato della pubblicità nel complesso è stato stimato in crescita del 9,5%, e per i quotidiani l'incremento dovrebbe attestarsi intorno al 3%. Nonostante il recupero, prosegue l'erosione della quota di mercato della carta stampata a vantaggio della televisione, per la quale è attesa una crescita di fatturato del 12%. Al predominio televisivo nell'informazione non sfuggono neanche i periodici i quali, però, proprio dalla TV traggono linfa vitale. Attualmente gli sforzi di molti editori sono infatti concentrati nella creazione di riviste che hanno per soggetto i programmi televisivi, un segmento che riserva ampi spazi di crescita se si pensa che oggi in Italia sono circa 150 milioni le copie di "televisivi" vendute ogni anno, contro i 500 milioni della Francia o gli 800 della Germania. I "televisivi" rientrano in un più ampio quadro di rinnovamento di testate già esistenti che, negli ultimi tre anni, sta interessando la stampa periodica coinvolgendo tutti i segmenti di lettura (auto e moto, scienze e psicologia, cucina, moda, ecc..).

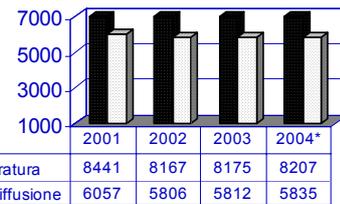
L'Italia è uno dei paesi al mondo con più testate periodiche (circa 4.500) con un totale di 1,5 miliardi di copie diffuse ogni anno. I lettori di periodici sono circa 34 milioni, il 66% della popolazione con oltre 14 anni, 700.000 in più rispetto a tre anni fa. Le 241 riviste più importanti, che da sole rappresentano oltre l'82% della diffusione annuale e più del 70% della raccolta pubblicitaria totale, diffondono oltre un miliardo di copie (cresciute di oltre 20 milioni negli ultimi dieci anni). La popolazione di lettori di periodici negli ultimi anni si è arricchita e si è allargata a un pubblico giovane, con elevato livello di istruzione e appartenente ai segmenti più dinamici della società. Le diverse testate hanno accresciuto la loro penetrazione tra le fasce più giovani di pubblico (14-34 anni) e nei segmenti socio-economici e culturali più elevati.

### LETTURA DEI QUOTIDIANI PER AREA GEOGRAFICA - 2004

AREE	LETTORI	% LETTORI / POP.
Nord-Ovest	6.166.000	46,5
Nord-Est	5.122.000	54,1
Centro	4.332.000	44,9
Sud	3.190.000	27,2
Isole	1.848.000	32,9

Fonte: Fieg, Rapporto Industria Italiana quotidiani 2004

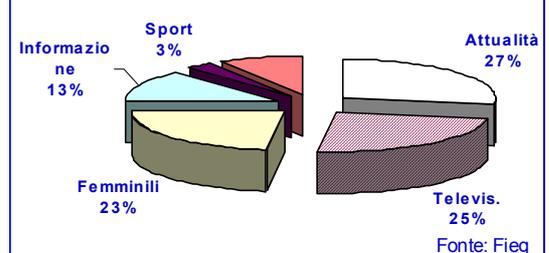
### TIRATURA E DIFFUSIONE MEDIA GIORNALIERA DEI QUOTIDIANI valori in milioni di euro



\* gen.-set. 2004

Fonte: Fieg

### DIFFUSIONE DEI SETTIMANALI PER GENERE



Fonte: Fieg

## LA PRESSIONE DEI TASSI

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

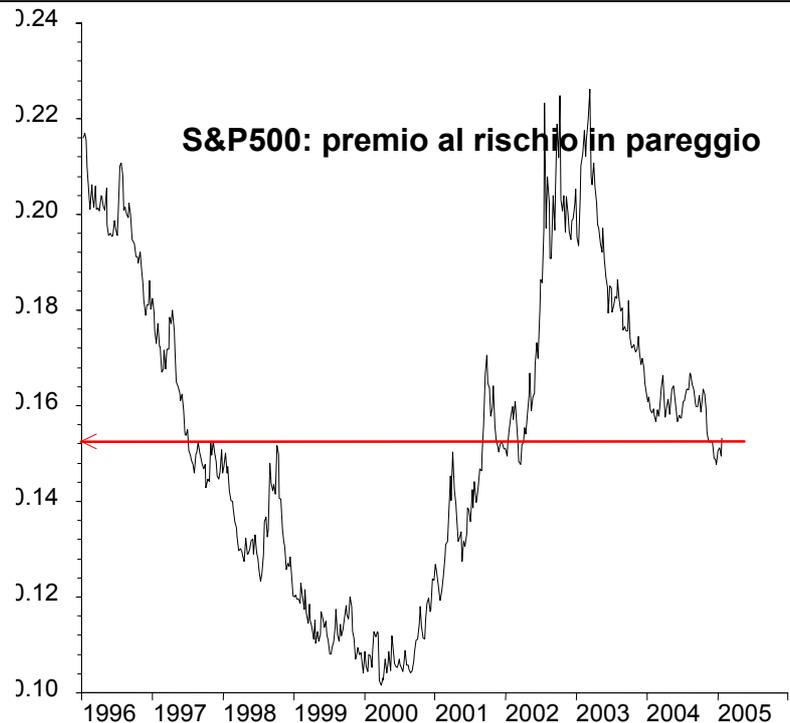
I mercati azionari appaiono disorientati e in preda ad una revisione ribassista improvvisa, scollegata da variabili macro e riconducibile piuttosto ad un giro d'umore capace di risvegliare e catalizzare la totalità degli elementi negativi finora sottotraccia. Nell'ultima audizione Greenspan si è visto più preoccupato per il mancato aggancio dei tassi a lunga all'aumento dei tassi a breve che invece incorporano pressioni inflazionistiche.

Guardando in profondità, lo spavento è giustificato non tanto dal ritorno del redivivo petrolio o dallo spettro di un'inflazione sempre in agguato malgrado gli ultimi dati neutrali. Quanto dal mutato scenario di tassi d'interesse in grado alla lunga di penalizzare l'equity secondo la più classica visione di intermarket: rialzo dei bond (variabili) e alleggerimento delle azioni in portafoglio, soprattutto value e finanziarie.

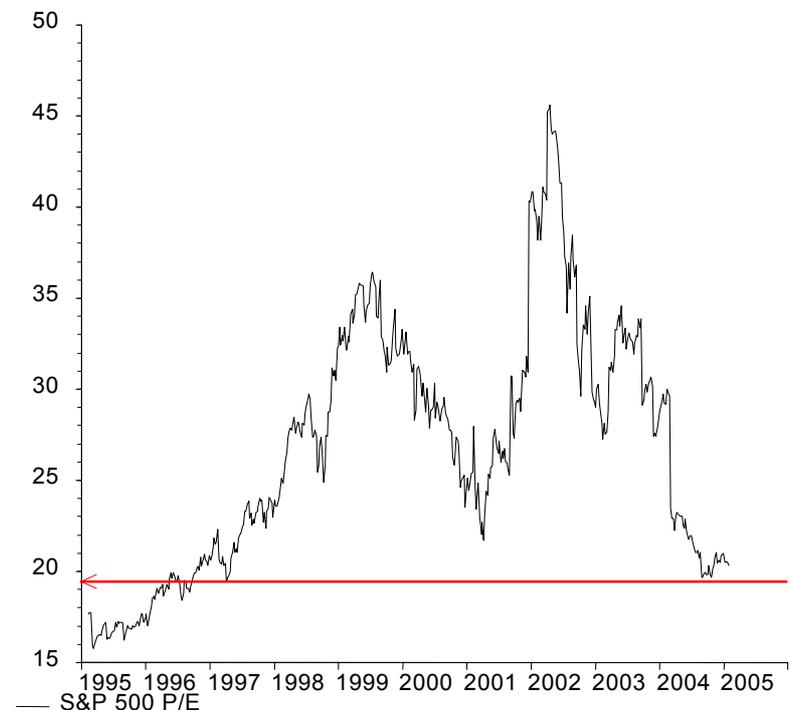
Questo travaso di risorse ha comunque i suoi tempi e una trama che si sviluppa nel lungo periodo, intervallata però da accelerazioni, come l'attuale, in cui i movimenti diventano eccessivamente energici e irruenti facendo peggiorare il sentiment oltre il giusto. Si accoda così il susseguente potenziale evento negativo in un circolo vizioso suscettibile di compromettere anche la tenuta del trend di fondo con un ribaltamento a 180° dello scenario. Ma quest'ultimo non è il caso attuale.

Il Toro inizia solo a sentire la pressione dei tassi d'interesse in risalita che vanno ad avvertire la componente più speculativa dell'investimento, la prima ad abbandonare margini in progressivo calo e ad orientarsi verso forme di impiego più redditizie.

Un deterioramento che dopo tanto tempo arriva a colpire anche i settori più protetti finora dall'Orso come quelli delle piccole e medie società a bassa capitalizzazione, rappresentati in dettaglio dall'indice Russel 2000 che infatti annaspa nelle ultime ottave dietro allo Standard & Poor's 500 delle blue chip statunitensi.



P/e storico 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

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

- Il 2004 si chiude con un rallentamento più sensibile in Giappone e in Europa e con una decelerazione verso la crescita potenziale di lungo periodo negli Stati Uniti.
- Negli **Usa**, la Banca centrale prevede solo un marginale rallentamento dell'economia nel corso del 2005. Il "Monetary Policy Report", presentato dalla Fed al Congresso il 16 febbraio, proietta una crescita compresa tra il 3,5% e il 4% annuo nel 2005 che implica una sostanziale tenuta del ritmo di sviluppo rispetto all'ultimo trimestre del 2004 quando il Pil è aumentato del 3,7% tendenziale ovvero un contenuto rallentamento rispetto al +4,4% registrato nella media del 2004. L'inflazione, misurata dal deflatore dei consumi *core*, è prevista su livelli modesti tra l'1,5% e il 2% nel 2005. Questo scenario non suggerisce un cambiamento dell'approccio graduale nel rialzo dei tassi d'interesse a breve a meno di un'accentuazione delle tensioni inflazionistiche, finora assenti, ma che potrebbero emergere in prospettiva sulla scia di un rallentamento dell'incremento di produttività, della probabilità che le aziende comincino a trasferire i maggiori costi di produzione sui consumatori, di un possibile aumento delle retribuzioni. Nonostante i rischi, secondo la Fed, l'economia Usa è entrata nel 2005 mantenendo un buon ritmo di crescita, con inflazione e aspettative inflazionistiche sotto controllo.
- Alan Greenspan nel discorso al Congresso ha definito "enigmatico" l'andamento dei tassi d'interesse sui titoli di Stato a lungo termine che sono diminuiti pressoché costantemente nella seconda metà del 2004, mentre la Fed ha alzato i tassi sui *Federal Funds* di 150 punti base. Il fenomeno si ripropone comunque a livello globale. Infatti, i rendimenti e i differenziali tra i tassi su obbligazioni aziendali o a rischio emergente rispetto ai titoli di Stato di riferimento oscillano da tempo intorno a livelli storicamente contenuti. Sta di fatto che dopo i dubbi espressi dal presidente della Fed, i rendimenti sui titoli di Stato decennali e trentennali hanno guadagnato circa 20 punti base sia sui *benchmark* statunitensi che su quelli europei, complice probabilmente l'incremento dei prezzi alla produzione *core* in Usa aumentati a gennaio dello 0,8% congiunturale e del 2,7% tendenziale. In seguito, i prezzi al consumo Usa di gennaio hanno evidenziato un aumento contenuto e in linea con le attese (0,1% m/m e 3% a/a) anche per la componente *core* (0,2% m/m e 2,3% a/a), favorendo una limatura dei rendimenti sui titoli di Stato che non ha però annullato gli aumenti successivi al discorso di Greenspan. Alle vendite di titoli di Stato si è affiancato un progressivo indebolimento del dollaro, mentre i corsi petroliferi sono tornati in tensione.
- Sintomi che testimoniano un marginale rallentamento negli Usa non sono mancati. La produzione industriale di gennaio non è aumentata sul mese precedente, ma è risultata in crescita del 3,9% rispetto a un anno prima, segnalando una decelerazione con riferimento alla *performance* del 2004 che aveva registrato un progresso superiore al 4%. Una lieve limatura ha subito anche la fiducia dei consumatori in febbraio, pur rimanendo a un buon livello, sia guardando all'indice dell'Università di Michigan (da 95,5 di gennaio a 94,2) sia al Conference Board (da 105,1 a 104).
- In **Germania**, i dati sulle componenti del Pil (a prezzi costanti e destagionalizzato) nel IV trimestre mostrano che il calo congiunturale del -0,2% (+ 0,6% a/a) è stato trainato dal peggioramento della domanda interna e non è stato bilanciato dal contributo netto positivo dall'estero, che continua a trovare il suo maggior supporto nella vivacità delle esportazioni. Nella media del 2004 la Germania è cresciuta dell'1% con riferimento al Pil reale destagionalizzato. Intanto, la fiducia degli imprenditori è peggiorata in febbraio sia in Germania, che in Italia e in Belgio
- In **Giappone**, i dati sul Pil hanno evidenziato un paese in recessione, con gli ultimi tre trimestri in contrazione congiunturale, e incapace di emergere da sei anni di deflazione, nonostante i cambiamenti strutturali avviati. In gennaio anche l'incremento delle esportazioni ha subito un sensibile rallentamento determinando una riduzione del surplus relativo alle merci.
- Anche la **Cina**, pur continuando a crescere a ritmi molto sostenuti, mostra sintomi di decelerazione: a gennaio sono rallentati sia i prezzi al consumo, all'1,9% dal 2,4%, sia quelli alla produzione, al 5,8% dal 7,1%.



	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	23 / 02 / 05	+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	106,7	104,7	105,0	102,0	104,0
dollaro-euro	1,265	1,299	1,320	1,330	1,330
yen-euro	134,9	136,0	138,6	135,7	138,3
sterlina-euro	0,677	0,699	0,692	0,700	0,704
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,12	2,31	2,87	3,10	3,14
euro	2,07	2,17	2,14	2,17	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,17	4,88	4,90	5,00	5,03
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,06	4,19	4,23	4,30	4,30
Germania	4,13	3,80	3,69	3,80	4,00
Giappone	1,25	1,46	1,41	1,50	1,50
Italia	4,25	3,95	3,80	3,95	4,15
Gra n Bretagna	4,81	4,68	4,76	4,80	4,80

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	108,2	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	-1,0	-0,1	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	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,2

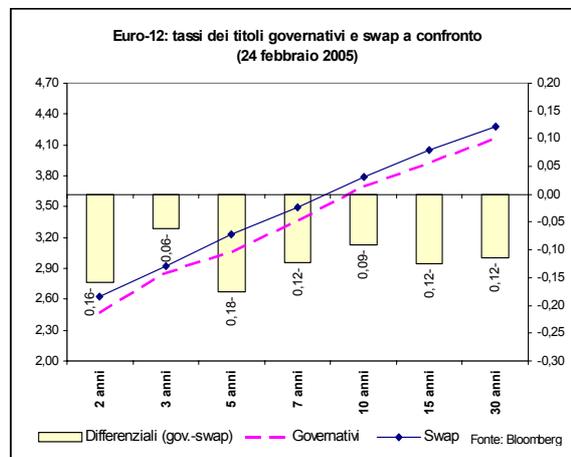
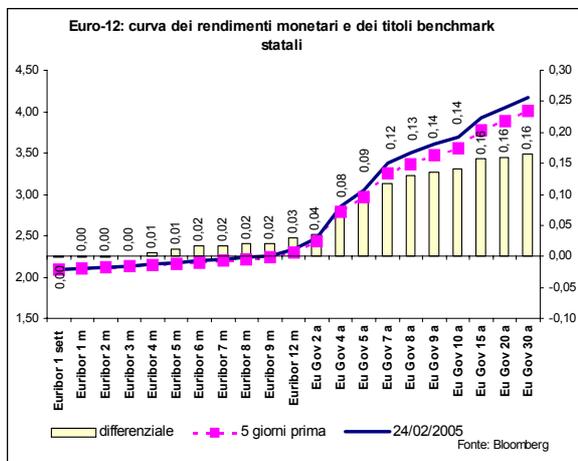
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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



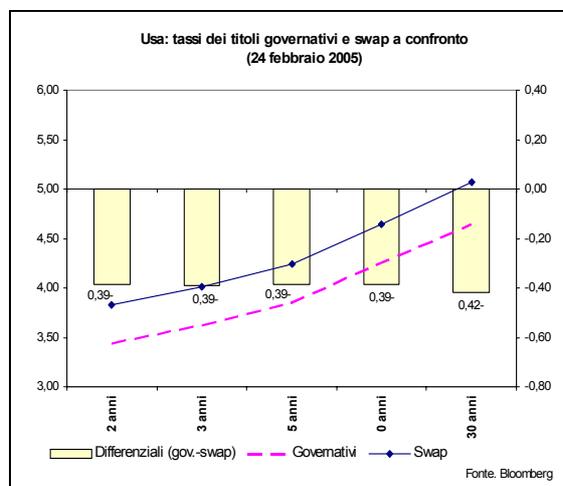
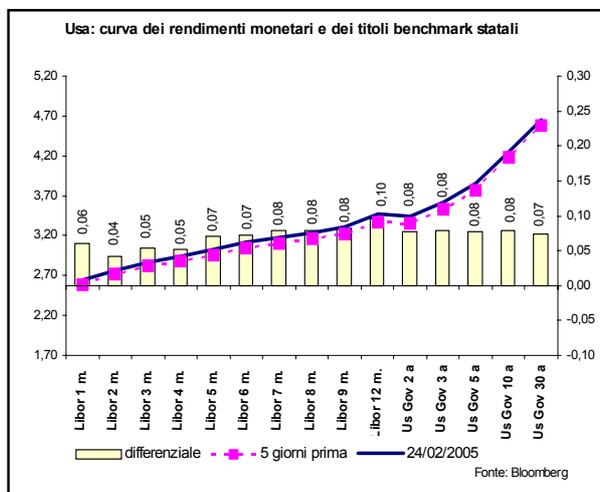
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute					
	23/2/05	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	
	<b>USA</b>	1,320	1,304	1,296	1,258	1,263	1,179	1,3	1,9	5,0	4,5	12,0
<b>Canada</b>	1,627	1,608	1,594	1,685	1,623	1,800	1,2	2,1	-3,4	0,2	-9,6	
<b>Australia</b>	1,670	1,663	1,698	1,627	1,680	1,910	0,4	-1,7	2,6	-0,6	-12,6	
<b>Nuova Zelanda</b>	1,822	1,824	1,831	1,837	1,924	2,223	-0,1	-0,5	-0,9	-5,3	-18,1	
<b>Giappone</b>	138,5	137,0	134,6	136,1	135,1	133,7	1,1	2,9	1,7	2,5	3,5	
<b>Argentina</b>	3,861	3,766	3,826	3,674	3,699	1,180	2,5	0,9	5,1	4,4	227,2	
<b>Svizzera</b>	1,539	1,547	1,549	1,579	1,558	1,617	-0,5	-0,7	-2,5	-1,2	-4,8	
<b>Regno Unito</b>	0,692	0,691	0,695	0,676	0,705	0,711	0,1	-0,5	2,4	-1,9	-2,7	
<b>Svezia</b>	9,098	9,076	9,057	9,198	9,080	9,470	0,2	0,5	-1,1	0,2	-3,9	
<b>Danimarca</b>	7,442	7,443	7,442	7,451	7,445	7,450	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	
<b>Norvegia</b>	8,261	8,359	8,197	8,783	8,414	8,855	-1,2	0,8	-5,9	-1,8	-6,7	
<b>Cipro</b>	0,583	0,583	0,582	0,586	0,586	0,582	0,0	0,2	-0,5	-0,6	0,1	
<b>Repubblica Ceca</b>	29,94	30,06	30,37	32,61	32,41	35,11	-0,4	-1,4	-8,2	-7,6	-14,7	
<b>Estonia</b>	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Ungheria</b>	242,1	243,9	246,6	261,0	262,5	251,5	-0,7	-1,8	-7,2	-7,8	-3,7	
<b>Lettonia</b>	0,696	0,696	0,696	0,669	0,673	0,667	0,0	0,0	4,0	3,5	4,4	
<b>Lituania</b>	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
<b>Malta</b>	0,432	0,431	0,431	0,429	0,432	0,443	0,1	0,0	0,7	0,0	-2,6	
<b>Slovacchia</b>	37,91	38,07	38,66	40,62	41,17	42,99	-0,4	-1,9	-6,7	-7,9	-11,8	
<b>Slovenia</b>	239,7	239,8	239,8	237,6	236,7	189,0	0,0	0,0	0,9	1,3	26,8	
<b>Polonia</b>	3,9523	4,006	4,076	4,885	4,702	4,071	-1,3	-3,0	-19,1	-15,9	-2,9	
<b>Russia</b>	36,67	36,36	36,49	35,79	36,89	25,32	0,9	0,5	2,4	-0,6	44,8	
<b>EURO</b>	93,6	93,0	92,9	91,9	92,8	93,3	0,6	0,7	1,9	0,8	0,3	
<b>cambio effettivo nominale</b>												

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 valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	23/2/05	- 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	1,249	1,237	1,222	1,334	1,293	1,598	-0,9	-2,1	6,8	3,6
Australia (*)	0,785	0,784	0,768	0,775	0,753	0,516	0,1	2,2	1,3	4,2	52,1
Nuova Zelanda (*)	0,721	0,714	0,715	0,685	0,656	0,425	1,1	0,9	5,4	10,0	69,6
Giappone	105,0	105,4	102,7	108,3	107,2	131,8	0,4	-2,2	3,2	2,1	25,6
Corea del Sud	1.015	1.027	1.032	1.167	1.198	1.320	1,1	1,7	14,9	18,0	30,1
Filippine	54,66	55,04	55,51	56,28	55,54	51,60	0,7	1,6	3,0	1,6	-5,6
Indonesia	9.243	9.293	9.149	8.440	8.418	10.370	0,5	-1,0	-8,7	-8,9	12,2
Singapore	1,628	1,641	1,633	1,696	1,700	1,849	0,8	0,3	4,2	4,4	13,6
Thailandia	38,39	38,54	38,56	39,27	39,61	44,05	0,4	0,4	2,3	3,2	14,8
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,64	43,70	43,70	45,28	45,63	48,27	0,2	0,1	3,8	4,6	10,6
Argentina	2,92	2,90	2,94	2,92	2,94	1,00	-0,9	0,7	0,0	0,6	-65,9
Brasile	2,59	2,58	2,69	2,96	2,89	2,30	-0,4	3,6	14,1	11,5	-11,5
Cile	568,2	568,4	577,3	589,8	593,0	646,3	0,0	1,6	3,8	4,4	13,7
Colombia	2.314	2.334	2.375	2.660	2.780	2.297	0,9	2,7	15,0	20,2	-0,7
Messico	11,08	11,17	11,26	10,95	11,24	9,11	0,8	1,6	-1,2	1,4	-17,8
Perù	3,26	3,26	3,27	3,47	3,46	3,44	0,0	0,3	6,7	6,3	5,7
Uruguay	25,68	24,74	25,38	29,47	29,32	14,75	-3,7	-1,2	14,8	14,2	-42,6
Venezuela	2.860	2.718	2.723	3.178	2.852	759	-5,0	-4,8	11,1	-0,3	-73,4
Israele	4,37	4,37	4,37	4,46	4,39	4,48	0,0	0,1	2,3	0,5	2,6
Sud Africa	5,80	5,97	5,99	6,65	6,62	12,37	2,9	3,2	14,7	14,1	113,3
Turchia	1,3011	1,3094	1,3396	1,3268	1,3966	1,4298	0,6	3,0	2,0	7,3	9,9
Area dell'Euro (*)	1,320	1,304	1,296	1,258	1,263	0,904	1,3	1,9	5,0	4,5	46,1
Regno Unito (*)	1,907	1,884	1,877	1,869	1,786	1,439	1,2	1,6	2,1	6,8	32,6
Svizzera	1,165	1,188	1,185	1,255	1,239	1,650	2,0	1,8	7,8	6,4	41,7
Danimarca	5,63	5,71	5,71	5,93	5,91	8,28	1,4	1,3	5,2	4,9	47,0
Norvegia	6,26	6,41	6,32	6,98	6,68	8,87	2,5	1,1	11,6	6,7	41,7
Svezia	6,88	6,97	6,94	7,31	7,18	10,28	1,4	0,9	6,4	4,4	49,5
Russia	27,83	28,02	28,16	28,50	29,45	30,14	0,7	1,2	2,4	5,8	8,3
Polonia	2,98	3,06	3,13	3,88	3,73	3,96	2,8	5,0	30,1	25,3	32,8
Repubblica Ceca	22,68	23,05	23,43	25,93	25,65	35,27	1,6	3,3	14,3	13,1	55,5
Ungheria	183,3	187,3	189,3	206,9	209,3	272,9	2,2	3,3	12,9	14,2	48,8
<b>DOLLARO USA</b>	<b>91,1</b>	<b>91,8</b>	<b>90,9</b>	<b>95,5</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-25,3</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 24/2 AL 2/3/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Giovedì 24	Stati Uniti: discorso di Poole della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Bernanke della Federal Reserve
Venerdì 25	Area Euro: discorso di Trichet della Bce
Martedì 1	Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Santomero della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Lacker della Federal Reserve

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Venerdì 25	Area Euro	M3 destag.	gennaio	6,4% a/a	6,5% a/a
		M3 destagionalizzato – media trim.	dicembre	6,1%	6,3%
	Regno Unito	Pil (rev.)	IV tr. 04	0,5% t/t; 3,1% a/a	0,8% t/t; 2,9% a/a
	Francia	Tasso di disoccupazione	gennaio	9,9%	9,9%
		Prezzi alla produzione	gennaio	-0,4% m/m; 3,0% a/a	0,2% m/m; 2,7% a/a
	Spagna	Prezzi alla produzione	gennaio	-0,3% m/m; 5,0% a/a	0,4% m/m; 4,7% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Giovedì 24	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	19 febbraio	302.000	309.000
		Ordinativi beni durevoli	gennaio	1,1% m/m	0,0% m/m
		Ordinativi beni durevoli (ecl. trasp.)	gennaio	2,4% m/m	0,3% m/m
Venerdì 25	Stati Uniti	Pil (2 stima) 	IV tr. 04	3,1%	3,7%
		Pil, deflatore	IV tr. 04	2,0%	2,0%
	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	gennaio	-0,4% m/m; 0,2% a/a	-0,5% m/m; -0,2% a/a
		Prezzi al consumo naz. core	gennaio	0% m/m; -0,2% a/a	-0,2% m/m; -0,3% a/a
Lunedì 28	Stati Uniti	Reddito personale	gennaio	3,7%	-2,6%
		Spesa personale	gennaio	0,8%	0,1%
		Indice PMI Chicago	febbraio	62,4	60,0
Martedì 1	Stati Uniti	Indice ISM manifatturiero	febbraio	56,4	57,0