

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

3 febbraio 2004
n. 4 - 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

DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE USA

Media del periodo

Periodo	Incidenza % sul totale investimenti	
	Attività reali	Att. finanziarie
1970-79	37,4	65,1
1980-89	39,6	60,4
1990-99	33,8	66,2
2000	31,3	68,7
2001	33,9	66,1
2002	37,5	62,5

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE USA

Valori %

	1995	2000	2001	2002	III trim. 2003
Circolante	15,3	13,0	14,8	16,1	15,6
Titoli	8,9	7,0	7,2	7,8	7,5
Azioni e quote di f.di comuni	45,0	48,4	45,8	44,9	45,0
Altre attività	30,8	31,6	32,2	31,2	31,9

- ✓ Il cavallo americano corre, ma beve poco. La ripresa dell'economia a stelle e strisce non arresta la flessione dei prestiti erogati dalle banche nei confronti delle imprese USA. Una debole domanda di credito si avverte soprattutto nel segmento delle imprese industriali di maggiore dimensione dove più intensa si è rivelata negli ultimi anni la diversificazione nelle fonti non bancarie di finanziamento. Una quota rilevante dei debiti finanziari delle imprese americane rimane rappresentata dai *corporate bond*.
- ✓ Oltre il 60% degli investimenti dei risparmiatori americani si rivolge alle attività finanziarie. Nel corso degli ultimi trent'anni l'interesse verso gli investimenti finanziari ha registrato un andamento altalenante. L'apice della preferenza per la finanza fu toccato nel 1999 quando la quota della ricchezza degli americani investita in azioni, fondi e *bond* toccò il 71%. Relativamente ampia anche la bancarizzazione delle famiglie americane che per il 91% sono titolari di un conto corrente.

USA: UNA RIPRESA CON POCO CREDITO ALLE IMPRESE

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

- La ripresa in atto non arresta la flessione del credito alle imprese, in discesa da quasi due anni e mezzo (-6,9% nel 2003).
- L'andamento degli investimenti produttivi può contribuire a spiegare il fenomeno ma solo fino all'inizio del 2003.
- Un ruolo importante nel determinare il fenomeno spetta sicuramente ai *corporate bonds*.
- La minore offerta di credito tocca soprattutto le imprese di maggiori dimensioni; i finanziamenti alle realtà produttive minori registrano, infatti, un incremento.

L'economia americana sta riprendendo velocità. Nel 2003 il suo tasso di crescita reale è tornato sopra il 3%, accentuando così il divario con l'area euro che, al contrario, continua a versare in una condizione di quasi stagnazione. L'ulteriore accelerazione prevista nel 2004 (crescita reale oltre il 4%) dovrebbe riportare gli Stati Uniti in prossimità del potenziale di crescita di lungo periodo. Il settimo rialzo consecutivo realizzato a dicembre dal superindice del Conference Board e l'andamento dei bilanci delle imprese relativamente all'ultima parte del 2003 forniscono una solida base a questa previsione.

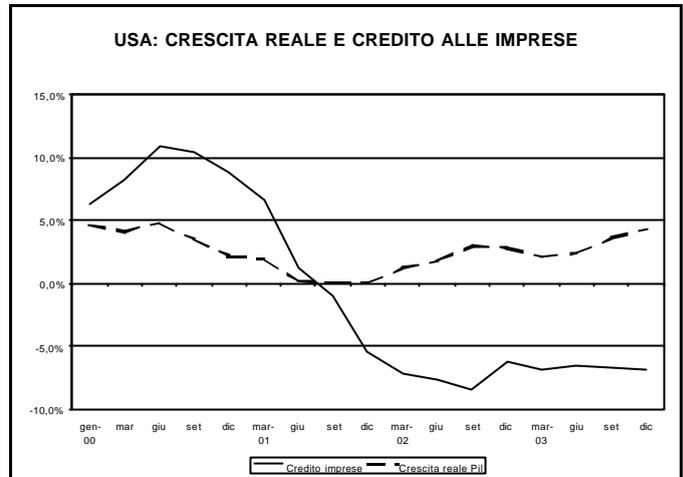
L'attuale fase di espansione ha caratteristiche peculiari. Una di queste riguarda il credito. Nel dicembre scorso i prestiti alle imprese (*commercial & industrial loans*) hanno registrato la 29° flessione tendenziale consecutiva, risultando del 6,9% inferiori al dato di dodici mesi prima e del 12,8% a quello di dicembre 2001. Negli ultimi sessanta anni un declino così prolungato si è registrato solo altre quattro volte, l'ultima all'inizio degli anni '90 quando durò 35 mesi.

Il fenomeno è probabilmente dovuto a più cause, tra loro concorrenti. La prima è rappresentata dal modesto livello di utilizzazione della capacità produttiva: alla fine del dicembre scorso questa si collocava al 75,8%, poco al di sopra del minimo degli ultimi quattro anni (74,0% a giugno 2003) e oltre sei punti al di sotto della media 2000, quando la crescita economica era su livelli paragonabili a quelli attuali. Se però è vero che gli investimenti delle imprese hanno registrato un andamento debole o negativo per oltre due anni, a partire dal secondo trimestre di quest'anno si sono percepiti chiari segnali di risveglio, in particolare nella componente macchinari e software. Questa ripresa degli investimenti non ha, però, modificato il trend dei prestiti bancari alle imprese.

La seconda possibile angolazione per spiegare un rallentamento così prolungato del credito bancario all'economia fa invece riferimento alla composizione delle fonti di finanziamento delle imprese americane. Il dato da rilevare in questo caso è la forte crescita del ruolo dei *corporate bonds*: a fine settembre 2003 questi rappresentavano il 57,2% dei debiti finanziari, rispettivamente 8,5 e 1,6 punti percentuali in più rispetto alla fine del 2000 e del 2002. La crescita delle obbligazioni societarie (a 2.852 miliardi di dollari alla fine del terzo trimestre 2003, +141 mld rispetto a fine 2002) è avvenuta a spese di quasi tutte le altre fonti di finanziamento ma in particolare del credito bancario (a 695 miliardi di dollari, -51 mld). Il livello storicamente basso dei rendimenti richiesto dai mercati finanziari ha spinto, soprattutto le grandi imprese, a finanziarsi con un minore ricorso al credito bancario e ad allungare la scadenza dell'esposizione finanziaria. Ne è derivata una crescita più pronunciata degli strumenti con durata più lunga: il peso dell'esposizione a lungo termine è così salito dal 61% a fine 1999, al 65,4% a fine 2001, al 70,5% a fine settembre 2003. Si deve poi aggiungere che la capacità di autofinanziamento ha registrato un andamento favorevole (+7% nei primi nove mesi 2003 rispetto al dato 2002).

La terza spiegazione guarda al lato dell'offerta. Esaminando le statistiche bancarie si rileva, infatti, che nel 2002 (i dati 2003 non sono ancora disponibili), la consistenza dei *commercial & industrial loans* presso le maggiori banche americane (le prime 100) ha subito una flessione superiore al 10%, come già l'anno precedente; viceversa, le banche di minore dimensione continuano a registrare una trend di crescita positivo. Inoltre, la flessione dei finanziamenti è decisamente accentuata nei confronti delle imprese di maggiori dimensioni mentre non è rilevabile nei confronti delle imprese minori. Le due circostanze si prestano, in parte, ad una lettura congiunta: i prestiti alle piccole imprese sono, infatti, la parte prevalente dei finanziamenti erogati alle imprese dalle banche minori (quasi 60% nel 2002) e risultano in significativa crescita (48% nel 1994), diversamente da quanto avviene per le banche maggiori (incidenza stabile 16% nello stesso arco di tempo). Le politiche di offerta del credito delle banche maggiori sembrano, in effetti, aver subito importanti correzioni nel recente passato sia sotto il profilo del *mark up* (aumentato) sia per quanto riguarda la disponibilità a concedere i finanziamenti. Uno studio della Federal Reserve indica negli scandali societari emersi con il caso Enron una delle cause che hanno spinto le grandi banche americane a rivedere in senso restrittivo il loro atteggiamento nei confronti delle grandi imprese. Alle argomentazioni sopra esposte si può aggiungere che in questi ultimi tempi alle banche americane la domanda di credito non è certo mancata. Una forte domanda di mutui fondiari (+15,3% nella media del 2003 rispetto al 2002) ha, infatti, compensato la più debole domanda di finanziamenti da parte delle imprese. Lo scorso anno i finanziamenti bancari complessivi sono così cresciuti in media del 7,5%.

E' opportuno, infine, ricordare che una quota significativa dei *corporate bonds* finisce anche nel portafoglio delle banche: il rapporto tra obbligazioni societarie in portafoglio e prestiti erogati alle imprese è passato dal 26% del 2000 al 53% del settembre 2003. Tra le ragioni che possono aver spinto questa crescita c'è da un lato la più flessibile diversificazione (geografica, settoriale e dimensionale) che questo strumento finanziario consente, dall'altro anche considerazioni di redditività (a fronte soprattutto di minori garanzie, i titoli di debito *corporate* offrono remunerazioni più elevate dei normali *spreads* bancari).



L'ALTALENA DEGLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE USA

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

- La scelta di investimento delle famiglie americane risente fortemente degli andamenti del mercato azionario. Attualmente il 45% delle attività finanziarie è investito in azioni e fondi comuni.
- Negli ultimi 30 anni la presenza dell'orso o del toro ha determinato la preferenza per le attività reali o finanziarie.
- Il 7% delle famiglie americane non detiene alcuna attività finanziaria ed il 9% è senza conto corrente.

L'allocatione della ricchezza delle famiglie americane è sempre stata prevalentemente indirizzata verso gli investimenti in attività finanziarie. A queste ultime è stata destinata una quota variabile tra il 60 ed il 70% del patrimonio con la parte restante investita in diverse attività reali. Essendo la maggior parte dell'investimento finanziario (oltre il 40%) impiegato in titoli azionari e quote di fondi comuni soggetti a rapide variazioni dei corsi, ne è derivato che la proporzione tra le diverse attività ha subito spostamenti significativi. I diversi cicli economici e gli andamenti del mercato azionario hanno infatti condizionato le preferenze per i vari tipi di investimento e parallelamente variato il valore degli investimenti.

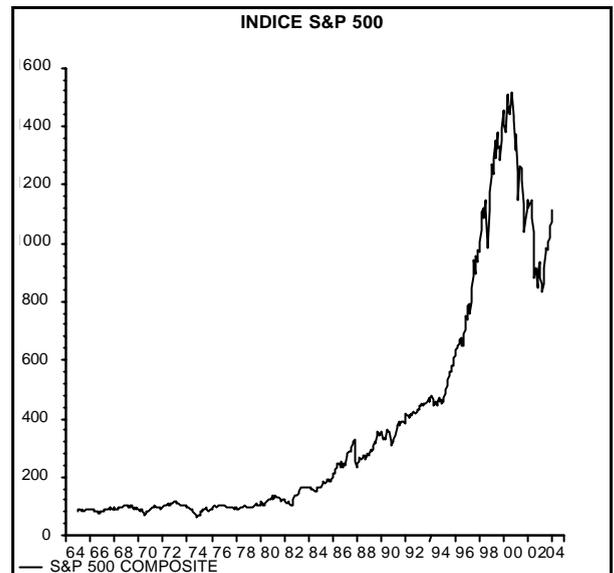
Agli inizi degli anni '70 l'economia americana entrò in recessione. Nel decennio 1970-80 il tasso di crescita della produttività scese all'1,8% annuo, l'inflazione era a due cifre, un clima economico non favorevole già anticipato dal mercato azionario. A partire dal 1968, infatti, un continuo declino dei corsi portò l'indice S&P 500 a perdere oltre la metà del suo valore raggiungendo livelli contenuti che si protrassero fino al 1982. In quegli anni si concretizzò un graduale incremento della quota delle attività delle famiglie americane investita in attività reali, quota che passò dal 35% del 1970 al 40% del 1980.

Gli anni tra il 1980 ed il 1990 segnarono una situazione di consolidamento e sostanziale stabilità nel rapporto tra le due tipologie di investimento (40% per le attività reali e 60% per quelle finanziarie) con incrementi comunque vivaci per entrambi gli aggregati. Nel 1981 le attività reali toccarono il loro massimo (41% circa).

Gli anni '90 sono stati caratterizzati da un forte incremento della produttività sostenuto da una rilevante crescita economica e da un rinnovato *appeal* del mercato azionario, anche in conseguenza al rapido sviluppo di molte società operanti nell'*high tech*. La prospettiva di guadagni rapidi e consistenti ha incoraggiato le famiglie ad orientarsi più intensamente verso l'investimento finanziario. Tra l'inizio e la fine del decennio la quota dell'investimento finanziario si è incrementata di 10 punti percentuali toccando l'apice del 71% nel 1999 (di cui oltre il 45% in azioni).

Negli anni più recenti il rapido declino dei corsi azionari ha determinato un nuovo ridimensionamento dell'esposizione azionaria a favore di attività più liquide (circolante, depositi bancari, fondi d'investimento monetari) o all'opposto in investimenti immobiliari. Nell'ambito degli investimenti finanziari alcuni fattori hanno poi determinato significativi processi di ricomposizione. Da una parte l'introduzione di incentivi fiscali e la possibilità di scelta del profilo di rischio hanno favorito un'ampia diffusione dei fondi pensione la cui quota è attualmente al 32% delle attività finanziarie. Tale indirizzo è stato adottato anche da alcune grandi imprese che lasciano ai dipendenti la decisione delle politiche di investimento nel mercato azionario della propria quota di fondo pensione. Dall'altra l'obiettivo di diversificare maggiormente i propri investimenti ha determinato la rapida crescita dei fondi di investimento azionari ed obbligazionari. Ciò non ha influito sul peso complessivo dell'investimento azionario ma ha prodotto una traslazione dall'investimento diretto a quello indiretto. Una recente indagine dell'ICI (Investment Company Institute) indica che circa il 48% delle famiglie americane ha sottoscritto un fondo di investimento.

Nel complesso la mancata detenzione di una qualsiasi attività finanziaria è evento piuttosto raro negli Stati Uniti. Dall'ultima indagine della Federal Reserve (dati riferiti però al 2001) che mira a ricostruire la mappa degli strumenti finanziari nel portafoglio delle famiglie emerge che tra esse il 93% ne deteneva almeno una. Dalla stessa indagine emerge che il 9% delle famiglie americane non dispone di un conto corrente. Secondo l'ABI in Italia la popolazione non "bancarizzata" sarebbe circa il 20%.



DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE
Media del periodo

Periodo	Incidenza % sul totale investimenti	
	Attività reali	Att. finanziarie
1970-79	37,4	65,1
1980-89	39,6	60,4
1990-99	33,8	66,2
2000	31,3	68,7
2001	33,9	66,1
2002	37,5	62,5

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE
FAMIGLIE
Valori %

	1995	2000	2001	2002	III trim. 2003
Circolante	15,3	13,0	14,8	16,1	15,6
Titoli	8,9	7,0	7,2	7,8	7,5
Azioni e quote di f.di comuni	45,0	48,4	45,8	44,9	45,0
Altre attività	30,8	31,6	32,2	31,2	31,9

Fonte: Federal Reserve, Datastream.

IL BRASILE BUSSA ALLA PORTA DEI GRANDI

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

- **Riacquistata la fiducia dei mercati, il Brasile ha ora bisogno di crescere. La riforma fiscale e quella tributaria potranno liberare risorse per lo sviluppo e favorire un maggiore afflusso di capitali esteri nel Paese.**
- **Nel 2004, la crescita del Pil brasiliano è prevista intorno al 3,5%, con un'inflazione di circa il 6%. Nel medio-lungo periodo, il Brasile potrebbe candidarsi, insieme ad altri grandi emergenti, a forza economica mondiale in grado di competere con i maggiori paesi industriali.**

Il 2003 è stato per il Brasile l'anno del riequilibrio finanziario. Il rischio paese si è ridotto di circa l'80 per cento. Lo spread sui titoli brasiliani rispetto a quelli del Tesoro statunitensi si è portato attualmente al di sotto dei 500 punti base dai 2400 dell'autunno 2002. Stabilizzata la situazione di mercato, incanalata l'inflazione verso livelli non lontani dall'obiettivo del 5,5% fissato dalla Banca centrale per il fine 2004, il Brasile comincia ora, sia pure lentamente, a crescere. Il 2003 si è concluso con un incremento del

prodotto interno lordo di circa mezzo punto percentuale, sulla spinta di un forte impulso dell'export e del boom del settore agricolo. Nel 2003, il Brasile è divenuto il primo esportatore di soia nel mondo, superando gli Stati Uniti. Nell'anno in corso, il tasso di sviluppo dovrebbe raggiungere almeno il 3,5%. I sette tagli consecutivi del tasso Celic di riferimento – attualmente è al 16,5% dal 26,5% di giugno scorso – dovrebbero dispiegare i propri effetti nel corso dell'anno. Anche le due importanti riforme strutturali di recente approvate, delle pensioni e del fisco, potranno contribuire a irrobustire lo sviluppo. La riforma delle pensioni porterà benefici significativi al bilancio pubblico: il deficit del sistema previdenziale ammonta al 3,5% circa del prodotto interno lordo (intorno ai 20 miliardi di dollari) e rappresenta la voce di gran lunga più importante del disavanzo pubblico, che è pari al 5,5% del Pil. La riforma tributaria ha incontrato qualche difficoltà in più. Il governo ha dovuto rinunciare all'elemento strutturale forse più importante: l'eliminazione delle cosiddette imposte a cascata, ovvero la semplificazione del sistema con l'introduzione di un'unica imposta sul valore aggiunto, chiesta con insistenza da diversi ambienti economici.

Il presidente Lula ha bisogno ora che l'economia torni a crescere per sostenere la sua popolarità, che resta peraltro altissima, e dare maggiore slancio al suo programma, imperniato sul miglioramento delle condizioni sociali e della distribuzione del reddito, che in Brasile resta una delle più sperequate del mondo. Un piano finora penalizzato dall'austerità fiscale – il surplus primario del 4,25% del Pil è stato superato – e con una macchina governativa ancora poco efficiente. Per un ritorno a una crescita sostenuta, il Brasile ha bisogno di un maggiore afflusso di capitali esteri nel paese. L'appello è stato rivolto da Lula in persona proprio nei giorni scorsi. Prioritario rimane altresì il miglioramento della qualità della spesa pubblica, l'approfondimento delle riforme strutturali e l'attuazione di un'agenda di policy sul piano macroeconomico. Nella direzione di dare impulso al potenziale di crescita del paese e creare un migliore clima sociale va la recente manovra di rimpasto di governo. Sono stati inseriti due nuovi membri: Patrus Ananias, ministro per lo sviluppo sociale e la lotta alla fame, e Tarso Genro, nuovo ministro dell'istruzione, con il compito delicatissimo di attuare la riforma dell'università.

Autorevoli ricerche hanno individuato il Brasile come uno dei tre paesi emergenti in grado di incalzare le posizioni dei grandi. Entro pochi lustri, le tre economie di Brasile, Cina e India potrebbero diventare una forza dell'economia mondiale in grado di competere con i grandi. Le proiezioni di crescita, ricchezza pro-capite e movimenti valutari potrebbero essere sorprendenti. Le economie dei tre paesi (che oggi valgono circa il 14% del G-6) sarebbero infatti destinate a crescere in misura esponenziale rispetto ai grandi industrializzati. Già a fine decennio, si può stimare che la domanda complessiva dei tre grandi "outsider" potrà superare la metà di quella espressa dal G-6. I maggiori potenziali di crescita attireranno i capitali internazionali, autoalimentando il circolo virtuoso.

Ma torniamo al breve periodo. La crescita del Brasile nel 2004, prevista intorno al 3,5%, sarà trainata dalla domanda interna che, dopo una flessione di oltre 4 punti percentuali nel 2003, potrà far registrare un incremento prossimo al 5%. Il contributo maggiore proverrà dai consumi privati, la cui dinamica sarà favorita dall'incremento dei salari minimi del 20% entrato in vigore a fine 2003. Anche gli investimenti fissi conferiranno un sensibile apporto allo sviluppo. Determinanti saranno le scelte commerciali del Brasile, soprattutto in merito alla costituenda area di libero scambio delle Americhe. L'inflazione dovrebbe significativamente diminuire e collocarsi intorno al 6% nella media 2004. I tassi di interesse potranno scendere ulteriormente fino a portarsi al di sotto del 15% entro fine periodo. Il debito estero non è nel complesso elevato. L'apprezzamento del real sulla valuta statunitense ha contribuito ad alleggerire la consistente quota di debito a breve, in gran parte espressa in dollari.

Brasile

	2002	2003	2004
Popolazione (milioni di abitanti)	174,6		
Pil pro capite (in US\$)	2.900		
Pil (var. % annua)	1,5	0,5	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	12,5	9,5	6,1
Cambio real/US\$ (media annua)	2,90	2,60	2,75
Saldo partite correnti (in % Pil)	-1,7	0,8	-1,0

fonte: IIF e ns. elaborazioni

INDONESIA: PROMESSE E RIFORME IN ATTESA DELLE ELEZIONI

S. Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- L'anno elettorale si è aperto in Indonesia con attese da parte dei cittadini di realizzazione di almeno una parte delle riforme promesse. Il presidente Soekarnoputri, che quasi certamente verrà rieletto, deve tuttavia fronteggiare una perdita di credibilità del proprio partito.
- La volontà di mantenere il consenso ha continuato a concretizzarsi in promesse quali una riforma fiscale e un'accelerazione del processo di privatizzazione, ma i tempi stretti e una strenua opposizione sembrano ostacolare la realizzazione a breve di questi obiettivi.
- Cresce in modo contenuto il Pil e si riduce il tasso di inflazione. Il tasso di cambio della rupia rimarrà stabile dopo l'apprezzamento registrato nel 2003.

PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI 2001-2003

VARIABILI	2001	2002	2003
Crescita del Pil	3,3%	3,6%	4,1%
Tasso di inflazione	11,5%	11,9%	6,6%
Esportazioni - merci (mld. Usd)	67,3	52,5	55,1
Esportazioni - servizi (mld. Usd)	7,5	5,7	6,1
Importazioni - merci (mld. Usd)	34,7	31,7	36,5
Importazioni - servizi (mld. Usd)	24,8	22,9	24,1
Debito estero in % del Pil	53,8	50,3	49,7
Deficit bilancio pubblico in %	-3,6	-1,6	-2,0
Tasso di cambio rupie per 1 Usd	10.260	9.311	8.420

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati EIU

Alla vigilia delle elezioni parlamentari e di quelle presidenziali, che si terranno rispettivamente ad aprile e luglio prossimi, si cominciano a tracciare bilanci e a delineare nuove strategie politiche. I due partiti nazionalisti, il PDIP (Partito democratico per la lotta) e il Golkar (partito dei militari) continueranno a prevalere, ma il peso relativo del secondo sembra destinato a crescere. Nonostante un aumento di consensi per il Golkar, il partito di Suharto che prese il governo nel 1965 con un colpo di Stato, non sembra essere in discussione la rielezione a presidente della Soekarnoputri, leader del PDIP e figlia del primo presidente dell'Indonesia Ahmed Soekarno. In ascesa anche il PKB (partito nazionalista islamico) che rimane tuttavia molto distante dagli altri due avendo conquistato alle elezioni del 1999 51 seggi contro i 120 del Golkar e i 154 del PDIP.

Il partito di governo ha perso consensi soprattutto a causa degli scarsi risultati nella lotta alla corruzione e a un aumento del tasso di disoccupazione del paese. Nel tentativo di ricreare un clima di fiducia il governo ha varato un ambizioso piano fiscale per limitare la discrezionalità delle autonomie locali nell'imporre tasse. E' prevista inoltre una politica di incentivi per accelerare il processo di privatizzazione. Questo punto sembra essere piuttosto controverso: l'opposizione parlamentare non è assolutamente favorevole alla vendita di attività pubbliche ai privati, in particolare stranieri; sulla stessa linea i sindacati del settore pubblico che hanno dichiarato di essere disposti ad effettuare azioni di protesta a tutela dei propri interessi.

Altri obiettivi dichiarati dal governo riguardano l'aumento dell'occupazione rurale, un riassetto del settore industriale e uno snellimento del sistema giudiziario. Al di là della propaganda politica, in un anno caratterizzato dalla campagna elettorale, la possibilità di una concreta realizzazione degli obiettivi appare piuttosto remota.

La crescita del Pil nel 2003 ha raggiunto il 4,1% e per il 2004 ci si attende un modesto incremento fino al 4,5% raggiunto grazie a stimoli derivanti da un aumento della spesa pubblica, dall'incremento dei consumi privati e della domanda di export. I consumi delle famiglie saranno sostenuti anche da un tasso di inflazione inferiore a quello degli ultimi anni e da un livello contenuto dei tassi di interesse. Il contributo alla crescita legato agli investimenti beneficerà da un lato delle iniziative di sviluppo nei settori del gas e del petrolio, ma dall'altro potrebbe risentire in parte del clima di incertezza elettorale. Assumendo uno scenario di stabilità politica una ripresa decisa degli investimenti è rimandata al 2005.

I prezzi al consumo nel mese di dicembre hanno fatto registrare un +5,1%, che ha portato la media del 2003 al 6,6%, in calo significativo rispetto all'11,9% del 2002. La diminuzione della pressione inflazionistica nel 2003 è spiegabile in gran parte con un modesto apprezzamento della rupia, con una dinamica di crescita dei salari contenuta e una debolezza nella capacità di utilizzazione produttiva ferma tra il 40 e il 50%. Nonostante il mantenimento di queste condizioni, per il 2004 non sembrano esserci i presupposti per ulteriori rallentamenti nella dinamica dei prezzi al consumo, che si assesteranno su valori prossimi a quelli dello scorso anno.

La crescita in valore dell'export nei primi 11 mesi del 2003 è risultata pari al 6,3%, alimentata soprattutto dai prezzi del gas, del petrolio e dei prodotti agricoli, oltre che da un incremento nella domanda da parte di mercati non tradizionali. Anche la dinamica delle importazioni fa registrare un aumento su base annua del 5,8% tra gennaio e novembre 2003, per effetto soprattutto dell'apprezzamento della rupia e della buona dinamica dei consumi privati. Nel complesso ci si attende una modesta crescita del surplus commerciale, ma una riduzione del surplus di parte corrente per effetto di un deficit nel settore dei servizi. Permane l'incertezza sull'andamento del turismo, penalizzato dall'instabilità politica e da diffusi timori legati al terrorismo.

EPIDEMIE AVIARIE: LA STORIA SI RIPETE

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

- **La diffusione del virus dell'influenza aviaria (H5N1) in Asia ha provocato alla fine di gennaio l'eliminazione di 10 milioni di capi.**
- **Tra i paesi più colpiti economicamente vi sono la Thailandia (principale esportatore dell'area) e il Vietnam. Giappone e Unione europea (principali importatori di carni avicole thailandesi) hanno bloccato le importazioni a tempo indeterminato.**
- **Quello dell'influenza aviaria non è un virus nuovo: dal 1997 (in cui per la prima volta si trasmise all'uomo) si sono verificate 5 epidemie. Lo scorso anno due casi (nei Paesi Bassi e in Corea del Sud) sono passati inosservati all'opinione pubblica a causa del maggior timore per la SARS.**

L'influenza aviaria, identificata per la prima volta in Italia circa 100 anni fa, è un virus che colpisce tutte le specie di uccelli, con particolare virulenza per i polli e i tacchini di allevamento. Quella in corso in Asia in questo periodo è la quinta epidemia di questo genere che infetta anche l'uomo, dopo quella del 1997 a Hong Kong, in cui per la prima volta il virus passò dagli uccelli all'uomo causando 6 decessi su un totale di 18 contagi. Il tasso di mortalità riportato allora (33%) si rivelò ben più elevato di quello della SARS (9,8%). Le autorità sanitarie di Hong Kong bloccarono in quell'occasione le importazioni di prodotti avicoli dalla Cina ed eliminarono l'intera popolazione avicola dell'isola (circa un milione e mezzo di uccelli in tre giorni). Il costo dell'operazione fu di 13 milioni di dollari (cui va aggiunto il crollo del turismo), ma la tempestività dell'intervento limitò i decessi umani scongiurando, secondo gli esperti, una possibile pandemia. Un'epidemia analoga si ebbe nello stesso periodo anche in Cina, ma in quel caso i costi non furono quantificati.

In realtà, la trasmissione dei virus dagli animali all'uomo non è nuova: circa il 60% delle attuali patologie umane, infatti, o di quelle che si sono verificate negli ultimi 20 anni, sono state originate da virus degli animali.

Nei paesi asiatici colpiti dalla recente epidemia, alla fine di gennaio sono stati già soppressi dieci milioni di animali: per il complesso dell'area il virus potrebbe avere importanti ripercussioni economiche ma anche sociali, visto che la sussistenza di gran parte della popolazione più povera (che solo da poco ha visto la possibilità di aumentare il consumo di proteine animali) è garantita da questo settore. Per il momento, a differenza di quanto avvenne nel caso della SARS, la diffusione dell'epidemia non dovrebbe avere ripercussioni sul settore turistico, che rappresenta una risorsa importante per la regione. Tuttavia, le cose cambierebbero nel caso in cui si realizzasse l'ipotesi peggiore, ovvero che il virus possa mutare e trasmettersi da uomo a uomo.

Le ripercussioni economiche peggiori si avranno probabilmente in Thailandia: l'industria avicola rappresenta infatti una delle principali attività del paese e il complesso delle vendite all'estero di questo settore la pongono al quarto posto al mondo per quantità di polli esportati (lo scorso anno il fatturato delle esportazioni avicole del paese è arrivato a 1,3 miliardi di dollari). Complessivamente, circa un quarto della popolazione ha un reddito legato alle produzioni delle 3,2 milioni di aziende agricole familiari. Secondo stime condotte dagli stessi thailandesi, il costo dell'influenza aviaria dovrebbe rappresentare lo 0,9% del Pil. Questo nell'ipotesi ottimistica che le esportazioni (oggi bloccate dai principali acquirenti: Giappone e Unione europea) riprendano a ritmi pre-H5N1 entro cinque mesi. Ipotesi peraltro già ora poco realistica, visto che le autorità giapponesi hanno dichiarato la sospensione delle importazioni per un periodo di almeno tre mesi oltre la fine della crisi. Il provvedimento si somma al blocco delle importazioni di carni aviarie dalla Cina, dove lo scorso anno si era scoperto un focolaio di virus nelle oche. L'allarme si è accompagnato a un crollo del consumo di carni avicole da parte dei giapponesi, che ha provocato un calo dei prezzi di oltre il 15%.

La Ue, tra i vari paesi asiatici colpiti dal virus, importa pollame solo dalla Thailandia (per un ammontare complessivo di 128.000 tonnellate nel periodo gennaio-ottobre 2003) ma, successivamente alla scoperta del virus, le importazioni di pollame e prodotti derivati thailandesi è stata sospesa a tempo indeterminato.

Il Vietnam è, tra i paesi interessati dal contagio, quello con il maggior numero di vittime umane. Anche qui il virus rischia di avere pesanti conseguenze economiche: secondo stime ufficiali, in Vietnam vi sono 254 milioni di polli e anatre e 2.300 allevamenti ufficiali, ma molti animali sono allevati direttamente dalle famiglie (si stima che l'80% dei 10 milioni circa di famiglie possiede circa 20 capi) che spesso rifiutano di disfarsene.

L'influenza aviaria, peraltro, non è una prerogativa dei paesi asiatici: l'ultima epidemia in Europa, infatti, è costata (direttamente e indirettamente) circa 600 milioni di euro e la morte di 14 milioni di animali. Tra il 1983 e il 1984 negli Stati Uniti un virus analogo (H5N2) nel giro di sei mesi portò alla morte di 17 milioni di uccelli, con un costo pari a 65 milioni di dollari. Anche in Italia, di recente (1999-2001) il virus si è presentato con un'elevata virulenza portando all'eliminazione di 13 milioni di uccelli in nove mesi. Lo scorso anno, infine, la paura della SARS ha nascosto all'opinione pubblica un'epidemia di influenza aviaria nei Paesi Bassi (11 milioni di polli uccisi) e nella Corea del Sud a dicembre.

In generale, il pericolo è che un ritardo nel controllo della malattia possa prolungare il contagio per un lungo periodo, come accadde in Messico nel 1992, quando un'epidemia con una bassa virulenza iniziale peggiorò successivamente e venne completamente controllata solo nel 1995.

PAESI CON EPIDEMIE IN CORSO DI INFLUENZA AVIARIA al 28 gennaio 2004

	Data di accertamento	Contagio umano
CINA	27-gen	0
LAOS	27-gen	0
PAKISTAN	26-gen	0
INDONESIA	25-gen	0
TAILANDIA	23-gen	3 (2)*
CAMBOGIA	23-gen	0
TAIWAN	15-gen	0
GIAPPONE	12-gen	0
VIETNAM	23-dic-03	8 (6)*
COREA DEL SUD	15-dic-03	0

* di cui decessi

I dati sono riferiti al 30 gennaio 2004. Si tratta di infezioni e morti accertate.

Fonte: Organizzazione mondiale della sanità, febbraio 2004

NELLA MODA VINCE LA FILIERA

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

- L'industria italiana del tessile-abbigliamento esce da un biennio difficile ma torna a guardare con cauto ottimismo ai prossimi mesi. La ripresa arriverà ma sarà graduale e un vero recupero di redditività per le aziende sarà possibile solo dal 2005.
- In un quadro congiunturale critico, le aziende di filiera, integrate verticalmente e presenti nella distribuzione hanno contenuto la fase recessiva dell'ultimo biennio. Grazie alla presenza diretta sul fronte del sell-out, riescono a cogliere "in tempo reale" i segnali di inversione di tendenza e a rinnovare tempestivamente l'offerta verso il pubblico.

Il 2003 si è concluso per l'industria della moda italiana, con un calo del fatturato stimato intorno al 4% (-2,5% nel 2002), per un valore poco superiore ai 44 miliardi di euro. Il successo delle creazioni italiane non è servito a frenare, anche a causa dell'euro forte, la lenta erosione del saldo commerciale che dai circa 15 miliardi del 2001 è sceso a poco più di 12 nel 2003, con una perdita del 16%. Sul mercato nazionale, dopo un primo bimestre di lieve ripresa dei consumi, i quattro successivi hanno mostrato arretramenti compresi tra lo 0,7 e il 4,1%. L'ultimo dato disponibile, relativo al bimestre settembre-ottobre, segnala una flessione dell'1,1%.

E' sul fronte estero, tuttavia, che il sistema moda ha incontrato le maggiori difficoltà. La debolezza dei consumi nei paesi europei, principali mercati di sbocco, e la minore competitività legata allo sfavorevole andamento dell'euro rispetto al dollaro hanno determinato, nel 2003, una flessione delle esportazioni stimata al 4,7% rispetto al 2002. Gli effetti dell'euro forte sono stati particolarmente evidenti nell'andamento dell'export negli Stati Uniti, terzo mercato della produzione di moda italiana. Nei primi nove mesi del 2003, l'export di moda italiana diretto negli USA, è risultato in aumento del 10,4% misurato in dollari. La rivalutazione dell'euro sul biglietto verde, che nello stesso periodo è stata dell'11% circa, ha ridimensionato notevolmente la performance.

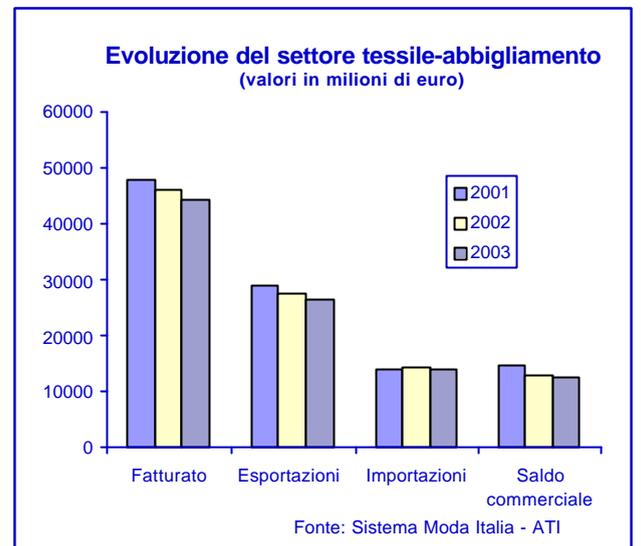
Sul fronte delle importazioni, complessivamente in flessione del 2,3% rispetto al 2002, sono apparse in controtendenza quelle provenienti da Pechino aumentate del 38% in quantità e del 14% in valore. La quota sui consumi finali di abbigliamento soddisfatta dalle importazioni cinesi raggiungeva già il 6,5% nel 2001.

La congiuntura negativa non ha colpito tutti i comparti della moda: l'abbigliamento junior ha mostrato una discreta tenuta del fatturato (-0,3%) e delle esportazioni (+0,2). Per il segmento maschile, è stata la camiceria il segmento più soddisfacente (+6,5%), seguita dall'abbigliamento in pelle (+2,5%) e dall'intimo (+1,4%). Similare l'andamento del segmento femminile che ha mostrato una crescita di camiceria del 3,9% e dell'abbigliamento in pelle (+2,6%).

In un quadro congiunturale critico, una nota positiva è la "tenuta" delle aziende italiane di filiera, integrate verticalmente e presenti nella distribuzione. Le aziende classificate in questa categoria, oltre ad aver segnato una buona performance nel contenere la fase recessiva dell'ultimo biennio, sono le prime a cogliere i segnali di un recupero. Molto probabilmente, essendo tali aziende presenti sul fronte del sell-out, riescono a cogliere "in tempo reale" i segnali di inversione di tendenza nel ciclo dei consumi finali e a rinnovare tempestivamente l'offerta verso il pubblico. Questa strategia di rapido cambio di proposte ha anche come secondo effetto quello di stimolare costantemente la voglia di acquisto nei consumatori: infatti, le catene di distribuzione (che sono il tipico terminale delle aziende di filiera) oltre ad aver retto alla fase recessiva degli ultimi due anni, hanno incrementato costantemente la propria quota di mercato, che in Italia ormai sfiora il 20% dell'offerta retail complessiva.

Il 2003 ha confermato per la moda il trend di crescita delle operazioni di M&A (fusioni e acquisizioni) a livello mondiale. Le operazioni effettuate sono state 174 in aumento del 7% rispetto al 2002. La maggior parte delle operazioni ha interessato il settore abbigliamento (30) ma anche lo sportswear (12) e il tessile (11). Più attive, al contrario degli scorsi anni, dove la scena era dominata dai grandi gruppi, sono state le aziende di medie dimensioni europee, che hanno totalizzato la maggior parte delle operazioni. Il fenomeno si spiega con la combinazione di due eventi: alcune piccole e medie aziende, a causa della crisi del comparto, sono passate di proprietà e, allo stesso tempo, alcuni grandi gruppi hanno ceduto le partecipazioni nelle attività meno strategiche.

Quanto alle previsioni per l'anno in corso, è ipotizzabile un primo semestre ancora debole, sull'onda del trend dell'ultima parte del 2003. I primi segni di ripresa arriveranno nel secondo semestre, coinvolgendo per primo il comparto più ciclico, quello a monte della filiera (tessile). I comparti a valle saranno meno reattivi, ma per il settore nel complesso è ipotizzabile una crescita media annua intorno al 3%, grazie al consolidamento della ripresa internazionale e al recupero di fiducia dei consumatori occidentali. La ripresa sarà tuttavia graduale e l'export potrà riacquistare vivacità solo nel 2005 quando il rafforzamento della domanda dei paesi ad alto reddito stimolerà la produzione di fascia alta, l'unica in grado di contrastare la concorrenza delle economie emergenti.



LA PAUSA DI RIFLESSIONE

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

Le preoccupazioni per una politica monetaria più stringente si sono subito tradotte in una virata al ribasso di Wall Street, soprattutto del Nasdaq, ed un calo dei T-bond.

Il mercato non ha perso tempo a interpretare le parole di Greenspan in senso "restrittivo", percependo un mutato atteggiamento in tema di tassi e un monitoraggio più stretto delle variabili inflattive. Questo "mettere le mani avanti" da parte della Fed ha scosso anche i mercati valutari con il ripristino del *trend* discendente del dollaro.

Malgrado momentanei effetti di *overshooting* (temporanei discostamenti dai fondamentali), la debolezza della divisa americana assorbe in parte la forza delle importazioni per valorizzare la spinta delle esportazioni, alimentando così un circolo virtuoso di riequilibrio della bilancia. Il flusso di vendite sui mercati obbligazionari non va a compensare direttamente il serbatoio azionario, ma si travasa piuttosto in posizioni ad alto tasso di liquidità, come fondi monetari e conti di deposito.

Prima di dirigersi verso i listini, infatti, le risorse finanziarie vengono filtrate da un elevato premio al rischio.

Con il susseguirsi dei rialzi (da marzo 2003) si riduce progressivamente il ventaglio di opportunità, crescono le aspettative di correzione e si stressa la struttura dei multipli. Nel mercato aumenta la concentrazione di titoli cari (rispetto al *fair value*) e sopravvalutati mentre viene a mancare l'appoggio di p/e sostenibili.

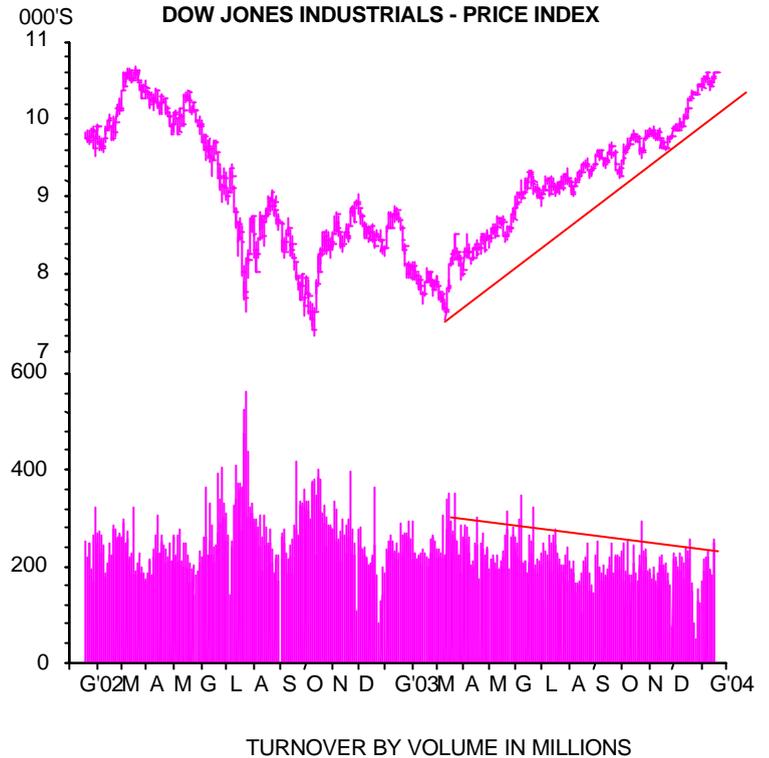
Cresce l'appetibilità marginale dei titoli ad alto *beta* fino alla saturazione degli spazi rialzisti.

I volumi anticipano questo processo di selettività abbandonando gradualmente il mercato a scambi sottili di natura speculativa (cfr. primo grafico).

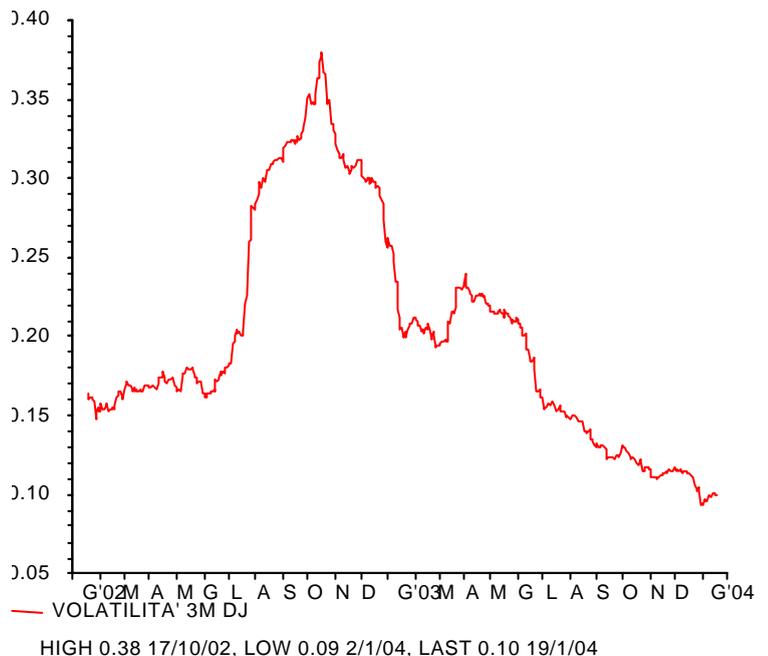
In seguito, per la forte pressione macroeconomica e fondamentale, una volta riassorbiti gli eccessi di breve e caricati gli indicatori rialzisti, gli indici potranno riprendere il *trend* interrotto.

Il Nasdaq, ad esempio, fallito l'attacco alla resistenza in area 2.200, ha preferito abbandonarsi ad una discesa disintossicante per poter poi tornare con nuove forze al *test* dei massimi dell'anno. Volatilità e vendite sul settore *chip* ed eccessiva compressione dei p/e hanno spinto l'indice tecnologico ad appoggiarsi sul bordo inferiore del canale rialzista. In attesa dello smaltimento di multipli tirati, Wall Street resta favorita nel processo di diversificazione geografica, non solo per il differenziale di crescita con l'Europa, ma anche per l'attuale debolezza del biglietto verde che catalizza gli investimenti verso attività denominate in dollari.

Volumi prudenti



Waal Street: volatilità ai minimi storici

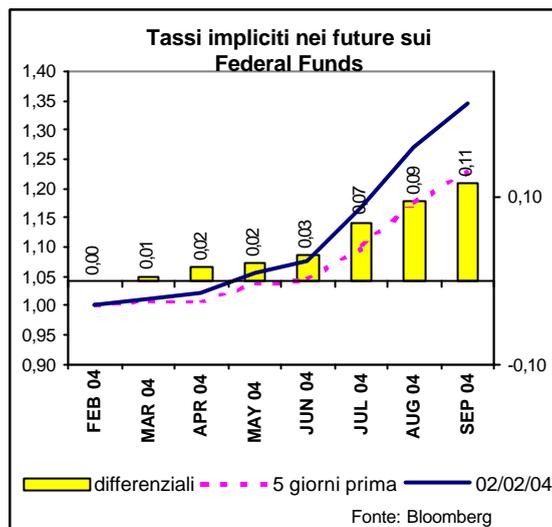


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Negli Usa, il Pil di ottobre-dicembre è aumentato del 4% trimestrale annualizzato, dell'1% congiunturale e del 4,3% tendenziale. L'incremento annualizzato è risultato inferiore alle stime, che oscillavano tra il 4,5% e il 6%, ma rimane il risultato migliore da un anno e mezzo con l'eccezione della spettacolare *performance* del III trimestre (8,2%). Il Pil Usa è cresciuto del 3,1% nella media del 2003, evidenziando un'accelerazione nei confronti del 2,2% registrato nel 2002. Il rallentamento del IV trimestre rispetto a luglio-settembre, che rappresenta un massimo nell'arco di un ventennio, è stato indotto dalla decelerazione della spesa per consumi al 2,6% trimestrale annualizzato dal 6,9% del III trimestre. In particolare, i consumi di beni durevoli hanno frenato bruscamente dal 28% di luglio-settembre verso lo 0,9% di ottobre-dicembre, ma il rallentamento può essere considerato fisiologico. Meno accentuato è stato il ridimensionamento degli investimenti che hanno continuato a marciare al ritmo sostenuto del 12,4%, segnando un cedimento contenuto dal 14,8% del III trimestre. Le importazioni, invece, hanno accelerato all'11,3% dallo 0,8%, ma sono state superate dalla dinamica dell'export in accelerazione al 19,1% (dal 9,9%). Il contributo netto dall'estero ha così diminuito il suo apporto negativo alla crescita.



- Due considerazioni sono rilevanti. 1) L'economia Usa sembra aver imboccato un sentiero di sviluppo qualitativamente più equilibrato rispetto al 2002. Infatti, da circa tre trimestri sono ripartiti gli investimenti, che nel 2002 avevano rappresentato l'anello mancante della ripresa, garantendo alla domanda interna del 2003 il loro sostegno accanto a quello dei consumi. 2) Da due trimestri l'export aumenta più velocemente dell'import, testimoniando che l'aggiustamento dello squilibrio con l'estero è iniziato sulla scia dell'indebolimento del dollaro.
- D'altro canto, preoccupa la scarsa creazione di nuovi occupati che, se dovesse protrarsi a lungo, minaccerebbe la tenuta dei consumi. Per il momento comunque questo timore è stato mitigato dal forte miglioramento del clima di fiducia dei consumatori a gennaio come testimoniano sia l'indice dell'Università del Michigan, sia il Conference Board. In progresso, seppure lieve, anche l'Ism manifatturiero a 63,6 di gennaio da 63,4, l'indice si conferma ben oltre la soglia di 50 che funge da spartiacque tra espansione e contrazione del ciclo economico avvalorando le aspettative di ulteriore recupero degli investimenti.
- Il Fomc ha lasciato i saggi guida invariati al *meeting* del 27-28 gennaio 2004. Il mercato però è stato sorpreso dalla modifica di una frase del comunicato dove si dice che il Fomc può "essere paziente prima di rimuovere la sua politica accomodante" e sostituisce l'espressione più volte impiegata secondo cui "una politica accomodante può essere mantenuta per un periodo considerevole". I mercati hanno reagito con un aumento soprattutto dei tassi breve dei titoli di Stato con conseguente appiattimento della curva dei rendimenti per scadenze, dei tassi impliciti nei *future* sui Federal Funds e con un rafforzamento marginale del dollaro. La modifica può essere letta come un graduale passaggio da un'impostazione neutrale di politica monetaria verso una più restrittiva, ma è probabile che prima di muovere il saggio guida al rialzo la Fed voglia vedere un convincente e costante aumento degli occupati. Intanto, i riflettori sono puntati sul 6 febbraio quando verranno comunicati i dati sul mercato del lavoro di gennaio e sulla testimonianza di Alan Greenspan al Congresso in calendario per l'11 febbraio.
- In Europa, l'andamento dei dati congiunturali rimane contrastato, ma perlomeno la crescita mondiale sembra influire positivamente sul clima di fiducia. Aumenta, infatti, in gennaio l'indice di fiducia sull'economia dell'area-euro della Commissione europea che si porta a 95,8 evidenziando un progressivo miglioramento da luglio 2003 (94,7). Anche il Pmi manifatturiero di gennaio aumenta a 52,5 alimentando le attese di recupero del settore. L'indice si è portato sopra 50 da agosto 2003 e bisogna risalire fino al gennaio 2001 (52,93) per trovare un risultato migliore. Tuttavia, gli ordini all'industria si sono confermati deboli in novembre con un calo del -0,3% m/m e -1,3% a/a e in decelerazione rispetto a ottobre (1% m/m; 2% a/a). L'aumento tendenziale di ottobre-novembre (+0,35%) risulta però in miglioramento sul trimestre luglio-settembre (-1,27%).
- I riflettori intanto sono puntati sul G7 di Boca Raton e sul comunicato che ne seguirà. Le implicazioni che questo potrebbe avere sul mercato valutario non mancheranno di riflettersi sulle strategie monetarie europee e statunitensi.

	dati storici		02/02/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	119,36	107,70	105,56	106,0	104,0
dollaro-euro	1,077	1,230	1,246	1,27	1,23
yen-euro	128,6	132,4	131,6	134,6	127,9
sterlina-euro	0,670	0,702	0,683	0,710	0,735
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,34	1,17	1,12	1,20	2,00
euro	2,69	2,15	2,09	2,12	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,07	0,10
sterlina	3,75	4,02	4,15	4,35	4,85
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,88	4,26	4,15	4,30	4,60
Germania	3,96	4,30	4,23	4,40	4,60
Giappone	0,83	1,32	1,32	1,40	1,59
Italia	4,16	4,45	4,45	4,53	4,73
Gran Bretagna	4,19	4,87	4,90	5,00	5,20

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

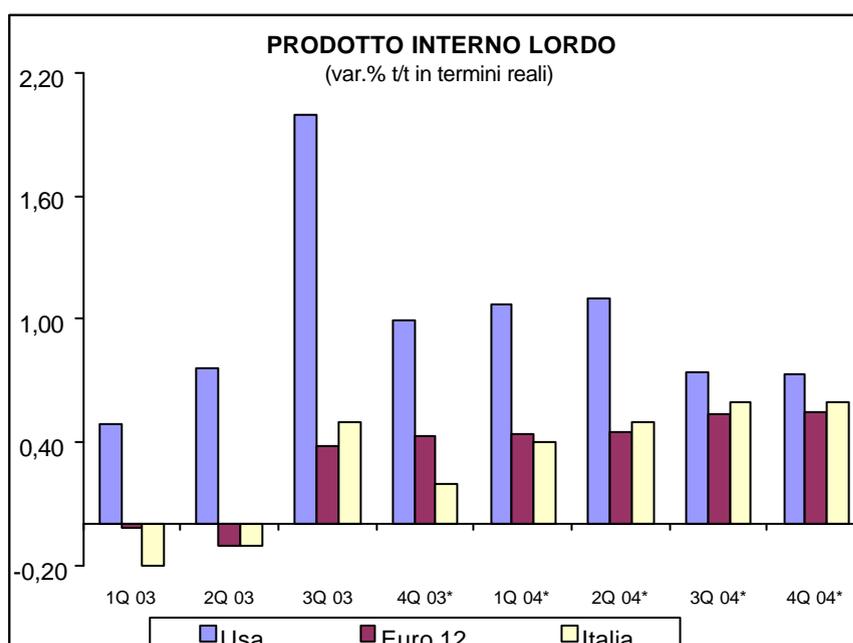
AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,4	0,4	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

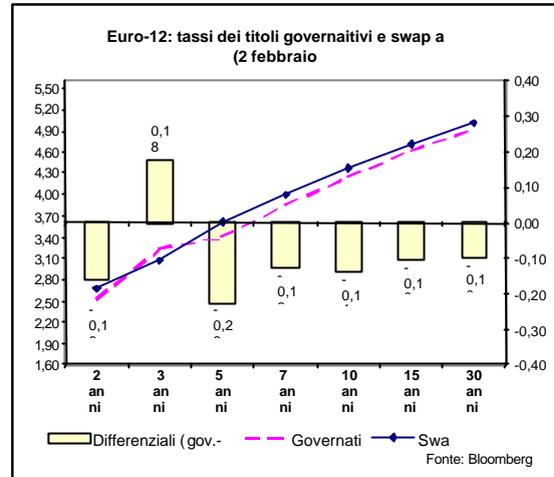
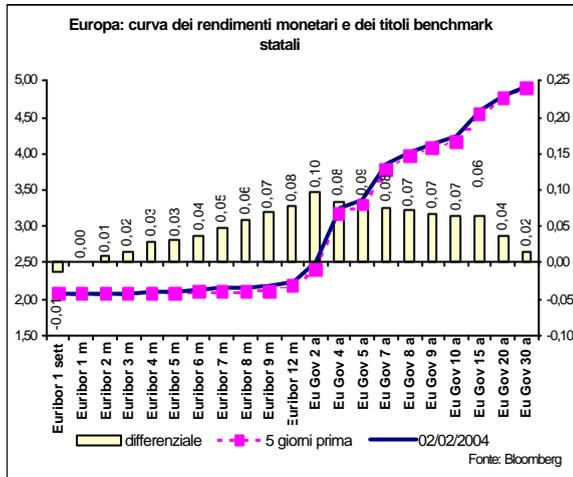
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,8	1,6	2,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,5	1,2	1,8	2,4

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



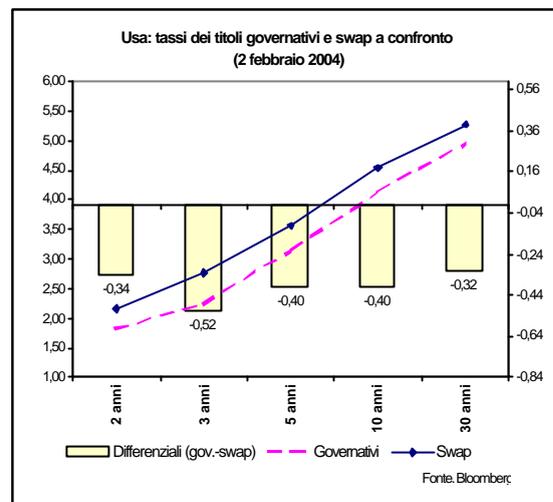
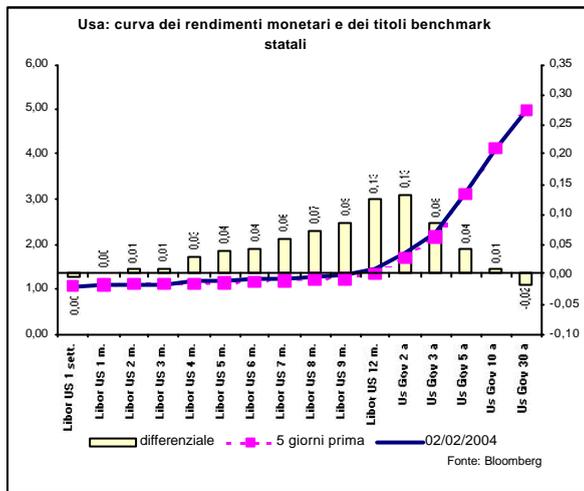
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	30/1/04	-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	1,238	1,269	1,250	1,075	1,049	1,179	-2,4	-0,9	15,2	18,1	5,0
Canada	1,652	1,667	1,638	1,641	1,655	1,800	-0,9	0,9	0,7	-0,2	-8,2
Australia	1,640	1,635	1,674	1,829	1,856	1,910	0,3	-2,1	-10,3	-11,6	-14,2
Nuova Zelanda	1,863	1,876	1,914	1,966	1,998	2,223	-0,7	-2,7	-5,2	-6,8	-16,2
Giappone	131,1	134,5	133,7	128,2	124,4	133,7	-2,5	-2,0	2,2	5,4	-2,0
Argentina	3,634	3,675	3,675	3,522	3,531	1,180	-1,1	-1,1	3,2	2,9	208,0
Svizzera	1,563	1,566	1,559	1,470	1,452	1,617	-0,2	0,2	6,3	7,6	-3,4
Regno Unito	0,685	0,689	0,704	0,653	0,651	0,711	-0,7	-2,7	4,8	5,2	-3,7
Svezia	9,194	9,144	9,077	9,187	9,153	9,470	0,6	1,3	0,1	0,5	-2,9
Danimarca	7,450	7,450	7,445	7,434	7,429	7,450	0,0	0,1	0,2	0,3	0,0
Norvegia	8,719	8,593	8,421	7,432	7,276	8,855	1,5	3,5	17,3	19,8	-1,5
Cipro	0,586	0,587	0,586	0,579	0,573	0,582	-0,1	0,0	1,2	2,2	0,6
Repubblica Ceca	33,32	32,98	32,56	31,41	31,58	35,11	1,0	2,3	6,1	5,5	-5,1
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	264,6	262,8	261,7	243,5	236,3	251,5	0,7	1,1	8,6	12,0	5,2
Lettonia	0,663	0,672	0,669	0,622	0,614	0,667	-1,4	-0,9	6,6	7,9	-0,6
Lituania	3,454	3,453	3,452	3,452	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,430	0,431	0,420	0,418	0,443	-0,3	-0,6	2,2	2,5	-3,3
Slovacchia	40,93	40,54	41,15	41,81	41,50	42,99	1,0	-0,5	-2,1	-1,4	-4,8
Slovenia	237,3	237,4	236,9	231,1	230,2	189,0	0,0	0,2	2,7	3,1	25,5
Polonia	4,7749	4,693	4,688	4,087	4,021	4,071	1,7	1,8	16,8	18,7	17,3
Russia	35,44	36,16	36,65	34,23	33,53	25,32	-2,0	-3,3	3,5	5,7	40,0
EURO	91,5	92,6	92,5	85,6	84,5	93,3	-1,2	-1,2	6,9	8,3	-2,0

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										
	30/1/04	- 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	1,324	1,313	1,294	1,529	1,572	1,598	-0,8	-2,3	15,5	18,7	20,7
Australia (*)	0,763	0,770	0,749	0,589	0,562	0,516	-0,9	1,9	29,5	35,9	47,9
Nuova Zelanda (*)	0,675	0,672	0,654	0,547	0,524	0,425	0,3	3,1	23,4	28,7	58,7
Giappone	105,8	106,8	107,0	119,0	118,8	131,8	1,0	1,1	12,5	12,3	24,6
Corea del Sud	1.174	1.186	1.200	1.171	1.200	1.320	1,0	2,3	-0,3	2,3	12,5
Filippine	55,88	55,69	55,54	53,80	53,60	51,60	-0,3	-0,6	-3,7	-4,1	-7,7
Indonesia	8.456	8.414	8.477	8.870	8.950	10.370	-0,5	0,2	4,9	5,8	22,6
Singapore	1,704	1,695	1,704	1,738	1,734	1,849	-0,5	0,0	2,0	1,8	8,5
Thailandia	39,25	39,15	39,64	42,77	43,11	44,05	-0,2	1,0	9,0	9,8	12,2
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,29	45,37	45,54	47,80	47,97	48,27	0,2	0,6	5,6	5,9	6,6
Argentina	2,93	2,91	2,93	3,25	3,36	1,00	-0,8	0,2	10,8	14,7	-66,0
Brasile	2,94	2,84	2,90	3,54	3,54	2,30	-3,3	-1,1	20,6	20,5	-21,9
Cile	600,7	574,7	594,6	735,3	720,3	646,3	-4,3	-1,0	22,4	19,9	7,6
Colombia	2.750	2.765	2.779	2.941	2.867	2.297	0,5	1,0	6,9	4,2	-16,5
Messico	11,02	10,97	11,20	10,86	10,46	9,11	-0,4	1,6	-1,5	-5,1	-17,3
Perù	3,51	3,47	3,47	3,48	3,50	3,44	-1,0	-1,1	-0,6	-0,1	-1,8
Uruguay	29,41	29,52	29,32	27,75	27,20	14,75	0,4	-0,3	-5,6	-7,5	-49,8
Venezuela	3.076	3.052	2.841	1.922	1.387	759	-0,8	-7,6	-37,5	-54,9	-75,3
Israele	4,49	4,45	4,36	4,81	4,75	4,48	-0,9	-2,8	7,1	5,8	-0,2
Sud Africa	7,07	7,19	6,41	8,58	8,57	12,37	1,7	-9,4	21,3	21,2	74,9
Turchia	1.340.225	1.324.146	1.399.201	1.646.178	1.643.699	1.429.847	-1,2	4,4	22,8	22,6	6,7
Area dell'Euro (*)	1,238	1,269	1,250	1,075	1,049	0,904	-2,4	-0,9	15,2	18,1	37,1
Regno Unito (*)	1,825	1,827	1,777	1,655	1,610	1,439	-0,1	2,7	10,3	13,4	26,8
Svizzera	1,257	1,243	1,243	1,356	1,383	1,650	-1,1	-1,1	7,9	10,1	31,3
Danimarca	5,97	5,92	5,93	6,87	7,08	8,28	-0,9	-0,7	15,0	18,5	38,7
Norvegia	7,03	6,77	6,74	6,91	6,97	8,87	-3,7	-4,1	-1,6	-0,9	26,1
Svezia	7,39	7,27	7,24	8,49	8,69	10,28	-1,7	-2,0	14,9	17,6	39,1
Russia	28,49	28,70	29,45	31,80	31,78	30,14	0,7	3,4	11,6	11,6	5,8
Polonia	3,85	3,71	3,76	3,80	3,81	3,96	-3,7	-2,5	-1,3	-1,1	2,7
Repubblica Ceca	26,89	25,98	26,06	29,24	30,14	35,27	-3,4	-3,1	8,7	12,1	31,2
Ungheria	211,1	208,0	207,9	224,7	224,9	272,9	-1,5	-1,5	6,4	6,5	29,2
DOLLARO USA	95,3	94,2	95,1	108,6	110,5	122,0	1,2	0,2	-12,2	-13,8	-21,9

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 3 AL 9 FEBBRAIO 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 3	Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve sull'economia Australia: annuncio tassi di interesse
Mercoledì 4	Stati Uniti: discorso di Bies sull'etica Giappone: incontro di politica monetaria
Giovedì 5	Area Euro: annuncio tassi di interesse Svezia: annuncio tassi di interesse Regno Unito: annuncio tassi di interesse

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 3	Area Euro	Prezzi alla produzione	dicembre	0,1% m/m;1,4% a/a	0,0% m/m;1,0% a/a
		Tasso di disoccupazione	dicembre	8,8%	8,8%
	Italia	Prezzi al consumo (12 città)	gennaio	0,1% m/m;2,5% a/a	0,3% m/m;2,4% a/a
Mercoledì 4	Area Euro	PMI (servizi)	gennaio	56,6	57,6
		PMI sintetico	gennaio	55,8	56,8
		Prezzi al consumo (stima flash)	gennaio	2,1% a/a	2,0% a/a
	Regno Unito	PMI (servizi)	gennaio	58,4	59,2
Giovedì 5	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	gennaio	-30	-29
	Spagna	Produzione industriale (ret.)	dicembre	2,1% a/a	2,3% a/a
	Germania	Variazione numero occupati	gennaio	-14.000	-8.000
		Variazione numero di disoccupati	gennaio	-21.000	-15.000
		Tasso di disoccupazione	gennaio	10,4%	10,4%
		Ordini all'industria 	dicembre	0,4% m/m;1,6% a/a	0,3% m/m;6,1% a/a
	Area Euro	Vendite al dettaglio (zona euro)	novembre	0,5% m/m;0,0% a/a	-0,7% m/m;0,3% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 3	Stati Uniti	Vendita totale veicoli	gennaio	18 mln	16,8 mln
Mercoledì 4	Stati Uniti	Ordini all'industria	dicembre	-1,4% m/m	0,2% m/m
		ISM non manifatturiero 	gennaio	58,0	60,0
Giovedì 5	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	31 gennaio	342.000	340.000
		Produttività 	IV tr. pr.	9,4% t/t	2,5% t/t
		Costo unità lavoro	Iv tr. pr.	-5,8% t/t	-0,2% t/t
Venerdì 6	Stati Uniti	Salari medi orari	gennaio	0,2% m/m;2,0% a/a	0,1% m/m;2,0% a/a
		Ore settimanali lavorate	gennaio	33,7	33,8
		Variazione occupati settore manifattur.	gennaio	-26.000	-5.000
		Variazione occupati non agricoli	gennaio	1.000	165.000
		Tasso di disoccupazione	gennaio	5,7%	5,7%
		Credito al consumo	dicembre	\$ 4,0 mld	\$ 7,5 mld