

27 gennaio 2004
n. 3 - 2004

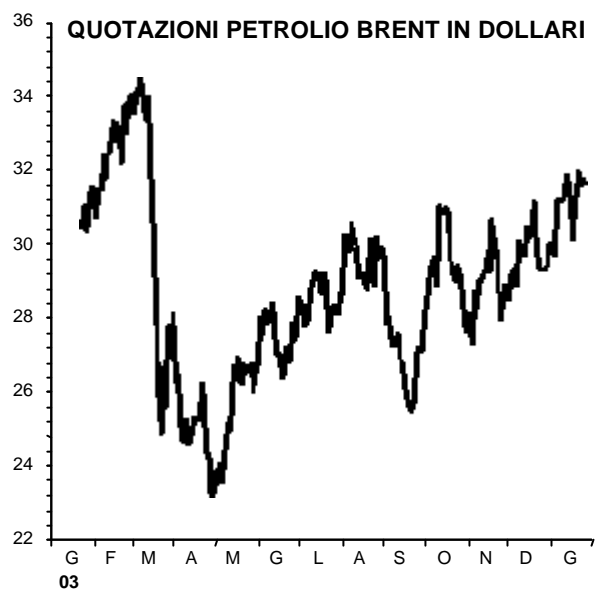
Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

BANCA NAZIONALE DEL
LAVORO

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

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

Focus settimanale del Servizio Studi BNL



- ✓ Da circa un mese i corsi del petrolio sui mercati internazionali si mantengono al di sopra dei 30 dollari per barile mentre le scorte americane di greggio sono ai livelli più bassi degli ultimi trent'anni. Dal lato delle quantità prodotte, non si attendono grandi novità dalla prossima riunione dell'OPEC il 10 febbraio ad Algeri: l'offerta di greggio appare al momento adeguata ai consumi.
- ✓ Nel medio termine il probabile aumento delle esportazioni russe e irachene potrebbe incrementare l'offerta globale di petrolio. Una maggiore domanda dovrebbe invece derivare dalla ripresa negli Stati Uniti e dalla forte crescita delle economie asiatiche. La Cina, infatti, si presenta già oggi come un fortissimo consumatore di petrolio con un utilizzo di 5 milioni di barili al giorno che colloca Pechino al secondo posto dopo gli Stati Uniti tra le economie maggiormente "energivore" del Mondo.

IL DOLLARO DEBOLE SPINGE IL PETROLIO

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

- Da circa un mese, i corsi del petrolio sui mercati internazionali si mantengono al di sopra dei 30 dollari per barile, mentre le scorte americane di greggio sono ai livelli più bassi degli ultimi trent'anni.
- Nella prossima riunione dell'OPEC fissata per il 10 febbraio ad Algeri non sono previsti interventi sulla produzione. L'offerta di greggio appare al momento adeguata ai consumi.
- Nel medio termine, il probabile aumento delle esportazioni russe e irachene potrebbe incrementare l'offerta. Una maggiore domanda dovrebbe invece derivare dalla ripresa negli Stati Uniti e dalla forte crescita delle economie asiatiche.

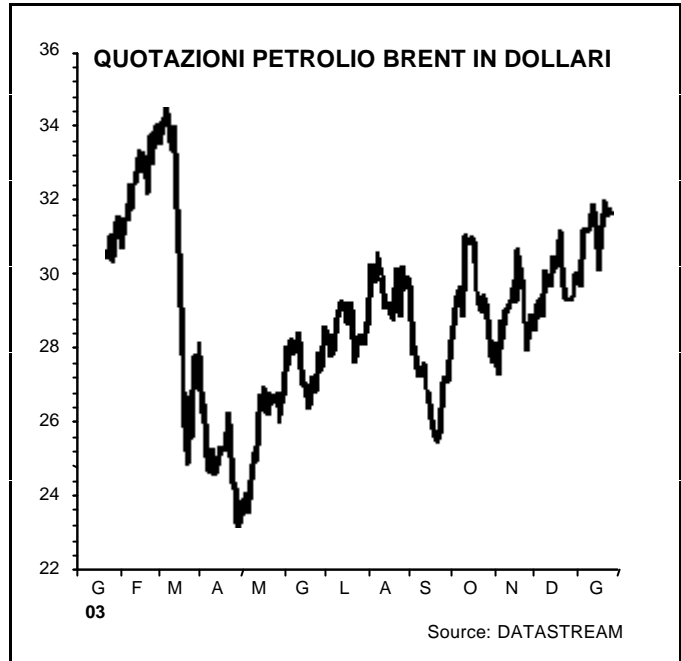
Il grande freddo negli Stati Uniti e i forti acquisti cautelativi sono i fattori scatenanti che da alcune settimane stanno mantenendo i corsi del petrolio sui mercati internazionali oltre i 30 dollari per barile. La domanda di distillati di greggio negli Stati Uniti è aumentata del 3% nella scorsa settimana, salendo a 4,4 milioni di barili al giorno. Le scorte Usa di greggio sono ai livelli più bassi degli ultimi trent'anni.

In vista della riunione di Algeri del 10 febbraio, l'OPEC sembra trovarsi tra due fuochi: accontentare i paesi consumatori con il rischio di andare incontro a un probabile surplus di offerta nei

prossimi mesi, ovvero tagliare la produzione subito per prevenire un successivo crollo dei listini. Con un paniere OPEC stabile oltre i 30 dollari per barile, ogni decisione mirata al contenimento dell'output appare destinata ad essere rinviata alla riunione di Vienna di fine marzo. Nessun tipo di intervento sembra quindi l'ipotesi più accreditata.

La posizione dell'OPEC è che gli attuali rincari sono legittimati dal calo del dollaro sull'euro e sulle altre valute. Poiché il greggio viene quotato – e pagato – in dollari, ne deriva che il deprezzamento della moneta Usa riduce il potere d'acquisto degli introiti dei paesi esportatori di petrolio, soprattutto in relazione all'import di beni e servizi dall'Europa. E' un problema che ci riporta ai dibattiti degli anni '70 e alle diverse formule allora elaborate dall'OPEC per proteggere il valore reale dei prezzi del greggio dalle cadute del dollaro oltre che dall'inflazione degli stessi paesi industriali. In definitiva, il criterio-chiave resta il mercato, ovvero il prezzo reale che gli importatori sono disposti a pagare. Per ora, sembra che il mercato si stia adeguando a un prezzo del petrolio superiore ai 28 dollari al barile. Sono circa due mesi che i corsi del greggio non scendono sotto tale livello. E' ormai opinione diffusa che quel tetto di 28 dollari della forchetta 22-28 fissata dall'OPEC lo scorso anno sia oggi divenuto piuttosto il *floor* del cartello petrolifero. Il fatto che la forchetta 22-28 dollari sia stata nei fatti superata trova giustificazione, all'interno dell'OPEC, in quanto essa può valere per situazioni ritenute "normali"; non sembra essere più vincolante per i paesi membri del cartello in quanto i rincari degli ultimi mesi non sono attribuiti a reali carenze di offerta quanto piuttosto a vari fattori "anomali", dalle speculazioni finanziarie sui mercati delle *commodities* al protrarsi della precaria situazione in Irak.

Intanto, pur con i rincari, la domanda è in aumento e non solo per l'inverno rigido, ma anche per la ripresa negli Stati Uniti e per la forte crescita asiatica, specie in India e in Cina. Nel 2003, circa il 35% dell'aumento del fabbisogno mondiale di petrolio è dipeso dall'incremento dei consumi interni cinesi. A metà degli anni '70, la Cina veniva indicata come il "futuro gigante del petrolio". La profezia si è avverata, ma nel senso diametralmente opposto agli auspici di allora. Anziché un colosso della produzione e dell'export, la Cina è divenuta un gigante quanto a consumi e import di greggio e il suo peso come acquirente sul mercato mondiale si fa sentire. Come paese consumatore, la Cina, con oltre 5 milioni di barili al giorno, ha di poco superato il Giappone ed è al secondo posto nel mondo dopo gli Usa (20 milioni). Una domanda dunque sostenuta, pur se depurata dai fattori stagionali. Questo elemento rafforza la tesi secondo cui i produttori tenderanno a collocare il nuovo prezzo di equilibrio sulla fascia alta della ormai vecchia banda 22-28 dollari per barile, con possibili aggiustamenti per il "fattore dollaro". Rimane l'altra parte dell'equazione di mercato: l'andamento dell'offerta, che, almeno a sentire l'OPEC, finora sembra essere stata adeguata ai consumi. Sul medio-lungo termine, comunque, la situazione potrebbe modificarsi. Con il venir meno del clima invernale, le esportazioni russe dovrebbero riprendere a salire, così come l'export iracheno. Il rappresentante del governo iracheno a Davos ha fatto sapere che le vendite di greggio a fine marzo potrebbero salire a 1,8 milioni di barili al giorno, un dato vicino ai livelli pre-guerra. Restano pur sempre le incognite per la situazione interna al Venezuela e alla Nigeria.



TURCHIA: ALL'INIZIO DI UN CIRCOLO VIRTUOSO ?

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

- **Stabilità politica, riforme economiche e politiche mirate a preparare i negoziati di adesione di Ankara all'Unione economica europea (Ue) hanno attivato un circolo virtuoso che si è riflesso in una crescita sostenuta e in un miglioramento del profilo di rischio del paese.**
- **Per scongiurare i fattori di rischio che minacciano la stabilità valutaria e la crescita economica, la comunità internazionale suggerisce una politica di risanamento dei conti pubblici.**

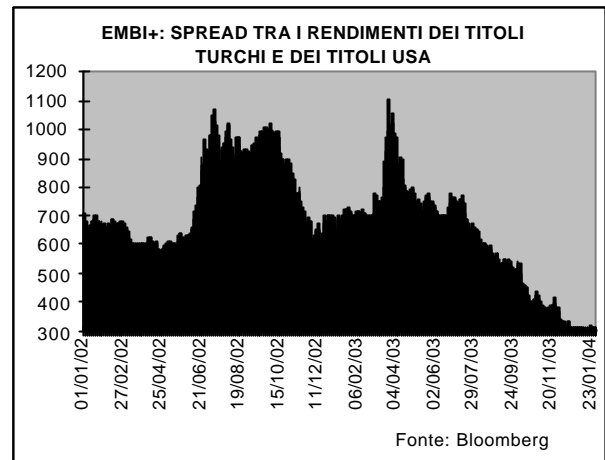
Le elezioni del 3 novembre 2002 hanno interpretato l'esigenza di stabilità politica della popolazione turca ammettendo solo tre partiti nel nuovo parlamento. 1) Il partito per la giustizia e lo sviluppo (AKP) guidato da Recep Tayyip Erdogan ha ottenuto la maggioranza assoluta con il 34,3% dei voti, equivalenti a 363 seggi in parlamento su un totale di 550. Il partito AKP ha dimostrato di ispirarsi ai principi economici liberisti, anche se radicato nel movimento islamico. 2) Il Partito del Popolo Repubblicano (CHP), che annovera tra le sue fila l'ex-ministro dell'economia Kermal Dervis, ha ottenuto il 19,4% dei voti e 178 seggi. 3) Infine, un gruppo di candidati indipendenti ha ottenuto 9 seggi. Le prossime elezioni locali sono in calendario per maggio 2004, mentre le elezioni parlamentari sono previste per il 2006.

Il governo guidato da Erdogan può contare su una maggioranza vicina ai due terzi del Parlamento. Pur avendo i numeri per una modifica costituzionale, Erdogan ha assicurato il rispetto della costituzione redatta nel 1982. Il governo si è inoltre impegnato a consolidare il percorso di avvicinamento alla Ue che troverà un'importante verifica nel rapporto della Commissione europea atteso a ottobre. Al vertice di Copenaghen di fine 2002, i 15 leader dell'Unione hanno fissato a dicembre 2004 un "esame sulla democrazia" della Turchia che, se superato, farà partire i negoziati di adesione di Ankara all'Unione. I legami tra la Ue e la Turchia sono già molto intensi, dato che il 70% circa dei prodotti turchi sono indirizzati all'Europa. Tra i mercati di sbocco principali figurano la Germania che accoglie circa il 17% dell'export turco, gli Usa con oltre il 10% e poi l'Italia, la Gran Bretagna e la Francia. Questi paesi, inclusa la Russia, sono anche i principali fornitori. Nel 2003 i settori più dinamici sono stati l'industria dell'auto e l'elettronica di consumo, cui va aggiunta una buona stagione turistica.

Sono, inoltre, stati centrati i principali obiettivi concordati con il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) nell'ambito di un programma di finanziamento da 19 miliardi di dollari che scadrà a fine 2004. A dicembre 2003 il tasso d'inflazione tendenziale si è attestato al 18,36%, segnando un risultato migliore del target stabilito dal Fmi nel 20%. La Turchia ha inoltre conseguito un surplus prima del pagamento della spesa per interessi pari al 4,9% del Prodotto nazionale lordo che è prossimo al 5% stabilito dal Fmi. Il Fmi richiede anche un surplus, al netto della spesa per interessi ma inclusi i profitti delle aziende statali, pari al 6,5% del Pil che per il momento non è ancora stato comunicato, ma che dovrebbe essere stato conseguito. Inoltre, il Parlamento turco ha approvato sia una legge sul controllo della finanza pubblica sia sul sistema bancario che prevede, tra l'altro, l'istituzione di due enti distinti: l'organo di supervisione e il fondo che amministra le banche commissariate. Vanno invece a rilente le privatizzazioni sollecitate dal Fmi.

Il Pil ha registrato un aumento sostenuto per il secondo anno consecutivo, dopo la recessione del 2001, nonostante la politica fiscale sia divenuta progressivamente più restrittiva per rispettare gli impegni col Fmi. Nei primi nove mesi del 2003 il Pil reale è aumentato di oltre il 4% tendenziale, ponendosi in una buona posizione per centrare le previsioni di crescita del 5% nel 2003 sotto la spinta di consumi e investimenti. La politica monetaria ha assecondato la ripresa dimezzando il tasso overnight sui prestiti che è stato portato al 26% di gennaio 2004 dal 57% di febbraio 2003. Le condizioni di politica monetaria sono però rimaste rigorose, dato che il saggio guida ha seguito la riduzione dell'inflazione. Sulla scia dei positivi risultati ottenuti dalla Turchia le agenzie hanno migliorato i rating: da B a B+ l'aumento deciso da Standard & Poor's in ottobre; da B- è salita a B la valutazione di Fitch a settembre. Anche il mercato ha ridimensionato la sua percezione di rischiosità del paese che si è riflessa in un calo del differenziale, misurato dall'indice EMBI+, tra i rendimenti dei bond turchi e quelli dei titoli di Stato Usa dai 693 punti base del primo gennaio 2003 agli attuali 286. Inoltre, le riserve valutarie sono aumentate a circa 32 miliardi di dollari nel corso del 2003 e il governo turco si è aggiudicato un prestito Usa da 8,5 miliardi di dollari in cambio dell'invio di un contingente militare in Iraq.

Sulle previsioni il dibattito è aperto. L'IIF e la Commissione europea, pronosticano il proseguimento della crescita. Invece, l'Economist Intelligence Unit (Eiu), teme una crisi valutaria e una brusca interruzione della ripresa. Il rischio proviene principalmente dal deficit di parte corrente in aumento dall'1% circa del 2002 al 2% di gennaio-ottobre 2003, con l'attesa di un ulteriore incremento al 4% del Pil nel 2004. Dopo un apprezzamento di circa il 20% tra il 2002-2003, pressioni al ribasso sulla lira turca non sono da escludere soprattutto se l'afflusso di capitali a breve del 2003 dovesse rallentare. L'Eiu ritiene probabile che la crescita sostenuta del 2003 provochi un marcato aumento dell'import e del deficit di parte corrente che, tra fine 2004 e inizio 2005, potrebbe sfociare in una brusca svalutazione della divisa nazionale, in un forte rallentamento della domanda interna e della crescita nel corso del 2004-2005. Il pericolo di pressioni al ribasso sulle quotazioni della lira turca è preso in considerazione anche dall'IIF, ma il suo impatto è giudicato meno negativamente nel caso in cui le autorità si impegnino a ridurre il deficit di bilancio, un'opzione che rimane probabile in un contesto dominato dai negoziati per l'ingresso nella Ue. Questa linea presuppone, tra l'altro, un nuovo accordo tra la Turchia e il Fmi dopo la scadenza a fine 2004 dell'attuale programma. L'accelerazione del processo di privatizzazione e una progressiva riduzione del deficit pubblico garantirebbero la fiducia del mercato, un buon afflusso di capitali dall'estero e costi di raccolta contenuti sui mercati internazionali. La svalutazione della divisa e il rientro del deficit commerciale potrebbero avvenire gradualmente, senza provocare shock e senza danneggiare le prospettive di crescita.



Turchia	2002	2003*	2004**
Popolazione (milioni di abitanti)	69,84		
Pil pro capite (in \$ Usa)	3.155		
Pil (var. % annua in termini reali)	7,8	5,5	6,1
Prezzi al consumo (var. % annua)	47,2	25,5	14,6
Cambio contro \$ Usa (media annua - mgl. di lire turche)	1.509	1.499	1.604
Debito estero (in % del Pil)	73,8	60,8	56,7
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	Fitch
a lungo termine (Bloomberg)	B1	B+	B

Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream (*) Previsioni

LA CRESCITA INGLESE RAFFORZA LE ATTESE DI RIALZO DEI TASSI

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

- Nel quarto trimestre del 2003 l'economia inglese è cresciuta al tasso più elevato dall'inizio del 2000, e le prospettive per il 2004 indicano una crescita intorno al 3%, superiore alla media degli ultimi cinque anni.
- L'indebitamento delle famiglie inglesi ha raggiunto il livello record del 133% del reddito disponibile e i dati sul credito indicano che il trend continuerà.
- La Bank of England, spinta dalla preoccupazione di frenare l'eccessivo indebitamento delle famiglie, potrebbe alzare i saggi guida al 4% nel prossimo meeting di febbraio.

L'economia inglese sta crescendo a tassi superiori alle attese grazie ad una forte domanda interna. La stima preliminare per il quarto trimestre del 2003 riporta un tasso di crescita pari allo 0,9% t/t (2,5% tendenziale), il più elevato dall'inizio del 2000. Ciò implica che il 2003 si chiuderà al 2,1%, al di sopra dell'1,7% registrato nel 2002. La crescita è stata guidata dal settore dei servizi, che rappresenta più del 70% del Pil, e in particolare dai dati sulle vendite al dettaglio che, a dicembre, sono risultati doppi rispetto alle previsioni (0,9% m/m), con una crescita trimestrale dell'1,9% t/t (la più elevata dal maggio del 2002). Per l'anno in corso ci aspettiamo un tasso del 3% superiore alla media degli ultimi cinque anni (2,5%). Anche i risultati dell'*economic survey* trimestrale della Camera di Commercio inglese mostrano un aumento significativo degli ordini e delle intenzioni di investimento sia nel manifatturiero che nei servizi. La fiducia delle imprese nei profitti è ai più alti livelli dal 1997. L'indagine indica un marcato aumento nel numero di imprese che dichiarano di operare alla massima capacità, ben al di sopra della media degli ultimi dieci anni.

Proprio l'elevato tasso di crescita e i timori per il crescente indebitamento delle famiglie dovrebbero spingere la Bank of England ad un rialzo dei tassi di un quarto di punto a febbraio al 4%. L'indebitamento delle famiglie rispetto al reddito disponibile è infatti cresciuto negli ultimi cinque anni a ritmi elevati, passando dal 90% al nuovo record del 133% nel terzo trimestre 2003. L'aumento dell'indebitamento riflette in larga parte la crescita dei prestiti bancari (14,1% a/a a novembre), in particolare quella dei mutui ipotecari, e l'aumento dei prezzi delle case (l'indice Halifax +17% nel 2003). Anche se il nuovo

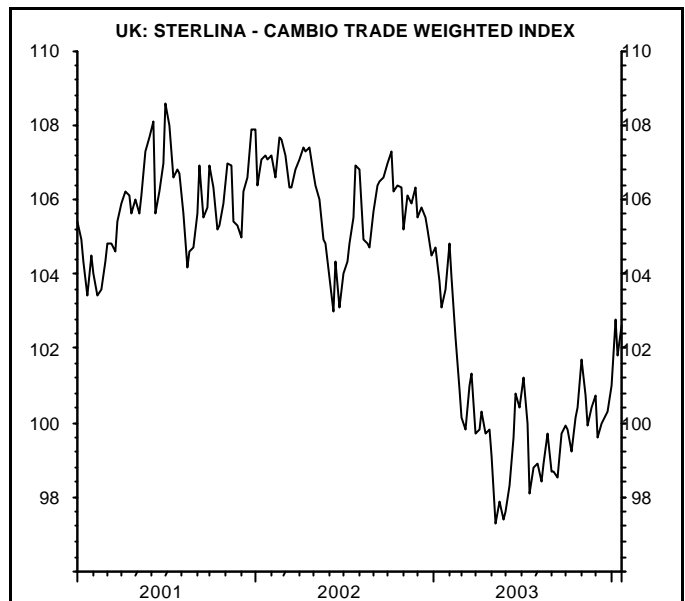
indice di riferimento per l'inflazione non include l'andamento dei prezzi delle case, il Governatore della Bank of England, Mervyn King, ha espressamente dichiarato che il mercato immobiliare continuerà ad essere attentamente monitorato ai fini delle decisioni di politica monetaria.

La preoccupazione più rilevante rimane l'andamento della sterlina, il cui *trade-weighted Index*, monitorato dalla Bank of England, ha fatto registrare un aumento del 2% da inizio anno, raggiungendo il valore massimo di 103 rispetto ad una media annua pari a 100 nel 2003. Un rialzo verso il valore di 106, media annua del 2002, potrebbe mettere a serio rischio una crescita guidata dalla ripresa del commercio internazionale e far rinviare la decisione di rialzo dei tassi, per la quale, come ha ripetutamente dichiarato la Bank of England, è incerto solo il quando, ma non il se. Anche il recente rapporto dell'OCSE indica che il rialzo dei tassi è necessario per frenare le pressioni inflazionistiche e dovrà essere graduale per non causare una brusca correzione del mercato delle case.

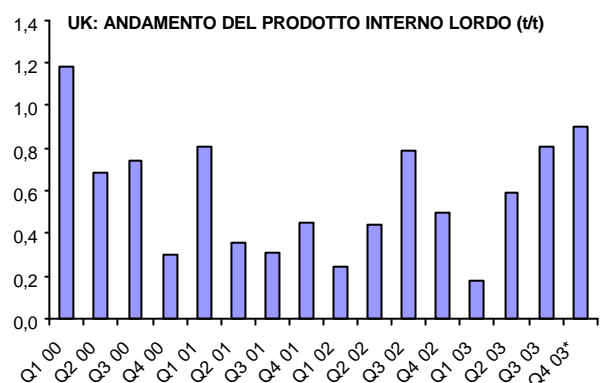
Proprio la necessità di una gradualità nel rialzo dei tassi è stata una delle cinque motivazioni che hanno spinto a gennaio la banca centrale a rinviare la decisione di rialzo. La seconda motivazione riguarda l'inflazione corrente. L'indice CPI, il nuovo target della Banca centrale, anche a dicembre si è confermato stazionario all'1,3%, al di sotto della media EU-15, pari a dicembre al 2%.

La terza riguarda le aspettative di inflazione per le quali la Bank of England non ha ancora formulato una proiezione centrale, che sarà presentata per la prima volta nell'*Inflation Report* di febbraio. La quarta riguarda l'apprezzamento dell'euro, che potrebbe mettere a rischio la ripresa economica di un'area che costituisce una rilevante fonte di domanda estera per il Regno Unito (50% delle esportazioni). La quinta riguarda invece l'efficacia della politica monetaria. La Bank of England sottolinea infatti che il successo della politica monetaria sia strettamente legato alla capacità di spiegare in modo chiaro le proprie decisioni. Ciò vale ancora di più in occasione dell'introduzione di un nuovo indice di misurazione dell'inflazione.

In considerazione di queste valutazioni, il rialzo a febbraio sarebbe giustificato dal venire meno di almeno due delle motivazioni suindicate. Il rialzo sarebbe graduale, in quanto distanzierebbe di tre mesi quello precedente e la mossa sarebbe giustificabile con il rilascio dell'*Inflation Report* la settimana seguente.



Fonte: DATASTREAM



* stima preliminare

Fonte: DATASTREAM

FARMACEUTICA: ANCORA UNA STORIA DI SCOPERTE “CASUALI”?

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

- In Europa il settore farmaceutico occupa la 5° posizione nell'ambito del comparto manifatturiero e la spesa per l'acquisto dei farmaci rappresenta una voce consistente nella porzione di spesa pubblica destinata alla sanità.
- Nonostante sia stata la “culla” della farmaceutica, l'Europa, a differenza degli Usa, non ha saputo sfruttare alcuni importanti shock tecnologici, perdendo gradualmente competitività.

Nei paesi dell'OCSE la spesa farmaceutica rappresenta una porzione che varia tra lo 0,7% e il 2,2% del Pil. La domanda di farmaci è elevata soprattutto negli Usa (che da soli assorbono circa il 40% della produzione mondiale), ma anche nei paesi dell'Europa occidentale e in Giappone. Secondo i dati più recenti dell'OMS, nell'Europa occidentale la spesa pro-capite più elevata per l'acquisto di farmaci si registra in Francia (circa 537 \$ l'anno), seguita dall'Italia (493 \$) e dalla Germania (402 \$), mentre in Irlanda e Grecia si registrano i valori più bassi (200 e 211 \$ rispettivamente). La percentuale di acquisti finanziata dallo stato è andata gradualmente aumentando dall'inizio degli anni '90, e tocca

	>200	200-100	100-20	20-10	<10
EUROPA OCCIDENTALE	Austria Belgio Danimarca Finlandia Francia Germania Grecia Islanda Italia Lussemburgo Paesi Bassi Norvegia Svizzera	Irlanda Spagna			
EUROPA CENTRO ORIENTALE		Repubblica Ceca Ungheria Slovenia	Bulgaria Croazia Estonia Lettonia Lituania Ex Yugoslavia Macedonia Polonia Slovacchia	Romania	Albania
NIS			Russia	Armenia Bielorussia Georgia Kazakistan Ucraina	Azerbaijan Kirghizistan Repubblica Moldava Tagikistan Turkmenistan Uzbekistan

Fonte: OCSE, OMS

le percentuali più elevate in Irlanda (93,7%) e in Germania (70,6%). Italia, Francia e (in misura minore) Danimarca sono i paesi in cui la spesa farmaceutica rappresenta la voce più rilevante nell'ambito delle spesa per la sanità.

L'industria farmaceutica moderna nasce nell'800 in Germania (dove fino alla fine della I guerra mondiale si produceva l'80% dei farmaci del mondo) e in Svizzera, anche grazie alle grandi industrie chimiche presenti nei due paesi. A dispetto di ciò, e del fatto che nell'Unione europea il settore farmaceutico occupa la quinta posizione nel comparto manifatturiero, la farmaceutica europea ha perso gradualmente competitività rispetto a quella USA (alla fine degli anni '90, tra le prime 10 imprese al mondo 6 erano statunitensi) e ciò per una serie di cause, più e meno recenti.

Il settore si caratterizza per l'elevata intensità di risorse destinate alla R&S e per l'essere stato influenzato, nel corso del tempo, da una serie di importanti shock istituzionali e tecnologici. Nonostante ciò, nel corso degli ultimi dieci anni il numero di paesi e di imprese più innovativi è rimasto stabile e contenuto, ma il livello di concentrazione del mercato mondiale si è mantenuto relativamente basso, e negli Usa, in particolare, la quota di mercato detenuta dalle prime dieci imprese è andata declinando.

I processi di innovazione che hanno caratterizzato il settore hanno avuto molto spesso la forma di procedure di ricerca casuali (*random screening*) in cui al successo in un campo non necessariamente ha seguito quello in uno collegato. In termini molto generali, l'industria farmaceutica può essere considerata il frutto di un adattamento di tipo evolutivistico. La capacità di fare scoperte casuali ha giocato un ruolo importante nello sviluppo del settore, cosicché non è stato raro il caso in cui la scoperta di un medicinale per la cura di una malattia è stato il frutto di una ricerca condotta per curarne un'altra. La necessità di portare avanti un gran numero di processi di valutazione ha richiesto quindi ingenti risorse e ha indirettamente rappresentato una barriera all'entrata di nuove imprese sul mercato. Inoltre, il numero di principi portati sul mercato è molto basso rispetto a quelli scoperti (si stima 1 su 5000) e, anche se nel periodo seguente la commercializzazione di nuovi prodotti si osserva in media una forte crescita dei ricavi, tuttavia gli sforzi necessari per effettuare le sperimentazioni cliniche, per ottenere le autorizzazioni e completare l'*iter* amministrativo richiedono risorse tali da innalzare ulteriormente le barriere all'entrata. Ancora oggi il numero dei nuovi farmaci portati sul mercato dalle maggiori case farmaceutiche non è elevato: secondo stime recenti, tra il 1998 e il 2002 in media il numero è stato di 59 l'anno, cifra che dovrebbe ridursi leggermente nei prossimi quattro anni (50 l'anno). Ciò a fronte di una spesa in R&S che nel solo 2003 dovrebbe essere stata di 50 miliardi di dollari (25% in più rispetto a quella investita nel 1998).

Accanto alla crescita per *random screening*, le nuove scoperte scientifiche (soprattutto nel campo della biotecnologia a partire dagli anni Settanta) hanno favorito la “*drug discovery by design*”, riducendo il grado di casualità e rendendo più mirata la ricerca dei principi. Non tutte le imprese tuttavia hanno modificato il loro comportamento di ricerca: in particolare, le PMI, più lontane dai centri di ricerca pubblici (che in effetti ottenevano i risultati migliori con il metodo casuale) hanno proseguito sulla vecchia strada; allo stesso modo si verificò una netta distinzione geografica: le imprese operanti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Svizzera seguirono da subito la nuova strada, le altre (soprattutto in Europa e in Giappone), si “attardarono sulla vecchia”, cominciando a perdere gradualmente competitività.

Oltre al diverso impatto che ha avuto la biochimica sullo sviluppo della farmaceutica in Europa e negli Stati Uniti, altri fattori importanti sono stati, tra l'altro, le risorse destinate alla R&S e i meccanismi a protezione della proprietà intellettuale. Negli Stati Uniti, a partire dal 2° dopoguerra, la spesa per la ricerca sanitaria ha rappresentato la seconda voce nel bilancio federale dopo quella per la difesa, cui si sono aggiunte ingenti risorse provenienti dal settore privato. Anche in Europa i fondi pubblici destinati alla ricerca biochimica sono stati ingenti, ma la loro gestione è avvenuta forse a un livello troppo centralizzato, con scarsa attenzione soprattutto ai centri universitari. Relativamente alla proprietà intellettuale, non è chiaro se la minore protezione osservabile in Europa possa aver ostacolato lo sviluppo della biochimica; di certo, a differenza di quanto avviene negli USA e nel Regno Unito, negli altri paesi la legge protegge i processi tecnologici più che i prodotti, e ciò ha fatto sì che, in alcuni paesi (come in Giappone o in Francia), molte imprese abbandonassero la R&S e si concentrassero invece su nuovi processi per produrre materiali già sviluppati altrove.

SCARPE: PICCOLI PASSI OLTRE LA CRISI

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

- La crisi congiunturale, ma anche strutturale, che penalizza da un biennio l'industria calzaturiera italiana non è ancora risolta ma le aspettative per la seconda metà dell'anno in corso sono aperte a un cauto ottimismo.
- La dinamica negativa dell'export sui principali mercati di sbocco ha fatto alcune significative eccezioni: Spagna, Russia e Giappone hanno aumentato gli acquisti di scarpe italiane.
- Innovazione, creatività e qualità sono le caratteristiche di base delle calzature *made in Italy* che – anche in questo momento di diffusa prudenza da parte del mercato internazionale – rimangono fra le preferite nella produzione mondiale.

Nel corso del 2003, l'industria calzaturiera italiana è stata penalizzata da una concomitanza di fattori negativi, primo fra tutti il calo generale dei consumi a livello mondiale che ha avuto punte recessive nei due paesi primari acquirenti della produzione italiana (Germania e USA). A ciò si è aggiunto il rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro e due shock di portata notevole come la guerra in Iraq e la Sars, oltre alla rinnovata aggressività della competizione dei paesi asiatici nel mercato europeo.

Per i primi nove mesi del 2003, i dati indicano una ulteriore riduzione dei volumi prodotti pari al 6,4%, accompagnata da un calo in valore del 4,4%. Le riduzioni più sensibili delle quantità prodotte sono state evidenziate dalla maggior parte delle aziende del settore, per lo più di piccola dimensione, mentre i fenomeni di crescita, seppure limitati a poche unità produttive, hanno mostrato di essere molto significativi.

Sul mercato interno la stagnazione della domanda si è riflessa maggiormente sulle quantità, in calo dell'1% mentre le vendite in valore sono aumentate dell'1,3%. I prezzi interni sono infatti aumentati del 2,3% mentre quelli esteri meno del 2%, segno che le imprese hanno dovuto calmierare i listini per non rischiare ulteriori perdite di quote sui mercati internazionali.

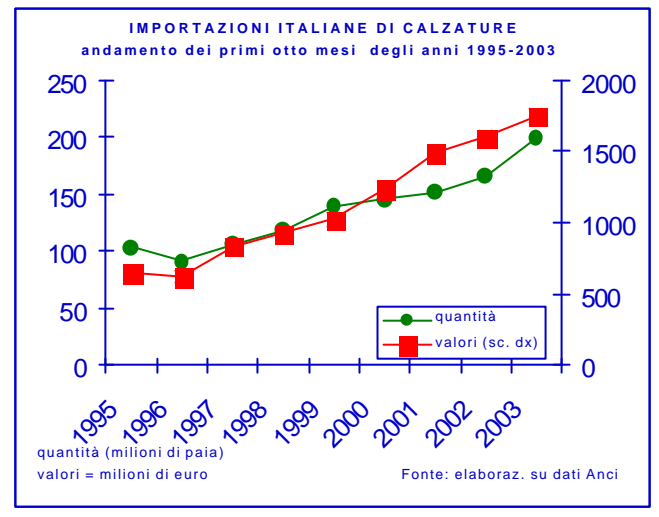
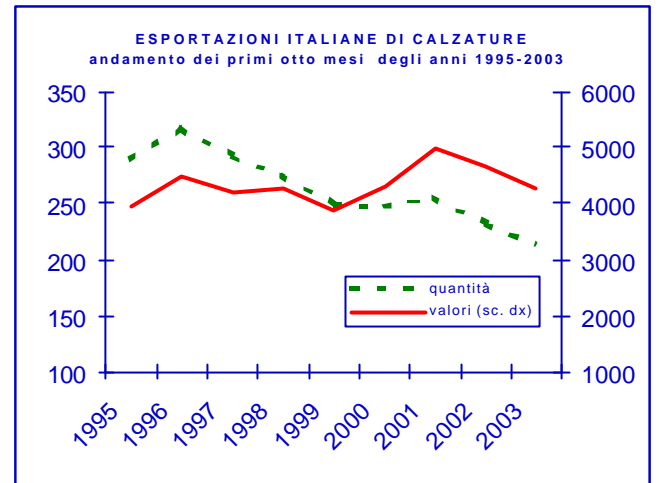
Le cifre relative all'interscambio commerciale hanno evidenziato - nel periodo gennaio-agosto - una contrazione del 7,5% delle esportazioni a fronte di un sensibile aumento (+20%) dell'import. Le vendite all'estero di scarpe, che costituiscono l'80% del fatturato del settore, hanno mostrato variazioni negative in tutti i principali mercati di sbocco, anche se va rilevato che le flessioni appaiono molto più contenute rispetto a quelle evidenziate nel 2002. L'export diretto in Germania è passato dal -17% del 2002 al -4,9% dei primi otto mesi del 2003.

Un mercato molto vivace è apparso quello spagnolo dove gli acquisti di scarpe italiane sono aumentati del 6,1%. Segnali positivi sono giunti anche dalla Russia (+1,2%), dove la domanda di calzature è prevista in incremento anche nel 2004, e dal Giappone (0,2%).

L'import ha proseguito invece nel suo trend di forte crescita, registrando un aumento dei volumi del 19,8%, a fronte di un aumento in valore del 9,5%. Tutti i comparti merceologici sono risultati in espansione, particolarmente le calzature con tomaio in pelle e cuoio (+13,2% in quantità). Tali dati, pur non depurati dalle cifre legate ai processi di delocalizzazione, evidenziano un ulteriore aumento della concorrenza dei produttori asiatici: l'import italiano dai paesi del Far East è cresciuto nel complesso del 34,5% in volume e del 14% in valore. Ancora più marcato è risultato l'import di calzature cinesi: +47,2% in quantità. Complessivamente abbiamo importato dalla Cina 74 milioni di paia, superando in 8 mesi i volumi importati durante l'intero 2002 (67,3 milioni di paia). Dal Vietnam sono arrivate in Italia più di 18 milioni di scarpe, mentre un'altra "invasione" che potrebbe svilupparsi in futuro è quella dell'India che pur restando, per ora, su volumi più contenuti (4 milioni), ha mostrato, nel periodo in esame, un aumento dell'83% su base annua.

La leva della qualità sembra essere diventata l'unico strumento vincente per i calzaturieri italiani. Grazie all'innovazione, la creatività e la qualità le calzature italiane rimangono fra le preferite nella produzione mondiale. In quest'ottica, la minaccia cinese può trasformarsi in una grande opportunità per i produttori di calzature e per il made in Italy in genere, poiché la tendenza già in atto presso i consumatori cinesi ad alto reddito di rivolgere l'attenzione al prodotto di moda si rafforzerà e diffonderà nei prossimi anni facendo della Cina il più grande mercato mondiale.

Nonostante il quadro congiunturale complessivo del settore resti a tutt'oggi sfavorevole, si apre qualche spiraglio di ottimismo per il futuro. Nelle recenti fiere internazionali del settore che hanno registrato un forte incremento di buyers esteri, si è rilevato un nuovo ottimismo fra i produttori che - per far fronte alla situazione di stallo internazionale - stanno investendo forti energie nell'innovazione del prodotto e nella ricerca di nuovi mercati di sbocco. Segnali positivi per il settore calzaturiero italiano vengono anche dal mercato americano che sembra aver superato il momento di chiusura delle ultime stagioni e che si conferma primo mercato, in valore, per le calzature italiane. Il vero impulso alla ripresa resta tuttavia affidato alla domanda da parte dei paesi europei che potrebbe ripartire già dalla seconda metà dell'anno in corso e consolidarsi l'anno venturo.



L'EQUILIBRIO PRECARIO

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

Gli operatori attendono una frenata da parte degli indici, normale conseguenza di una crescita ininterrotta, e impostano quindi strategie a cortissimo raggio, anche giornaliere, concentrate su temi speculativi, che creano discontinuità nei volumi sottostanti e disorientano invece gli investitori più sistematici. Questi ultimi, di fronte all'aumento della pressione speculativa reagiscono con manovre più attendiste, mantenendo alto il livello di liquidità in attesa di una correzione selettiva e salutare, che scremi le occasioni d'acquisto dalle mere scommesse.

A margine, con poche posizioni aperte, in compagnia dei grandi investitori troviamo gli *short-seller*, messi in difficoltà dalla tenuta del mercato Toro, che rende troppo rischioso lavorarci contro.

Con poche prospettive di *shock* esogeni ravvivanti, e in assenza degli attori principali, la volatilità crolla (cfr. secondo grafico) e il gioco rimane in mano ai cosiddetti *betting trader*, speculatori e gestori attivi del rischio. L'attività si concentra allora sui titoli più reattivi (a maggior *beta*) che possono vantare spazi di crescita ancora disponibili, a differenza della saturazione rialzista dei titoli ciclici.

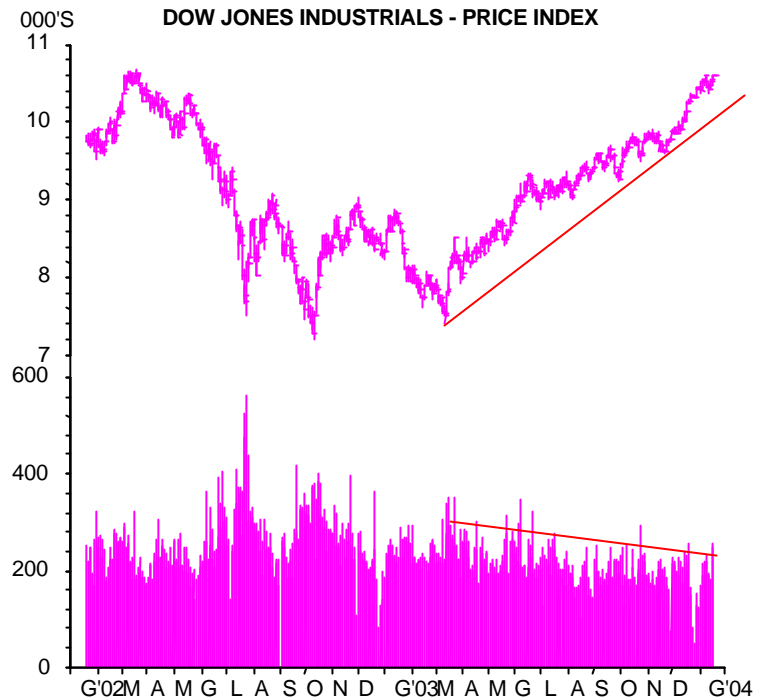
Da molte settimane il rialzo non è più corale (sintomo di stabilità), ma avviene per settori isolati.

Il mercato bilancia così la zavorra dei difensivi e il traino dei tecnologici in una sintesi spesso paralizzante, che trova sfogo in temporanei strappi rialzisti.

E quando multipli e indicatori risultano eccessivamente "tirati", in soccorso del Toro arriva qualche rotazione, piccola ma accelerata: ora che i semiconduttori accusano i primi segni di stanchezza, interviene, soprattutto in Italia, la riscoperta dei finanziari, alimentata da bilanci in utile e da una nuova febbre da *merger*.

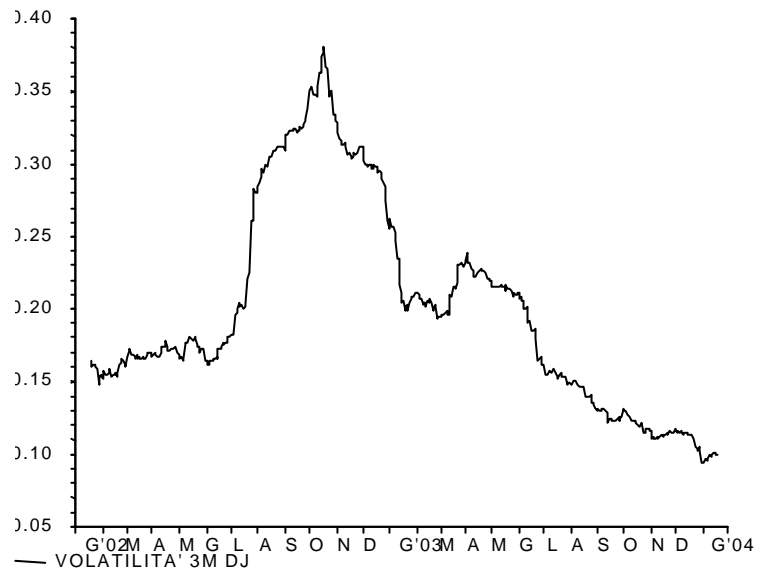
Il mercato domestico disattende così le aspettative di ribasso, ma non per questo è immune da un deterioramento del *sentiment*. La vicenda Parmalat pesa sulle prospettive di rilancio del Mibtel e della borsa italiana che dovrà tentare di arginare un nascente "sentimento antifinanza". Malgrado la tonicità del *trend*, il clima di scandali e l'imprevedibilità degli sviluppi accorciano la visibilità temporale dei rialzi rendendo il terreno alquanto scivoloso per il Toro.

Analisi dei volumi



TURNOVER BY VOLUME IN MILLIONS

Volatilità ai minimi storici



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

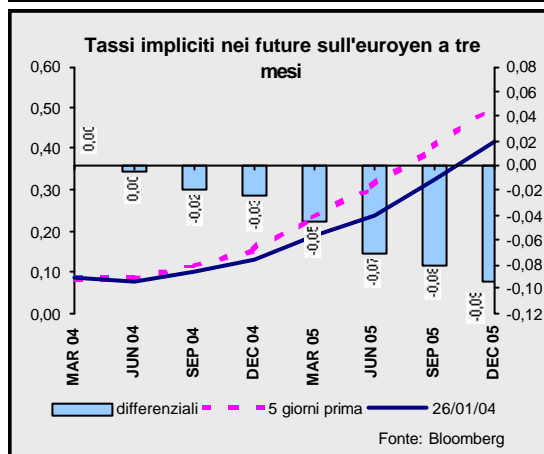
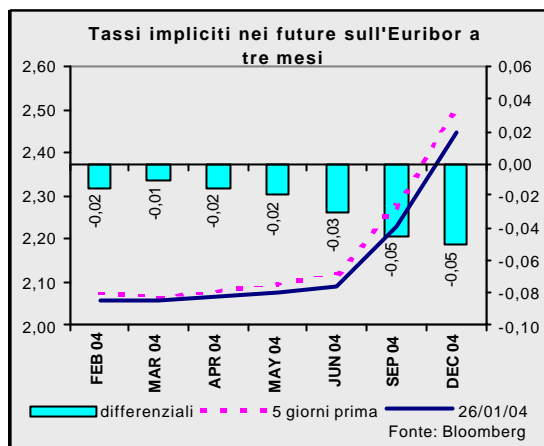
Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

	Dati storici					Variazioni percentuali					
	23/1/04	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/99	1/1/00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/99	1/1/00
MIBTEL	20.757	20.610	19.861	16.810	25.097	28.094	0,7	4,5	23,5	-17,3	-26,1
MIB 30	28.011	27.720	26.687	22.905	37.417	41.477	1,0	5,0	22,3	-25,1	-32,5
DOW JONES IND.	10.568	10.601	10.341	8.369	9.184	11.358	-0,3	2,2	26,3	15,1	-6,9
NASDAQ	2.124	2.140	1.975	1.388	2.208	4.131	-0,8	7,5	53,0	-3,8	-48,6
NIKKEI 225	1.142	1.140	1.096	887	13.416	18.934	0,2	4,2	28,6	-91,5	-94,0
FTSE100	11.069	10.857	10.373	8.791	5.879	6.930	2,0	6,7	25,9	88,3	59,7
CAC40	4.461	4.488	4.441	3.622	4.148	5.917	-0,6	0,4	23,2	7,6	-24,6
DAX30	3.693	3.672	3.500	2.918	5.252	6.751	0,6	5,5	26,6	-29,7	-45,3
MADRID	4.152	4.112	3.903	2.811	919	1.012	1,0	6,4	47,7	351,8	310,4
SINGAPORE	846	834	804	658	1.400	2.583	1,5	5,2	28,7	-39,5	-67,2
HONG KONG	1.890	1.837	1.721	1.364	9.809	17.370	2,9	9,8	38,5	-80,7	-89,1
DJEUROSTOXX50	13.751	13.168	12.421	9.585	3.543	4.848	-4,4	10,7	43,5	288,1	183,6
MSCI WORLD	2.893	2.866	2.722	2.269	1.162	1.422	0,9	6,3	27,5	149,0	103,4
MSCI EMU	1.072	1.060	1.016	793	187	243	1,1	5,5	35,2	472,9	341,3
MSCI WORLD NON EMU	151	150	142	118	138	171	0,7	6,2	27,5	9,2	-11,7
MSCI FAR EAST	2.282	2.222	2.113	1.665	2.170	3.605	2,7	8,0	33,4	5,2	-36,7
MSCI NORTH AMERICA	1.158	1.156	1.111	894	1.258	1.525	0,2	4,2	29,4	-7,9	-24,0

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- L'economia statunitense continua a proporre dati che lasciano sperare nel proseguimento di una crescita sostenuta e fondata sul sostegno sia dei consumi che degli investimenti. Le maggiori preoccupazioni sono concentrate sulla scarsa capacità di generare occupazione che, nel caso dovesse persistere, potrebbe minare i consumi delle famiglie. Per il momento però la fiducia dei consumatori, misurata dall'indice dell'Università di Michigan, ha mostrato un netto miglioramento in gennaio salendo a 103,2 da 92,6 di dicembre e riportandosi sui livelli del 2000, un anno in cui l'economia si sviluppava a poco meno del 4%. La fiducia è risultata in aumento anche nel settore manifatturiero come emerge dall'incremento di gennaio dell'indice Empire Manufacturing (a 39,22) e del Philadelphia Fed (a 38,8) che fanno riferimento ai distretti di New York e di Filadelfia. La produzione industriale intanto ha visto rallentare il suo ritmo di crescita rispetto al mese precedente, allo 0,1% m/m di dicembre dall'1% di novembre. Ma il risultato relativo al IV trimestre 2003 ha segnato un incremento tendenziale dell'1,6%, che rappresenta un netto miglioramento rispetto ai cali dei due trimestri precedenti: rispettivamente -0,3% a luglio-settembre 2003 e -0,97% ad aprile-giugno. Positivamente intonato anche il super-indice, calcolato dal Conference Board, che in dicembre è salito dello 0,2% m/m a indicazione che nei prossimi tre/sei mesi si confermano buone le prospettive di sviluppo. I dati puntano a una crescita sostenuta nel IV trimestre del 2003, seppure meno pronunciata rispetto alla spettacolare performance di luglio-settembre.
- Il ridimensionamento del disavanzo commerciale Usa di novembre testimonia che il deprezzamento del dollaro ha cominciato ad influire sui conti con l'estero. Speculare l'andamento del surplus commerciale dell'Euro-zona che in novembre risulta pressoché dimezzato rispetto ad ottobre. Nonostante l'effetto frenante dell'euro, non sono mancati i sintomi di un miglioramento congiunturale che si innesta però in un contesto di debolezza. Ad esempio, la produzione industriale dell'area euro è risultata in aumento in novembre dello 0,1% m/m e dell'1,2% a/a e l'incremento tendenziale medio di ottobre-novembre è in accelerazione all'1,3% rispetto alla stagnazione segnata in luglio-settembre. I consumi francesi sono stati vivaci in dicembre e in accelerazione nel IV trimestre. In Germania gli ordini all'industria di novembre, seppur meno vivaci rispetto a ottobre, si confermano su livelli incoraggianti (0,4% m/m e 1,6% a/a). Per il momento i dati sembrano confermare le attese di una moderata accelerazione della crescita economica in Europa, accreditata dallo scenario previsivo della Banca centrale europea. I riflettori sono puntati sul vertice del G7 di inizio febbraio 2004 da cui potrebbero scaturire nuove indicazioni sulla strategia delle autorità del G7 verso i mercati valutari. Per il momento, riteniamo ancora probabile un periodo di lunga stabilità dei saggi guida sulle due sponde dell'Atlantico.
- Il Pil del IV trimestre è cresciuto oltre le attese in Gran Bretagna, proiettando l'incremento medio annuo superiore al 2% nel 2003, circa un punto e mezzo oltre lo sviluppo atteso negli Euro-12. Il favorevole andamento congiunturale, insieme all'elevata dinamica dei valori del mercato immobiliare rafforzano le attese di ulteriori, seppure gradualmente, aumenti del saggio guida.
- Per contro, la Banca centrale giapponese ha puntato su un inatteso allentamento monetario, che può essere letto come una conferma dell'intenzione di voler continuare a influire sul cambio dello yen. Boj ha infatti innalzato il target sulle riserve di liquidità a disposizione delle banche presso la Banca Centrale fino a 30.000-35.000 miliardi di yen dai 27.000-30.000 mld di yen in vigore da maggio 2003. L'iniezione di ulteriore liquidità mette a disposizione risorse aggiuntive per poter intervenire sul mercato dei cambi limitando l'apprezzamento dello yen.



	dati storici		26/01/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	118,81	109,50	106,20	106,00	105,00
dollaro-euro	1,062	1,169	1,255	1,280	1,280
yen-euro	126,1	128,0	133,4	135,7	134,4
sterlina-euro	0,657	0,698	0,689	0,710	0,730
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,37	1,16	1,11	1,25	2,00
euro	2,84	2,14	2,07	2,15	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,07	0,10
sterlina	3,98	3,80	4,12	4,25	4,80
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,02	4,26	4,08	4,40	4,70
Germania	4,17	4,25	4,16	4,40	4,70
Giappone	0,84	1,40	1,31	1,45	1,58
Italia	4,37	4,38	4,30	4,53	4,83
Gran Bretagna	4,37	4,85	4,82	5,00	5,30

LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,1	114,4	115	115,1	115	115	114,9	115,1	115,4	115,6	115,6	116	115,1
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,1	0,3	0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,9	104,1	102,6
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,8	106,8	105,5
2004	106,5	106,1	107,0	107,6	107,8	107,9	107,8	107,6	108,1	108,5	109,0	109,1	107,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,3	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8	2,6	2,8
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	1,9	1,9	2,1	2,2	2,1

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,8	119,0	119,3	119,6	120,0	120,1	118,8
2003	120,6	120,9	121,3	121,6	121,8	121,8	122,0	122,3	122,6	122,7	123,0	123,1	122,0
2004	123,5	123,6	123,8	124,1	124,2	124,2	124,3	124,5	124,7	125,0	125,2	125,3	124,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com (per Euro-12, Usa)

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,8	2,0	1,2	0,8	1,1	0,7	0,7
var.% trim su trim annualizzato				2,0	3,1	8,2	5,0	3,4	4,5	3,0	2,9
var.% anno su anno	2,2	3,2	4,4	2,1	2,4	3,6	4,5	4,9	5,2	4,0	3,4

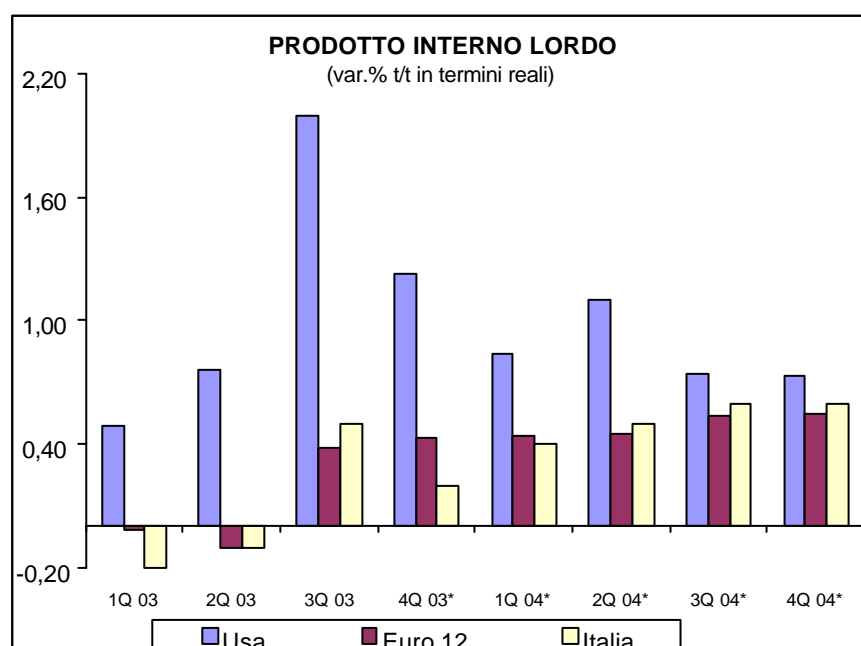
AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,1	-0,4	1,5	1,7	1,8	1,8	2,2	2,2
var.% anno su anno	0,9	0,4	1,7	0,7	0,1	0,3	0,7	1,2	1,7	1,9	2,0

ITALIA

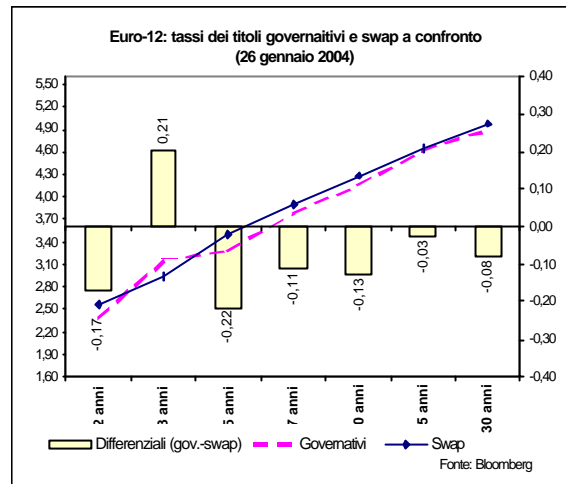
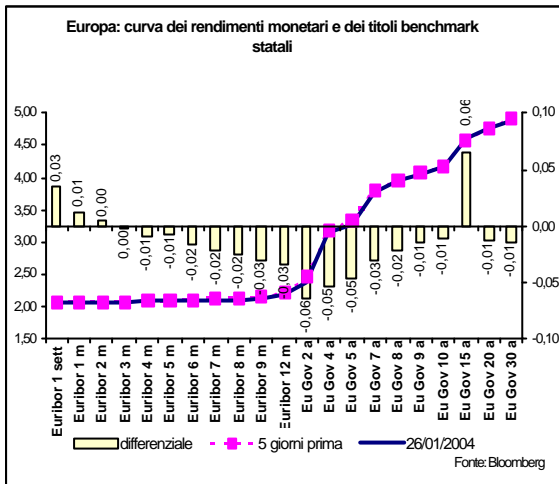
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,8	1,6	2,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,5	1,2	1,8	2,4

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.071
Italia	1.254



PANORAMA TASSI & EURO

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



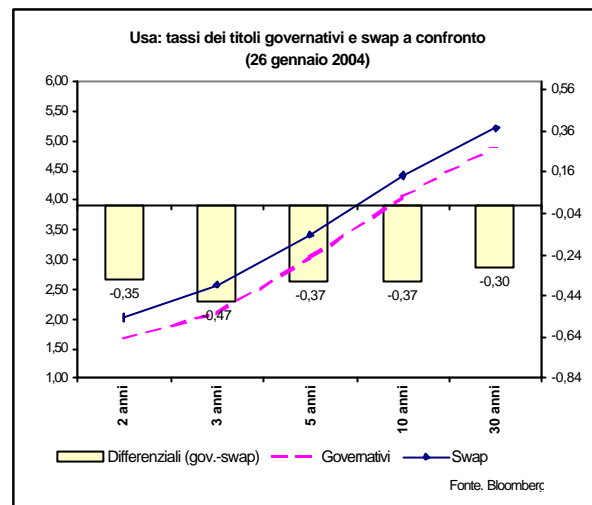
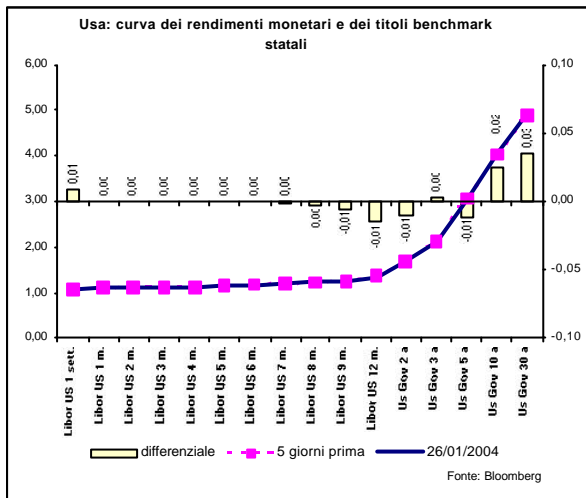
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	23/1/04	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,269	1,249	1,239	1,076	1,049	1,179	1,6	2,4	18,0	21,0
Canada	1,667	1,619	1,645	1,641	1,655	1,800	3,0	1,4	1,6	0,7	-7,4
Australia	1,635	1,626	1,688	1,819	1,856	1,910	0,6	-3,1	-10,1	-11,9	-14,4
Nuova Zelanda	1,876	1,868	1,929	1,961	1,998	2,223	0,5	-2,7	-4,3	-6,1	-15,6
Giappone	134,5	132,5	133,2	127,0	124,4	133,7	1,5	1,0	5,9	8,1	0,6
Argentina	3,675	3,557	3,673	3,394	3,531	1,180	3,3	0,1	8,3	4,1	211,5
Svizzera	1,566	1,567	1,561	1,464	1,452	1,617	-0,1	0,3	7,0	7,8	-3,1
Regno Unito	0,689	0,688	0,703	0,664	0,651	0,711	0,1	-1,9	3,8	5,9	-3,1
Svezia	9,144	9,190	9,104	9,246	9,153	9,470	-0,5	0,4	-1,1	-0,1	-3,4
Danimarca	7,450	7,449	7,442	7,437	7,429	7,450	0,0	0,1	0,2	0,3	0,0
Norvegia	8,593	8,601	8,372	7,406	7,276	8,855	-0,1	2,6	16,0	18,1	-3,0
Cipro	0,587	0,587	0,586	0,579	0,573	0,582	0,0	0,1	1,4	2,4	0,8
Repubblica Ceca	32,98	32,71	32,52	31,46	31,58	35,11	0,8	1,4	4,8	4,4	-6,1
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	262,8	267,1	262,6	248,9	236,3	251,5	-1,6	0,1	5,6	11,2	4,5
Lettonia	0,672	0,667	0,666	0,624	0,614	0,667	0,8	0,9	7,8	9,5	0,8
Lituania	3,453	3,453	3,452	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,430	0,429	0,431	0,421	0,418	0,443	0,1	-0,2	2,2	2,8	-3,0
Slovacchia	40,54	40,77	41,16	42,50	41,50	42,99	-0,6	-1,5	-4,6	-2,3	-5,7
Slovenia	237,4	237,6	236,8	230,9	230,2	189,0	-0,1	0,2	2,8	3,1	25,6
Polonia	4,6928	4,713	4,647	4,222	4,021	4,071	-0,4	1,0	11,1	16,7	15,3
Russia	36,16	35,68	36,32	34,21	33,53	25,32	1,4	-0,4	5,7	7,9	42,8
EURO	92,6	91,6	92,3	85,9	84,5	93,3	1,0	0,3	7,8	9,6	-0,8

Fonte: Datastream.

PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	23/1/04	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,313	1,301	1,323	1,525	1,572	1,598	-1,0	0,7	16,1	19,7	21,7
Australia (*)	0,770	0,763	0,739	0,592	0,562	0,516	0,9	4,2	30,1	37,2	49,3
Nuova Zelanda (*)	0,672	0,666	0,644	0,549	0,524	0,425	1,0	4,4	22,5	28,3	58,2
Giappone	106,8	106,7	107,4	118,1	118,8	131,8	-0,1	0,5	10,5	11,2	23,4
Corea del Sud	1.186	1.187	1.193	1.176	1.200	1.320	0,1	0,6	-0,9	1,2	11,4
Filippine	55,69	55,61	55,58	53,65	53,60	51,60	-0,2	-0,2	-3,7	-3,8	-7,3
Indonesia	8.414	8.356	8.500	8.885	8.950	10.370	-0,7	1,0	5,6	6,4	23,2
Singapore	1,695	1,703	1,708	1,732	1,734	1,849	0,4	0,8	2,1	2,3	9,0
Thailandia	39,15	39,05	39,63	42,64	43,11	44,05	-0,3	1,2	8,9	10,1	12,5
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,37	45,43	45,54	47,92	47,97	48,27	0,1	0,4	5,6	5,7	6,4
Argentina	2,91	2,88	2,96	3,14	3,36	1,00	-1,0	1,8	7,8	15,6	-65,7
Brasile	2,84	2,83	2,91	3,53	3,54	2,30	-0,4	2,4	24,3	24,6	-19,2
Cile	574,7	574,3	596,3	729,9	720,3	646,3	-0,1	3,8	27,0	25,3	12,5
Colombia	2.765	2.733	2.800	2.922	2.867	2.297	-1,2	1,3	5,7	3,7	-16,9
Messico	10,97	10,81	11,26	10,78	10,46	9,11	-1,5	2,6	-1,8	-4,6	-17,0
Perù	3,47	3,45	3,46	3,50	3,50	3,44	-0,5	-0,2	0,8	0,9	-0,8
Uruguay	29,52	29,42	29,27	27,45	27,20	14,75	-0,3	-0,8	-7,0	-7,9	-50,0
Venezuela	3.052	3.070	2.715	1.922	1.387	759	0,6	-11,0	-37,0	-54,6	-75,1
Israele	4,45	4,39	4,36	4,88	4,75	4,48	-1,2	-1,9	9,7	6,8	0,8
Sud Africa	7,19	7,27	6,89	8,75	8,57	12,37	1,2	-4,2	21,6	19,2	72,0
Turchia	1.324.146	1.337.251	1.427.477	1.661.927	1.643.699	1.429.847	1,0	7,8	25,5	24,1	8,0
Area dell'Euro (*)	1,269	1,249	1,239	1,076	1,049	0,904	1,6	2,4	18,0	21,0	40,5
Regno Unito (*)	1,827	1,798	1,764	1,622	1,610	1,439	1,6	3,6	12,6	13,5	26,9
Svizzera	1,243	1,264	1,257	1,363	1,383	1,650	1,7	1,1	9,7	11,3	32,8
Danimarca	5,92	6,01	6,00	6,92	7,08	8,28	1,5	1,4	17,0	19,6	40,0
Norvegia	6,72	6,88	6,76	6,88	6,97	8,87	2,4	0,5	2,4	3,6	31,9
Svezia	7,27	7,41	7,31	8,61	8,69	10,28	1,9	0,6	18,4	19,6	41,4
Russia	28,70	28,88	29,27	31,81	31,78	30,14	0,6	2,0	10,9	10,8	5,0
Polonia	3,71	3,80	3,74	3,91	3,81	3,96	2,4	0,7	5,2	2,7	6,6
Repubblica Ceca	25,98	26,19	26,24	29,21	30,14	35,27	0,8	1,0	12,4	16,0	35,8
Ungheria	208,0	214,4	210,7	231,3	224,9	272,9	3,1	1,3	11,2	8,1	31,2
DOLLARO USA	94,2	95,2	95,9	108,2	110,5	122,0	-1,1	-1,8	-12,9	-14,8	-22,8
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 27/1 AL 2/2/2004)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 28	Stati Uniti: FOMC (annuncio decisioni di politica monetaria) ☺ Area Euro: Solbes tiene conferenza stampa sui Programmi di Stabilità Area Euro: Monti parla a Parlamento Europeo
Giovedì 29	Area Euro: discorso di Trichet a Madrid Stati Uniti: dettagli del FOMC del 9 dicembre

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 27	Germania	IFO ☺	gennaio	96,9	97,4
	Regno Unito	CBI (settore industriale)	dicembre	-19	-17
	Francia	Tasso di disoccupazione	dicembre	9,6%	9,6%
		Variazione numero disoccupati	dicembre	-7.000	6.500
		Prezzi alla produzione	dicembre	0,1% m/m;0,7% a/a	0,1% m/m;0,5% a/a
Mercoledì 28	Italia	Fiducia delle imprese	gennaio	91,2	90,0
Giovedì 29	Francia	Fiducia delle imprese	gennaio	102,0	103,0
	Area Euro	M3 ds	dicembre	7,4% a/a	7,2% a/a
...3/2	Germania	Vendite al dettaglio	dicembre	-1,8% m/m	1,3% m/m
Venerdì 30	Italia	Prezzi alla produzione	dicembre	0,0% m/m;1,1% a/a	0,0% m/m;0,8% a/a
	Regno Unito	Credito al consumo	dicembre	£ 1,60 mld	£ 1,47 mld
	Area Euro	Indice di fiducia economica	gennaio	-16,0	-16,0
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 27	Stati Uniti	Indice di fiducia dei consumatori ☺	gennaio	91,3	94,5
Mercoledì 28	Stati Uniti	Ordini di beni durevoli ☺	dicembre	-2,5% m/m	2,4% m/m
		Ordini di beni durevoli (escl. sett. trasp.)	dicembre	-3,0% m/m	2,9% m/m
		Vendite nuove unità abitative	dicembre	1,08 mln	1,10 mln
Giovedì 29	Giappone	Produzione industriale	dicembre	1% m/m;2,6% a/a	-0,6% m/m;5,2% a/a
	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	24 gennaio	341.000	344.000
Venerdì 30	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	dicembre	-0,2% m/m;-0,5% a/a	0,1% m/m;-0,4% a/a
		Prezzi al consumo (nazionale) core	dicembre	-0,1% m/m;-0,1% a/a	-0,0% m/m;-0,0% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo)	gennaio	0,1% m/m;-0,5% a/a	0,1% m/m;-0,4% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo) core	gennaio	0,0% m/m;-0,1% a/a	0,0% m/m;-0,1% a/a
	Stati Uniti	Pil ☺	IV tr. 03	8,2% t/t	5% t/t
		Deflatore del Pil	IV tr. 03	1,6% t/t	1,4% t/t
		Consumi privati	IV tr. 03	6,9% t/t	3,7% t/t
		Indice di fiducia Università Michigan	gennaio	103,2	103,0
		PMI (Chicago) ☺	gennaio	61,2	65,0