

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

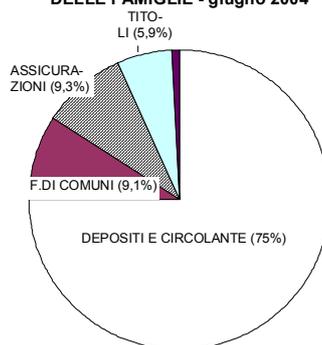
**8 marzo 2005
n. 9 - 2005**

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

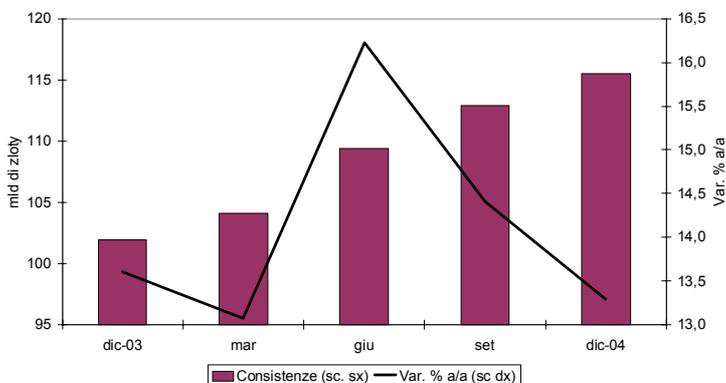
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

**POLONIA: COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA
DELLE FAMIGLIE - giugno 2004**



**POLONIA: PRESTITI ALLE FAMIGLIE
consistenze e tassi di crescita annuali**



- ✓ La ripresa dell'economia polacca procede insieme alla crescita della struttura finanziaria del paese. Aumentano a ritmi vivaci i prestiti alle famiglie mentre si consolida il ruolo del sistema bancario nella diversificazione delle attività finanziarie dei polacchi.

POLONIA: IN CRESCITA DEBITI E RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE

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

- Negli ultimi anni le prospettive di miglioramento dell'occupazione e redditi crescenti hanno reso le famiglie polacche più propense all'indebitamento. Nel corso del 2004 i finanziamenti bancari sono cresciuti a un ritmo costantemente superiore al 13%, soprattutto per la richiesta di mutui ipotecari.
- L'analisi della composizione della ricchezza finanziaria evidenzia uno scarso grado di diversificazione degli investimenti: ben tre quarti delle attività finanziarie sono detenute in circolante e depositi bancari.

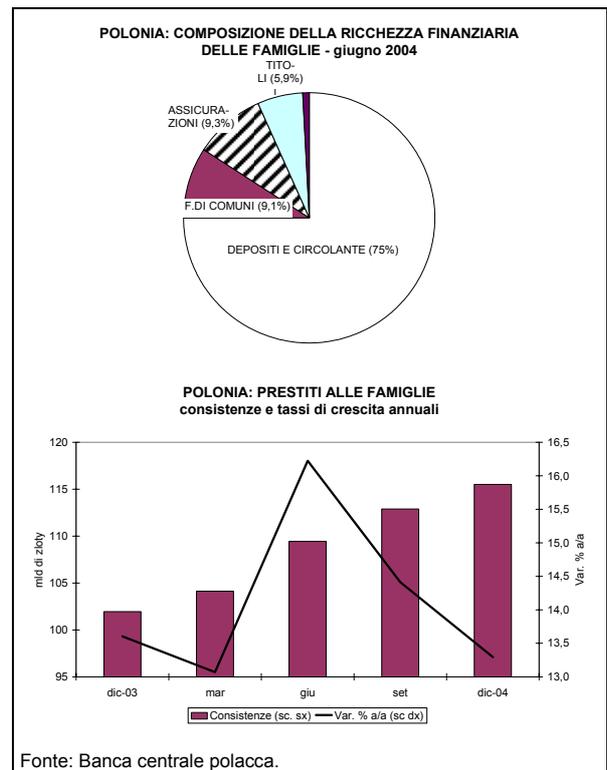
Dopo aver iniziato il millennio in modo poco brillante (poco sopra all'1% nel 2001 e 2002), nell'ultimo biennio l'economia polacca sembra aver ritrovato la via dello sviluppo con un tasso di crescita intorno al 4%. La ripresa è stata accompagnata da un sensibile incremento del reddito disponibile delle famiglie anche se il tasso di disoccupazione (19,2%) rimane il più elevato tra i paesi di recente ingresso nella Ue. La preoccupazione che desta tale indicatore è, però, parzialmente mitigata dall'avvio di un ciclo di investimenti da parte delle imprese sollecitato da un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva esistente. Questi elementi hanno contribuito al venir meno delle incertezze legate alla stabilità del lavoro e dato concretezza alle aspettative di una graduale crescita dell'occupazione. Ne è derivato, da parte delle famiglie, un incremento della domanda di finanziamenti sia a breve che a medio/lungo termine. Nel 2004 i tassi di crescita dei prestiti concessi al settore si sono mantenuti sempre al di sopra del 13% grazie soprattutto alla richiesta di mutui fondiari. La domanda di abitazioni, in crescita nel corso dell'intero 2004, si è concentrata soprattutto nella prima parte dell'anno. Molte famiglie, infatti, temevano un rialzo dei prezzi degli immobili in seguito all'ingresso del paese nell'Unione europea a maggio del 2004, a causa dell'incremento prospettato delle imposte sui materiali da costruzione e dei prezzi dei terreni edificabili. Ciò ha comportato, nello scorso anno, un aumento dell'incidenza dei mutui sul complesso dei prestiti alle famiglie passata dal 30% di gennaio al 33% circa di fine anno, con un aumento delle erogazioni sia in valuta nazionale che estera. I mutui in valuta estera, in particolare, risultano favoriti da un tasso più conveniente rispetto a quello applicato ai mutui in zloty (all'8,7% attualmente) e dalle aspettative di una ulteriore rivalutazione dello zloty nei confronti dell'euro. Numerose sono state anche le richieste di riconversione in valuta estera di prestiti ipotecari contratti in precedenza in moneta locale.

In accelerazione risulta anche il credito al consumo principalmente sotto forma di acquisti rateali e prestiti personali. In particolare, nell'ultimo trimestre dello scorso anno la domanda di finanziamenti è sensibilmente aumentata in corrispondenza di due grandi privatizzazioni (PKO Bank Polski e la casa editrice WSiP); in effetti, nell'ultimo trimestre 2004, le erogazioni per credito al consumo hanno pressoché eguagliato quelle per mutui fondiari (2,5 e 2,7 mld. di zloty rispettivamente).

Nel complesso, il crescente ricorso ai finanziamenti bancari ha comportato un sensibile aumento del rapporto tra debiti e reddito disponibile delle famiglie che è passato dal 26% del marzo 2002 al 30% del marzo 2004; tuttavia, tale rapporto rimane sensibilmente al di sotto dei valori registrati nei principali paesi della Ue-15. Nonostante il più rapido aumento delle passività rispetto alle attività finanziarie delle famiglie abbia fatto innalzare il *ratio* tra i due aggregati (attualmente al 31,7%), ciò non ha però compromesso la capacità del settore di far fronte ai propri impegni finanziari. In effetti, dalle rilevazioni della Banca centrale polacca emerge come il settore famiglie sia quello più solvibile: i crediti ad esso concessi che risultano irregolari sono pari al 10,6% (livello che scende al 7,9% se si considerano le sole famiglie consumatrici). Particolarmente buona è la qualità del portafoglio mutui. Si deve però sottolineare che le informazioni a disposizione sono (e saranno ancora per qualche anno) "fragili": le statistiche delle erogazioni, infatti, coprono solamente l'ultimo decennio, periodo breve se confrontato con la durata tipica dei mutui (15-25 anni).

Solo a partire dalla metà degli anni Novanta il rapporto del sistema bancario con la clientela si è via via intensificato. Il miglioramento del quadro macroeconomico del paese in preparazione all'ingresso nella Ue e della situazione delle famiglie in particolare, hanno favorito politiche di offerta aggressive da parte di numerosi istituti di credito. Per le banche polacche (in prevalenza di proprietà estera) le famiglie sono il settore verso cui è destinato il valore più alto della quota di credito (39% dei prestiti nel 2003), rispetto ai nuovi stati membri.

Esaminando la composizione della ricchezza finanziaria dei nuclei familiari polacchi emerge come il grado di diversificazione sia piuttosto basso: il 75% del portafoglio è destinato ad attività liquide: circolante (14,6%) e depositi bancari (60,4%, di cui il 10,4% in valuta estera). Il livello dei depositi, però, pur rimanendo molto elevato, è in lenta ma costante riduzione. La restante parte del patrimonio finanziario risulta investita in contratti assicurativi (9,3%), fondi comuni (9,1%) e titoli di stato (5,9%) prevalentemente a lungo termine. Gli investimenti in titoli azionari, anche se in crescita, sono ancora limitati tanto che la capitalizzazione di borsa è appena al 17,2% del Pil. Nel complesso la ricchezza finanziaria lorda delle famiglie è in aumento (+0,4% a/a a giugno 2004) con un rapporto rispetto al Pil pari al 57,6% (dato Eurostat per il 2001).



CONTINUA LA CRESCITA DELLA REPUBBLICA CECA

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

- La crescita economica della Repubblica Ceca dovrebbe confermarsi sostenuta dopo un biennio brillante, grazie alla vivacità della domanda interna e estera e all'aumento della produttività.
- Rimane lontana la prospettiva dell'adozione dell'euro a causa di un processo di aggiustamento dei conti pubblici che rischia di procedere lentamente in vista delle elezioni del 2006.

Nel gennaio del 1993 sono nate la Repubblica Ceca (RC) e la Slovacchia dalla scissione della Cecoslovacchia. I due paesi sono entrati nell'Unione europea (Ue) a maggio 2004. Da luglio 2002 il governo è guidato dal Partito Social-Democratico Ceco (CSSD), alleato a due schieramenti minori il Partito dell'Unione Cristiano Democratica del Popolo Ceco (KDU-CSL) e l'Unione per la Libertà (Freedom Union). Le prossime elezioni parlamentari sono in calendario per il 2006. Il parlamento è bicamerale ed è composto dalla Camera dei Deputati che conta 200 membri e dal Senato in cui siedono 81 senatori, eletti rispettivamente a giugno e a novembre 2002. Tra le priorità del governo vi è il rafforzamento dell'integrazione con la Ue e lo sviluppo delle piccole-medie imprese per favorire l'occupazione.

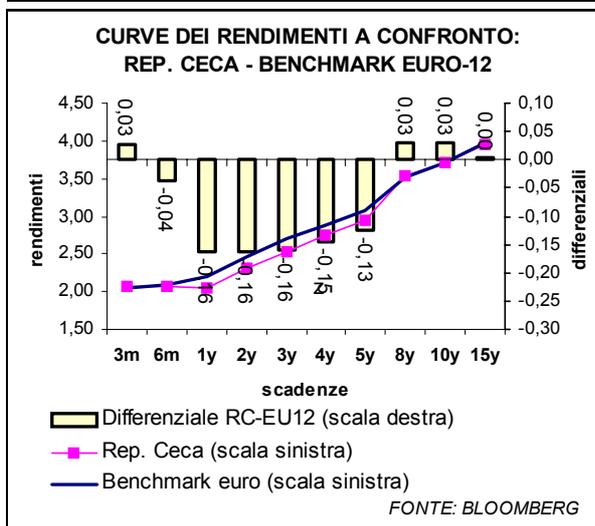
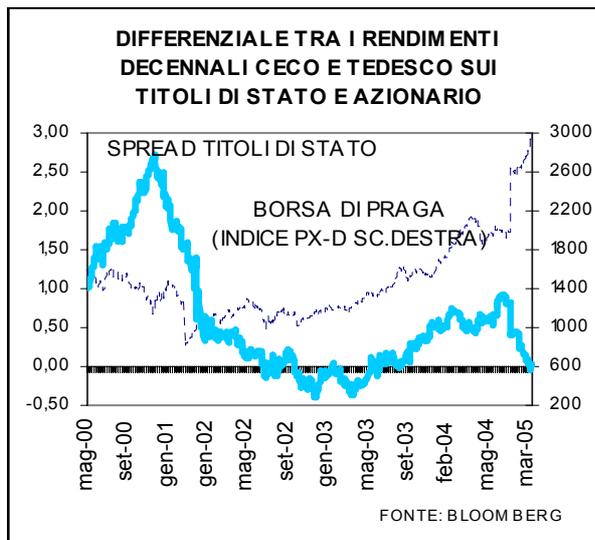
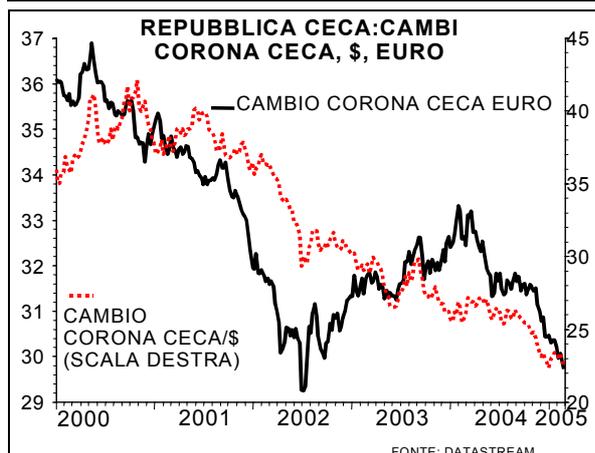
Dal punto di vista economico, un mix di politiche monetaria e di bilancio espansive e un notevole afflusso di capitali dall'estero ha risollevato l'economia ceca dalla recessione del 1997-1999 per proiettarla su ritmi di crescita vicini al 3% nella media del 2000-2001. Nel 2002 l'apprezzamento della corona ceca superiore all'11% in termini di cambio effettivo, la stagnazione economica mondiale, i danni provocati dall'inondazione dell'estate hanno imposto un rallentamento del Pil all'1,5%. Nel biennio successivo (2003-2004) la crescita economica è risalita oltre il 3,5% grazie all'aumento della produttività e delle esportazioni che si sono sommate a investimenti e consumi tonici. La vivacità delle vendite all'estero ha favorito una sensibile riduzione del disavanzo commerciale nel 2004 e il conseguimento di un surplus a gennaio del 2005. E' opinione di consenso che il deficit di parte corrente in rapporto al Pil, stimato poco oltre il 5% nel 2004, possa ridursi nel biennio successivo. L'ingresso nella Ue, a maggio 2004, ha agito da impulso favorendo investimenti dall'estero e interventi infrastrutturali. Le attese sono per il proseguimento di un buon ritmo di sviluppo nel 2005, anche se le difficoltà dell'economia tedesca rappresentano un rischio per la Repubblica Ceca.

La deflazione concentrata nella prima parte del 2003, sfociata in un calo dei prezzi al consumo armonizzati dello 0,1% in media d'anno, ha spinto la Banca centrale ceca (Bcc) a tagliare il saggio guida fino al 2% entro fine 2003. L'accelerazione dell'inflazione al 2,7% nel 2004, sebbene modesta e trainata da aumenti di imposte indirette finalizzati ad accrescere il gettito fiscale, ma anche da tensioni su alimentari ed energetici, ha indotto la Bcc a rialzare i tassi al 2,5% con due aumenti da 25 centesimi, per invertire la rotta a gennaio 2005 con un taglio del saggio guida al 2,25%. L'allentamento è dipeso prevalentemente dal forte apprezzamento della corona che si è sommato al rallentamento della dinamica dei prezzi sotto il 2% tendenziale a gennaio 2005 e alle attese di un'evoluzione moderata dell'inflazione nel 2005-2006 grazie a una crescente competizione nella distribuzione al dettaglio.

Desta attenzione l'evoluzione dei conti pubblici. I dati Eurostat mostrano che il deficit/Pil è salito fino al 12,6% del 2003. Secondo recenti dichiarazioni dell'ufficio ceco di statistica il deficit/Pil del 2004 dovrebbe essere stato ridotto al 3,9% grazie alla sostenuta crescita e il debito/Pil al 37,4% dal 37,6% del 2003. I dati del 2004 non sono ancora stati pubblicati da Eurostat. La relativa debolezza dell'attuale coalizione governativa e l'approssimarsi delle elezioni nel 2006 rischiano di rallentare il processo di aggiustamento dei conti pubblici e il deficit dovrebbe rimanere pressoché invariato sul Pil tra il 2005-2006 per proseguire la discesa al 3% verso il 2008.

Repubblica Ceca	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	10,3		
Pil pro capite (in \$ Usa)	8.740		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,7	3,9*	4,2
Prezzi al consumo (var. % annua)	-0,1	2,7	2,1
Cambio contro \$ Usa (media annua)	28,2	25,7	22,3
Debito estero (in % del Pil)	38,6	33,6	27,8
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's A1	S&P A-	FITCH A-

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

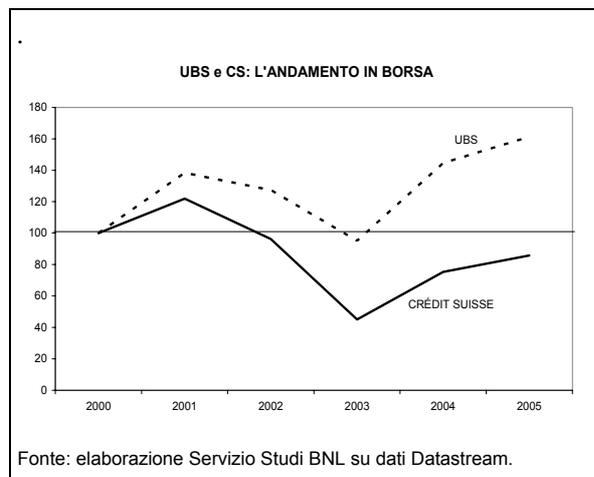


GRANDI BANCHE SVIZZERE: BENE I CONTI 2004

S. Carletti ☎ 06-4702.8440 – silvano.carletti@bnlmail.com

- Le due maggiori banche svizzere archiviano il 2004 con un consuntivo decisamente positivo: l'utile netto di UBS è al miglior livello degli ultimi sei anni; il Crédit Suisse sfiora quasi il raddoppio e supera così il difficile biennio precedente.
- Da alcuni anni i due gruppi presentano un eccesso di patrimonio con un *tier 1* all'11,8% e al 12,3%.
- La Borsa continua a preferire largamente UBS al Crédit Suisse: negli ultimi cinque anni il titolo del primo si è apprezzato del 61%, quello del secondo si è deprezzato del 14%.

Le due maggiori banche svizzere archiviano il 2004 con un consuntivo largamente soddisfacente. Escludendo gli aggiustamenti di carattere contabile, l'utile netto di UBS risulta in crescita del 26,1% posizionandosi appena al di sotto di € 5,9 mld, il miglior livello negli ultimi sei anni; quello del Crédit Suisse sfiora quasi il raddoppio e si colloca a € 3,65 mld, importo che consente di dichiarare superato il difficile biennio precedente. In termini di Return On Equity entrambi i



gruppi registrano un incremento di oltre 7 punti percentuali, con UBS (27,7%) su un livello quasi doppio rispetto a Crédit Suisse (15,5%).

Scorrendo le linee del conto economico, emerge la tenuta del margine d'interesse (in media, +1,9%) e la decisa progressione degli altri ricavi (+28,4%). Favorevole si presenta l'andamento dell'attività di trading (+13,7%) da cui proviene circa un settimo dei ricavi totali. Se l'andamento del margine d'intermediazione è largamente simile per i due gruppi, così non è invece per i costi che risultano in forte aumento per UBS e in flessione per Crédit Suisse. Ne deriva un incremento del risultato operativo decisamente più consistente per il Crédit Suisse (+134%) di quanto non sia per UBS (+27,6%). Quello del Crédit Suisse è in realtà un recupero rispetto al poco soddisfacente andamento dell'anno precedente, indicazione confermata dalla limitata divergenza rilevabile tra i due gruppi nel rapporto costi operativi / ricavi, rapporto che rimane ancora più favorevole per UBS (72,1% rispetto a 74,9%). La quota del risultato di gestione devoluta a finanziare le perdite su crediti scende da una già modesta media del 4,1% del 2003 a meno del 2%. La copertura dei prestiti *non performing* è all'89% nel caso del Crédit Suisse e al 61,3% per UBS.

Tra UBS e Crédit Suisse molti sono i punti in comune e altrettanto numerose e importanti le differenze. Entrambi i gruppi sono assai più conglomerati finanziari che non banche commerciali: nei loro bilanci modesto è il peso dei crediti a clientela (il 16,9% del totale dell'attivo nel caso del Crédit Suisse) mentre parallelamente rilevante è sia l'attività di gestione (congiuntamente gestiscono quasi € 2100 mld) sia l'ammontare del portafoglio di trading (nel caso del Credit Suisse il 32% delle attività e il 14% delle passività). Nel caso di Crédit Suisse un ruolo rilevante deve essere anche riconosciuto all'attività assicurativa (danni e vita) svolta dal gruppo Winterthur (nel 2004, 15% delle attività totali e 13% del risultato finale).

Entrambi i gruppi, poi, hanno una forte proiezione internazionale: in termini di addetti, la Svizzera pesa solo per il 42,4% nel caso del Crédit Suisse e per il 38,6% in quello di UBS.

Da alcuni anni comune ai due gruppi è l'evidente eccesso di patrimonio: la capitalizzazione totale e il *tier 1* del Crédit Suisse si attestano rispettivamente al 16,6% e al 12,3%; su valori leggermente più ridotti i corrispondenti valori di UBS (13,6% e 11,8%). Per alleggerire questa situazione non efficiente dal punto di vista finanziario, si sta procedendo alla restituzione di capitale agli azionisti. Dal 2000 UBS sta attuando programmi di riacquisto di titoli sul mercato: quello completato nel 2004 è risultato pari a € 2,3 mld, quello programmato per il 2005 ha un tetto di € 3,2 mld. Da parte sua, il Crédit Suisse ha annunciato di voler triplicare il dividendo e di voler completare nel prossimo biennio un programma di *buy back* per un massimo di € 3,9 mld.

E' da sottolineare che la decisione di procedere al riacquisto di titoli sul mercato è anche conseguenza dell'appannamento di ipotesi di crescita per linee esterne e conseguentemente della volontà di privilegiare la crescita organica. Su questa decisione, condivisa peraltro da molti altri importanti gruppi internazionali, pesa il deprezzamento delle onerose acquisizioni realizzate tra la fine dello scorso decennio e l'inizio dell'attuale (in particolare, quella di Paine Webber nel caso di UBS e quella di Winterthur in quello del Crédit Suisse). Negli ultimi due anni UBS ha, comunque, realizzato oltre una decina di acquisizioni ma si è trattato sempre di operazioni di "taglio minore", tali cioè da completare la gamma dell'offerta (soprattutto nell'*investment* e nel *private banking*) ma non da sconvolgere la struttura complessiva del gruppo.

Il mercato azionario ha maturato negli ultimi anni una valutazione fortemente differenziata dei due gruppi svizzeri: negli ultimi 5 anni il titolo di UBS si è apprezzato del 61%, quello del Crédit Suisse si è deprezzato del 14%; alla fine dello scorso mese di febbraio, il rapporto tra capitalizzazione di borsa e patrimonio contabile era pari a 3,05 per UBS e a 1,58 per Crédit Suisse. Per effetto di questi rapporti, malgrado una dotazione di patrimonio molto simile, nella graduatoria mondiale per capitalizzazione complessiva UBS (€ 73,7 mld) è al 32° posto mentre Crédit Suisse (€ 39,8 mld) è solo al 92°. In questa graduatoria, UBS è il sesto gruppo bancario, il terzo tra quelli europei. Questa valutazione risente certamente della diversa intonazione dei bilanci proposti negli ultimi anni. A pesare è soprattutto il consuntivo per quanto concerne l'integrazione tra le attività di banca commerciale e di banca d'investimento: se si va a guardare come si posizionavano nel 2000 e nel 2004 i maggiori operatori internazionali per quanto concerne i ricavi da *investment banking* si può infatti constatare che UBS è passata dal 7° al 5° posto, mentre Crédit Suisse First Boston è scesa dal 1° al 7°. Nel campo della consulenza per operazioni di fusione e acquisizione la flessione è ancora più marcata.

RITORNO DEGLI UTILI

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

Quadro borsistico in miglioramento malgrado le ombre inflazionistiche di un caro-petrolio proiettato a testare nuovamente i massimi storici. Le speculazioni al rialzo del greggio sono fisiologiche e non inquadrabili nell'ultima ondata di gelo o nelle ipotesi di nuovi indirizzi produttivi in sede Opec.

La sostanziale permanenza dei tassi d'interesse ai minimi storici continua comunque a dare un contributo fondamentale alle prospettive di crescita, anche in presenza di spinte inflazionistiche, ancora da verificare.

Da tenere sotto osservazione, invece, il mercato del lavoro Usa, gravato da un cedimento del comparto manifatturiero e da un calo della fiducia dei consumatori (Michigan).

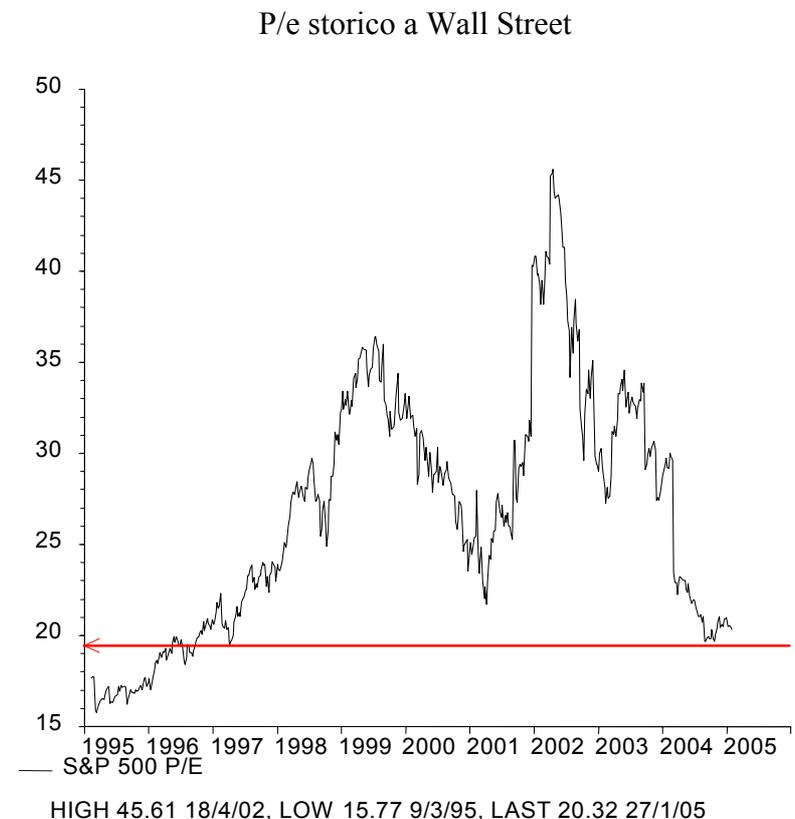
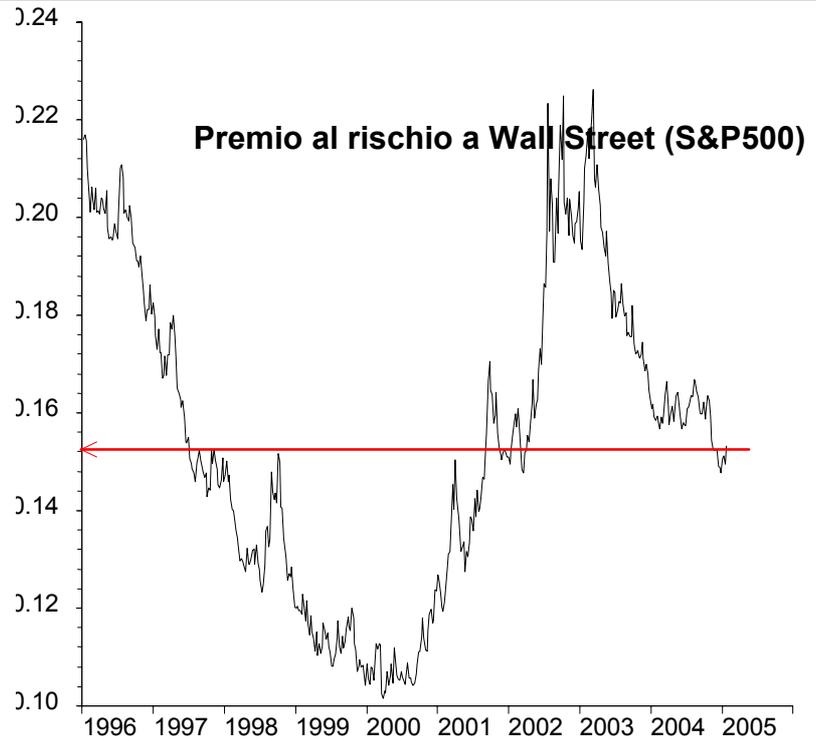
Il contesto economico di riferimento migliora sotto la maggior spinta relativa della dinamica degli utili aziendali, in progressione comunque favorevole all'azionario.

Sentiment più negativo sul fronte valutario, dove si fanno sentire le prese di posizione anti-dollaro da parte delle banche centrali dell'Estremo Oriente (Cina, Giappone, SudCorea e Taiwan), cioè i principali detentori di debito pubblico statunitense, determinate a diversificare i rischi di una sovraesposizione eccessiva in dollari.

Nell'area asiatica viene rivalutata la piazza giapponese, che soffre certo di mal di consumi e deflazione, ma nel contempo può vantare una redditività straordinaria delle aziende nazionali e multipli appetibili ed economici (p/e medio massimo a 20) in un contesto peraltro di tassi di gran lunga inferiori a quelli Usa.

Questo scenario tende a favorire i titoli sensibili ai tassi come finanziari e utilities, lasciando sottopesate, come nel caso della borsa Usa, le azioni del comparto high tech, ancora troppo care.

A livello globale invece, la rotazione settoriale subirà un'accelerazione a danno dei titoli di valore con alta capitalizzazione (value), favorendo piuttosto le small-cap a rapida crescita (growth) meno esposte ai rischi inflazione e tassi.

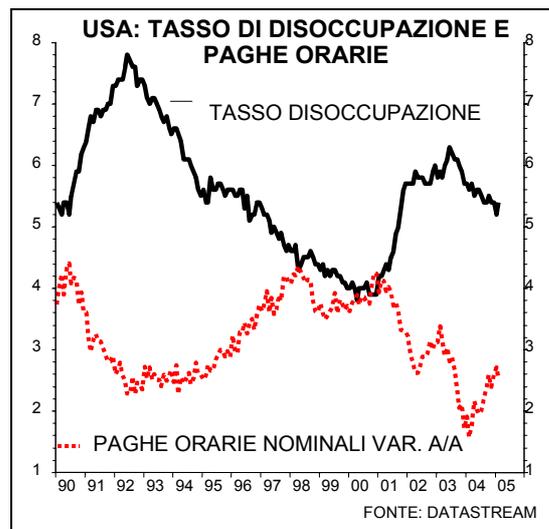


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, S&P's

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Nella riunione del 3 marzo la **Bce** ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2%. Il Presidente Trichet ha sottolineato come non si evidenzino pressioni inflazionistiche di natura interna ma permangano rischi per la stabilità dei prezzi in un'ottica di medio periodo. Secondo le previsioni della Bce, il tasso d'inflazione nel 2005 dovrebbe attestarsi tra l'1,6% e il 2,2% per poi posizionarsi tra l'1% e il 2,2% nel 2006. I principali fattori di rischio sono legati all'andamento dei corsi petroliferi e all'evoluzione dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati. Preoccupazione proviene, inoltre, dalla dinamica degli aggregati monetari; la quantità di liquidità in circolazione continua ad essere ritenuta eccessiva. Sul fronte della crescita il rallentamento registrato nella seconda metà del 2004 potrebbe essere transitorio. Nel 2005 il tasso di crescita del Pil è previsto attestarsi tra l'1,2% e il 2% per poi accelerare nel 2006 tra l'1,6% e il 2,6%. Le esportazioni dovrebbero continuare ad essere sostenute dalla robusta crescita mondiale, mentre gli investimenti dovrebbero beneficiare delle favorevoli condizioni di finanziamento.
- Le prime stime sulla crescita del Pil dell'**area euro** nel IV trimestre del 2004 hanno evidenziato un indebolimento della componente estera. Analizzando le variazioni congiunturali dei dati destagionalizzati si nota come le esportazioni hanno confermato il rallentamento iniziato nel III trimestre. La decelerazione delle importazioni (+1% t/t da +3,1% del III trimestre) ha favorito un miglioramento del contributo netto dall'estero che è rimasto, comunque, negativo (-0,2% da -0,7%). Positivo, seppur anch'esso in rallentamento, il contributo della domanda interna (+0,3% da +0,9%) grazie al favorevole andamento dei consumi privati (+0,5% t/t) e degli investimenti (+1% t/t). Considerando i dati grezzi, per l'intero 2004 l'area dell'euro ha conosciuto una significativa accelerazione rispetto all'anno precedente al 2% dallo 0,5% del 2003.
- Nell'**area euro** i primi mesi del 2005 hanno confermato uno scenario caratterizzato da una crescita che prosegue contrastata. Dal lato dell'offerta, a febbraio, gli indicatori di fiducia PMI hanno registrato una contrazione sia nel comparto dei servizi che in quello delle vendite al dettaglio. Sul fronte della domanda continua a preoccupare l'evoluzione del mercato del lavoro; il tasso di disoccupazione è rimasto invariato a gennaio all'8,8%. Nello stesso mese in **Germania** gli ordini all'industria hanno subito una contrazione del 3,4% m/m (+4,7% a/a) a causa del negativo andamento della componente interna (-7,1% m/m).
- Sul fronte dell'inflazione l'area dell'euro continua ad essere caratterizzata da una sostanziale stabilità; i prezzi alla produzione sono cresciuti a gennaio dello 0,6% m/m e del 3,9% a/a (da -0,2% m/m e +3,5% a/a di dicembre) a causa prevalentemente della dinamica della componente energetica (+1,6% m/m e +8% a/a). In tale contesto riteniamo che la **Bce** continuerà a focalizzare l'attenzione sull'evoluzione degli aggregati monetari e sui prossimi dati in uscita al fine di cogliere segnali di un consolidamento della crescita economica. Nei prossimi mesi l'aspettativa rimane, comunque, per un'invarianza del tasso di riferimento.
- Gli **Stati Uniti** continuano ad essere caratterizzati da una positiva fase di crescita in un contesto di sostanziale stabilità dei prezzi. A febbraio il numero dei nuovi occupati nel settore non agricolo è stato pari 262 mila unità. A livello settoriale significativo l'apporto dei servizi con 207 mila nuovi occupati a fronte dei 20 mila del comparto manifatturiero. Il tasso di disoccupazione è, comunque, risultato in aumento dal 5,2% al 5,4%. Prosegue, inoltre, moderata la dinamica salariale con i valori medi orari invariati a febbraio rispetto al mese precedente. Gli ordini all'industria hanno iniziato il 2005 con un inatteso incremento (+0,2% m/m e +11,3% a/a), proseguendo il trend favorevole che aveva caratterizzato il 2004. L'economia americana sembra, quindi, indirizzata, verso una crescita robusta seppure in moderata decelerazione. L'ISM non manifatturiero, indicatore di fiducia del settore dei servizi, è cresciuto leggermente a febbraio (59,8) confermandosi al di sopra della soglia dei 50 indicativa di una fase di espansione ma rimanendo al di sotto della media del 2004 (62,4). La fiducia dei consumatori misurata dall'Università del Michigan ha, invece, registrato il secondo calo consecutivo a febbraio (94,1 da 95,5).
- In tale contesto riteniamo che la **Fed** proseguirà nel suo cammino di rialzo misurato del tasso di riferimento con un aumento dello 0,25% già nella prossima riunione del 22 marzo.



	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	07/03/05	+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,5	103,8	105,2	104,0	104,0
dollaro-euro	1,226	1,341	1,321	1,330	1,330
yen-euro	133,1	139,1	139,0	138,3	138,3
sterlina-euro	0,671	0,695	0,690	0,700	0,704
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,11	2,50	2,96	3,30	3,35
euro	2,03	2,17	2,13	2,18	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,30	4,87	4,99	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,82	4,22	4,30	4,40	4,30
Germania	3,93	3,65	3,67	3,80	4,00
Giappone	1,33	1,37	1,51	1,60	1,50
Italia	4,06	3,74	3,77	3,95	4,15
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,79	4,90	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	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,8	3,0	3,8	3,5	3,6
var.% anno su anno	3,0	4,4	3,5	5,0	4,8	4,0	3,9	3,5	3,7	3,5	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	0,5	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,7	1,9	1,1	0,8	2,2	2,2	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,5	2**	1,8	1,4	2,1	1,8	1,6	1,4	1,5	1,8	2,3

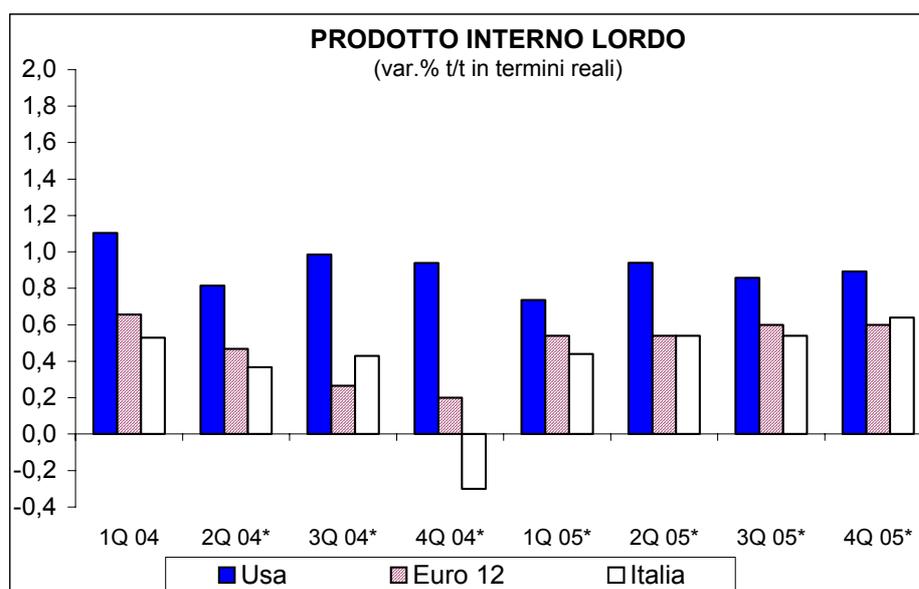
ITALIA

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

** La variazione % anno su anno del Pil nell'Area dell'Euro e in Italia nel 2004 è una stima che fa riferimento ai dati grezzi
Le restanti variazioni fanno invece riferimento ai dati di Pil destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

* Previsioni

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	116,2	116,5	117,2	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
variazioni congiunturali													
	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	-0,6	0,3	0,6	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
variazioni tendenziali													
	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	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,8	1,6	1,8

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
variazioni congiunturali													
	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
variazioni tendenziali													
	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

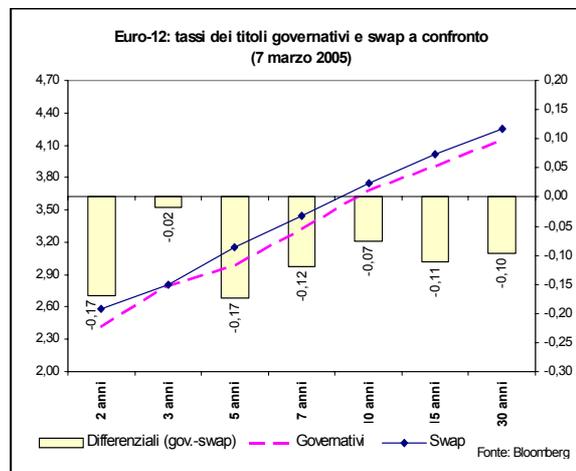
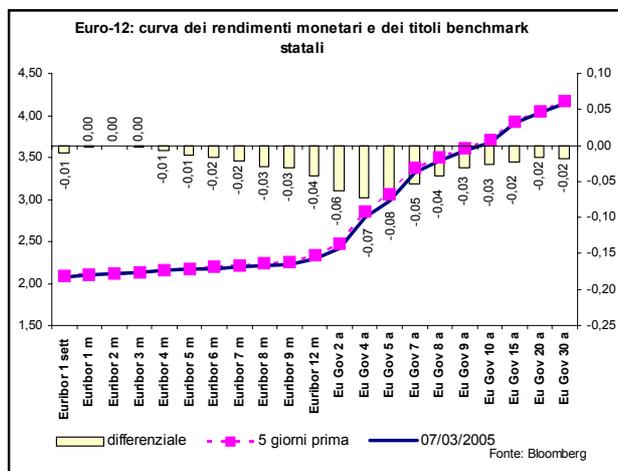
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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
variazioni congiunturali													
	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
variazioni tendenziali													
	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



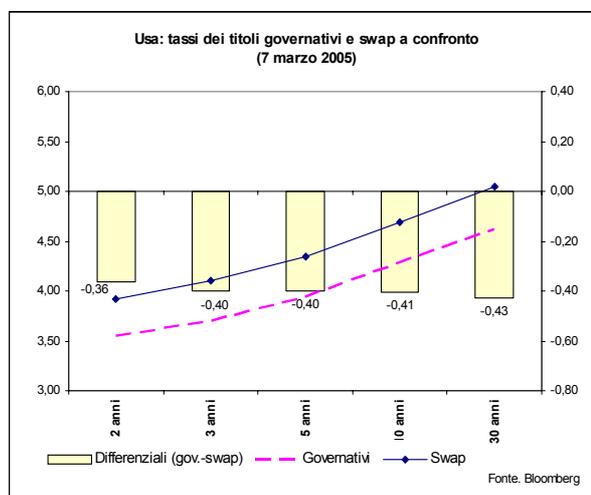
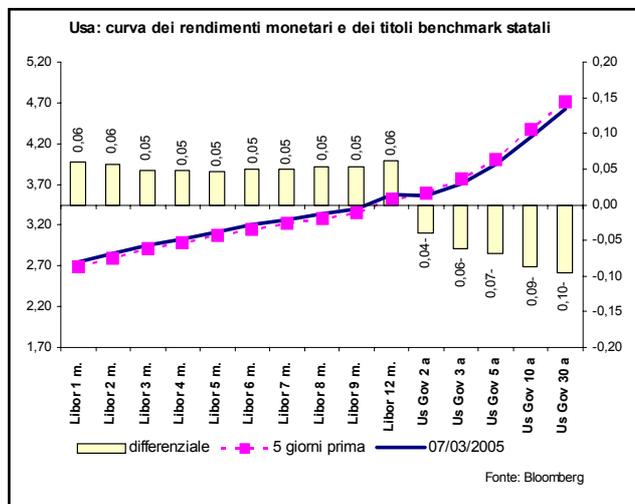
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	4/3/05	- 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	1,312	1,317	1,296	1,215	1,263	1,179	-0,4	1,2	8,0	3,8
Canada	1,632	1,636	1,610	1,629	1,623	1,800	-0,3	1,3	0,2	0,5	-9,4
Australia	1,672	1,682	1,684	1,618	1,680	1,910	-0,6	-0,7	3,3	-0,5	-12,5
Nuova Zelanda	1,803	1,829	1,822	1,813	1,924	2,223	-1,4	-1,0	-0,5	-6,3	-18,9
Giappone	138,3	138,7	134,7	134,4	135,1	133,7	-0,3	2,7	2,9	2,4	3,4
Argentina	3,889	3,873	3,778	3,555	3,699	1,180	0,4	2,9	9,4	5,1	229,6
Svizzera	1,549	1,543	1,559	1,579	1,558	1,617	0,4	-0,6	-1,9	-0,6	-4,2
Regno Unito	0,688	0,690	0,688	0,666	0,705	0,711	-0,3	-0,1	3,2	-2,4	-3,3
Svezia	9,056	9,072	9,085	9,215	9,080	9,470	-0,2	-0,3	-1,7	-0,3	-4,4
Danimarca	7,444	7,442	7,444	7,452	7,445	7,450	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Norvegia	8,228	8,262	8,292	8,637	8,414	8,855	-0,4	-0,8	-4,7	-2,2	-7,1
Cipro	0,583	0,584	0,583	0,586	0,586	0,582	-0,2	-0,1	-0,5	-0,6	0,1
Repubblica Ceca	29,67	29,72	29,96	33,04	32,41	35,11	-0,2	-1,0	-10,2	-8,5	-15,5
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	242,4	242,3	243,8	254,4	262,5	251,5	0,1	-0,6	-4,7	-7,6	-3,6
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,658	0,673	0,667	0,0	0,1	5,9	3,6	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	0,431	0,426	0,432	0,443	-0,1	0,1	1,2	-0,2	-2,8
Slovacchia	37,88	37,86	38,04	40,69	41,17	42,99	0,1	-0,4	-6,9	-8,0	-11,9
Slovenia	239,7	239,7	239,7	237,9	236,7	189,0	0,0	0,0	0,7	1,3	26,8
Polonia	3,9287	3,923	3,981	4,813	4,702	4,071	0,1	-1,3	-18,4	-16,4	-3,5
Russia	36,68	36,59	36,18	34,91	36,89	25,32	0,3	1,4	5,1	-0,5	44,9
EURO	93,5	93,5	92,6	90,8	92,8	93,3	0,0	1,0	3,0	0,7	0,2
<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										
	4/3/05	- 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	1,231	1,238	1,249	1,334	1,293	1,598	0,6	1,5	8,3	5,0	29,8
Australia (*)	0,791	0,787	0,770	0,751	0,753	0,516	0,5	2,6	5,2	5,0	53,3
Nuova Zelanda (*)	0,733	0,723	0,711	0,668	0,656	0,425	1,4	3,1	9,7	11,7	72,4
Giappone	104,8	105,2	104,0	111,1	107,2	131,8	0,4	-0,8	6,0	2,3	25,8
Corea del Sud	1.007	1.004	1.028	1.179	1.198	1.320	-0,2	2,1	17,1	19,0	31,2
Filippine	55,06	54,71	54,71	56,40	55,54	51,60	-0,6	-0,6	2,4	0,9	-6,3
Indonesia	9.345	9.265	9.194	8.553	8.418	10.370	-0,9	-1,6	-8,5	-9,9	11,0
Singapore	1,626	1,631	1,635	1,716	1,700	1,849	0,3	0,5	5,6	4,6	13,7
Thailandia	38,41	38,37	38,33	39,52	39,61	44,05	-0,1	-0,2	2,9	3,1	14,7
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,67	43,68	43,37	45,34	45,63	48,27	0,0	-0,7	3,8	4,5	10,5
Argentina	2,94	2,94	2,92	2,92	2,94	1,00	0,0	-0,6	-0,5	0,1	-66,1
Brasile	2,65	2,62	2,61	2,89	2,89	2,30	-1,2	-1,5	9,1	9,2	-13,4
Cile	583,9	575,5	575,8	598,8	593,0	646,3	-1,4	-1,4	2,5	1,6	10,7
Colombia	2.336	2.325	2.363	2.683	2.780	2.297	-0,5	1,1	14,8	19,0	-1,7
Messico	11,05	11,11	11,15	11,00	11,24	9,11	0,5	0,9	-0,5	1,7	-17,5
Perù	3,25	3,26	3,26	3,47	3,46	3,44	0,3	0,3	7,0	6,6	6,0
Uruguay	25,64	25,33	24,38	29,56	29,32	14,75	-1,2	-4,9	15,3	14,4	-42,5
Venezuela	2.777	2.874	2.719	3.388	2.852	759	3,5	-2,1	22,0	2,7	-72,7
Israele	4,33	4,37	4,36	4,51	4,39	4,48	0,7	0,5	4,0	1,3	3,4
Sud Africa	5,84	5,80	6,15	6,82	6,62	12,37	-0,7	5,4	16,8	13,4	111,9
Turchia	1,2729	1,2916	1,3145	1,3262	1,3966	1,4298	1,5	3,3	4,2	9,7	12,3
Area dell'Euro (*)	1,312	1,317	1,296	1,215	1,263	0,904	-0,4	1,2	8,0	3,8	45,1
Regno Unito (*)	1,923	1,919	1,877	1,821	1,786	1,439	0,2	2,4	5,6	7,7	33,6
Svizzera	1,169	1,162	1,211	1,293	1,239	1,650	-0,6	3,6	10,6	6,0	41,1
Danimarca	5,62	5,62	5,78	6,11	5,91	8,28	0,0	2,9	8,7	5,1	47,4
Norvegia	6,27	6,28	6,40	7,11	6,68	8,87	0,0	2,0	13,3	6,4	41,3
Svezia	6,82	6,85	7,05	7,56	7,18	10,28	0,3	3,3	10,8	5,2	50,6
Russia	27,72	27,75	28,01	28,59	29,45	30,14	0,1	1,0	3,1	6,2	8,7
Polonia	2,95	2,96	3,08	3,96	3,73	3,96	0,4	4,7	34,4	26,8	34,3
Repubblica Ceca	22,60	22,58	23,11	27,17	25,65	35,27	-0,1	2,3	20,2	13,5	56,1
Ungheria	182,8	182,9	189,4	209,1	209,3	272,9	0,1	3,6	14,4	14,5	49,3
DOLLARO USA	90,5	91,0	91,5	97,4	94,6	122,0	-0,5	-1,1	-7,1	-4,3	-25,8

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'8 AL 14/3/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 8	Stati Uniti: discorso di Poole della Federal Reserve sullo scenario economico 2005 Stati Uniti: discorso di Bernanke sullo scenario economico
Mercoledì 9	Area Euro: Trichet della Bce partecipa a una conferenza sull'allargamento UE Area Euro: intervento di Padoa Schioppa della Bce su integrazione finanziaria Area Euro: intervento di Tumpel-Gugerell e Weber della Bce su politica monetaria Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve sullo scenario economico USA Stati Uniti: Beige Book ☺
Giovedì 10	Area Euro: Trichet partecipa a una conferenza sul mercato dei capitali in Europa Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile Regno Unito: riunione Banca d'Inghilterra ☺
Venerdì 11	Stati Uniti: intervento di Greenspan sulla globalizzazione ☺ Stati Uniti: intervento di Bernanke su risparmio e saldo di partite correnti Stati Uniti: intervento di Greenspan sulla regolamentazione del sistema bancario Area Euro: discorso di Noyer della BCE sui mercati finanziari
Lunedì 14	Stati Uniti: discorso di Yellen della Federal Reserve sull'economia e il settore bancario Giappone: riunione della Banca del Giappone ☺

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<i>UNIONE EUROPEA</i>					
Mercoledì 9	Regno Unito	Produzione industriale	gennaio	0,5% m/m	0,0% m/m
		Bilancia commerciale	gennaio	-4,4 mld sterline	-4,6 mld sterline
Giovedì 10	Germania	Produzione industriale	gennaio	0,9% m/m	0,6% m/m
	Germania	Bilancia commerciale	gennaio	10,7 mld euro	12,0 mld euro
	Francia	Produzione industriale	gennaio	0,7% m/m; 2,1% a/a	0,0% m/m; 2,8% a/a

STATI UNITI E GIAPPONE

Mercoledì 9	Giappone	Indice anticipatore	gennaio	45	55
Giovedì 10	Giappone	Ordinativi di macchinari	gennaio	-8,8% m/m	2,5% m/m
	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	5 marzo	310.000	310.000
Venerdì 11	Stati Uniti	Bilancia commerciale	gennaio	-56,4 mld \$	-56,8 mld \$