

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

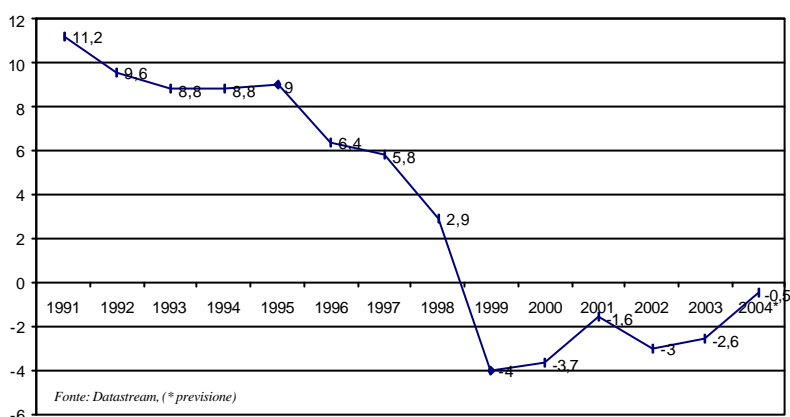
13 aprile 2004
n. 14 - 2004

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

Hong Kong: Indice dei prezzi al consumo
(var.%, medie annuali)



- ✓ Dopo aver bene assorbito l'emergenza SARS nel 2003, l'economia di Hong Kong torna a crescere con maggiore slancio. Per il 2004 si prevede un incremento del PIL dell'ordine del 6%. La ripresa dell'attività economica dovrebbe contribuire a ridurre il trend di deflazione in atto nella ex-colonia britannica da alcuni anni e che ha portato i prezzi al consumo a calare di un ulteriore 2,6% nel corso del 2003. Tra i settori in accelerazione il turismo che trae beneficio dal progetto di una costruzione a Hong Kong di una "Disneyland" asiatica.
- ✓ La crescita economica della Repubblica Ceca è accelerata nel 2003 con un incremento annuo del prodotto interno lordo che si è avvicinato al 3% e un'inflazione sotto controllo. Il favorevole trend dell'attività produttiva potrebbe essere ulteriormente aiutato dall'ingresso del paese nell'Unione Europea il prossimo 1 maggio. In uno scenario di più lungo periodo, la prospettiva di adozione dell'euro esigerà un significativo miglioramento nei conti pubblici dal momento che il rapporto tra deficit e PIL si colloca significativamente al di sopra del parametro di Maastricht.
- ✓ Cresce l'incidenza del credito al consumo nel Regno Unito: il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile delle famiglie inglesi ha raggiunto il 130%.

HONG KONG: UN'ECONOMIA IN ACCELERAZIONE

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

- Dopo aver bene assorbito l'emergenza Sars nel 2003, l'economia di Hong Kong sembra essere tornata a crescere con maggiore slancio. Si prevede per l'anno in corso una dinamica del Pil superiore al 6%.
- La ripresa dell'attività economica favorirà il rallentamento del processo di deflazione in atto, per effetto di un aumento della domanda e della stabilizzazione dei prezzi all'import.
- Tra i settori in forte accelerazione si segnala il turismo, mentre si attendono sviluppi nel comparto immobiliare che ha sperimentato un crollo nei prezzi delle abitazioni dopo i massimi del 1997. Migliorano le prospettive per il mercato del lavoro grazie anche ad alcuni piani di sostegno messi a punto dal governo.

L'economia di Hong Kong mostra nel 2004 segni di un'accelerazione della ripresa. Il tasso di crescita del Pil potrebbe portarsi su valori superiori al 6%, alimentato da un *sentiment* positivo da parte sia dei consumatori che degli investitori. L'impatto della Sars, diffusasi nei primi mesi del 2003 è stato ben assorbito grazie anche alla particolare ciclicità dell'anno commerciale, in cui il secondo semestre ha storicamente un peso maggiore rispetto al primo. Gli effetti negativi della crisi epidemica non hanno impedito dunque al paese di mettere a segno nel 2003 una crescita economica pari al 3 per cento.

Anche il processo di deflazione in atto presenta segni di rallentamento. I prezzi delle importazioni rimangono stabili per effetto dell'indebolimento del dollaro (cui la valuta è legata attraverso un *currency peg*) e di una ripresa dei prezzi in Cina, che costituisce il principale partner commerciale per le importazioni. L'accelerazione

della crescita economica e il conseguente aumento di domanda limiteranno ulteriormente il processo di discesa dei prezzi che nell'anno in corso potrebbe essere pari a circa -0,5% in media d'anno, a fronte del -2,6% registrato nel corso del 2003. Già negli ultimi mesi del 2004 si prevede un ritorno a variazioni positive dei prezzi anno su anno. Un ulteriore fattore di contenimento della deflazione è rappresentato dalla possibile ripresa del mercato immobiliare. Il valore degli immobili ha raggiunto lo scorso anno un deprezzamento del 65 per cento rispetto al picco del 1997. Nei mesi scorsi in diversi settori del mercato immobiliare si è registrata una tendenza alla stabilizzazione dei prezzi, il miglioramento delle condizioni macroeconomiche e un alleggerimento fiscale da parte del governo costituiscono segnali incoraggianti per le prospettive di questo comparto.

Il mercato del lavoro, che aveva visto negli anni scorsi un progressivo deterioramento, ha dato segni di inversione di tendenza con il tasso di disoccupazione che si è portato al di sotto del 7% dall'8,7% dell'anno precedente. Alcuni settori come quello dell'edilizia rimangono comunque critici ed il governo ha messo a punto un vasto programma di formazione per facilitare l'impiego dei giovani (Youth Pre-employment Training Programme).

Nel 2003 la crescita delle esportazioni di merci è stata pari all'11,7 per cento, con la Cina che continua ad essere il principale destinatario dell'export e migliora ulteriormente il suo interscambio (+31 miliardi di Usd). Gli altri mercati di riferimento sono gli Stati Uniti ed il Giappone. L'aumento della domanda porterà nel 2004 a una dinamica delle importazioni maggiore di quella dell'export con un conseguente ampliamento del deficit commerciale. Particolarmente interessante risulta l'intensificazione degli scambi commerciali con l'Unione europea in aumento nel 2003 del 10,4%. Tra i paesi della UE, l'Italia ha fatto segnare un incremento dell'export verso Hong Kong pari al 4,1% su base annua nonostante il deterioramento della ragione di scambio dovuto all'apprezzamento dell'euro sul dollaro. Nel settore dei servizi si registra un miglioramento grazie anche alla ripresa del turismo che contribuisce per il 6,1% alla formazione del Pil e che continua ad essere una delle priorità governative. Il progetto a lungo termine è quello di consolidare l'immagine di Hong Kong come capitale asiatica dell'arte, della cultura e dei divertimenti - grazie anche alla prevista costruzione di una Disneyland asiatica nell'isola di Lantau. Tra i principali visitatori si annoverano: cinesi (circa 18%), giapponesi (18%) e altri turisti del sud-est asiatico (16%).

Sul fronte del commercio restano inoltre da valutare i possibili benefici derivanti da un importante accordo regionale denominato CEPA (Closer Economic Partnership Arrangement) siglato a Hong Kong lo scorso giugno tra il Governo di Hong Kong e la Repubblica Popolare Cinese. L'accordo prevede l'azzeramento delle tariffe doganali d'ingresso in Cina per alcune categorie di beni in provenienza da Hong Kong, concedendo di fatto alle aziende di Hong Kong un significativo vantaggio rispetto all'estensione di detti benefici agli altri paesi per effetto degli accordi con il WTO.

PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

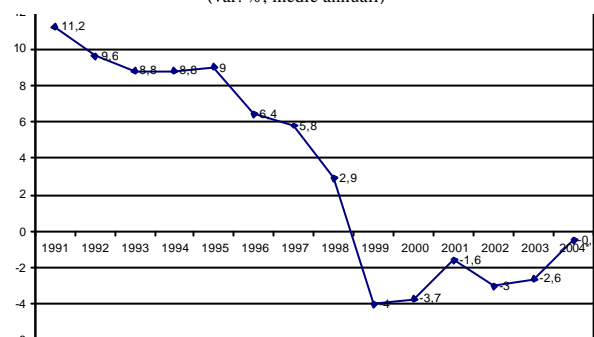
Hong Kong	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	7,0	7,1	7,2
Pil (var. % annua in termini reali)	2,3	3,0	6,2
Prezzi al consumo (var. % annua)	-3,0	-2,6	-0,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	7,80	7,80	7,80
Debito estero (in % del Pil)	30,7	36,1	38,6

Fonte: IIF, Cia e nostre elaborazioni su dati Datastream (*) Previsioni

Rating: A1 (Moody's), A+ (Standard & Poor)

Eca: 2

INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO (var. %, medie annuali)



Fonte: elaborazioni e previsioni (*) Servizio Studi BNL su dati EIU

IL DEFICIT/PIL FRENERA' L'ADOZIONE DELL'EURO A PRAGA

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

- La crescita economica è accelerata nel 2003 sostenuta da un mix di politiche monetaria e fiscale accomodanti, domanda interna e estera vivaci. Il favorevole *trend* potrebbe essere ulteriormente sospinto dall'ingresso nella Ue a maggio 2004.
- Si allontana invece la prospettiva dell'adozione dell'euro verso la fine di questo decennio. Il disavanzo pubblico ha toccato, infatti, un record negativo nel 2003 salendo al 12,9% del Pil.

Nel gennaio del 1993 sono nate la Repubblica Ceca (RC) e la Slovacchia dalla scissione della Cecoslovacchia. Due paesi destinati a ritrovarsi nell'Unione europea (Ue) da maggio 2004. La Repubblica Ceca è guidata da luglio 2002 da un governo di ispirazione social-democratica. Il premier Vladimir Spidla è a capo di una coalizione che coinvolge il partito social-democratico ceco (CSSD), il partito dell'unione cristiano democratica del popolo ceco (KDU-CSL) e l'unione per la libertà (US). Il parlamento è bicamerale ed è composto dalla Camera dei Deputati che conta 200 membri e dal Senato in cui siedono 81 senatori, eletti rispettivamente a giugno e a novembre 2002. Le prossime elezioni della Camera dei Deputati sono attese per il 2006. Dal punto di vista economico, un mix di politiche monetaria e di bilancio espansive e un notevole afflusso di capitali dall'estero ha risollevato l'economia ceca dalla recessione del 1997-1999, proiettando il paese su ritmi di crescita superiori al 3% nel 2000-2001. Nel 2002 l'apprezzamento della corona ceca sia sull'euro che sul dollaro, la stagnazione economica mondiale, i danni provocati dall'inondazione dell'estate hanno imposto un rallentamento alla RC che ha visto decelerare il suo ritmo di sviluppo al 2%. Per contro, l'anno scorso l'espansione fiscale e monetaria, il recupero delle esportazioni che si sono sommate a investimenti e consumi tonici, sostenuti dall'aumento del reddito reale, hanno ridato smalto alla crescita del Pil che nel 2003 ha nuovamente accelerato portandosi vicino al 3%. L'ingresso nella Ue, a maggio 2004, dovrebbe funzionare da ulteriore impulso, favorendo investimenti dall'estero e interventi infrastrutturali. Si calcola che tra il 2004-2006 fluiranno verso i nuovi membri fondi europei per 21,7 miliardi di euro, tre volte tanto il flusso del 1995-99. Il governo intende proseguire il processo di privatizzazioni che, tra l'altro, include la vendita della sua quota in Cesky Telekom entro il 2005 e questo potrebbe attirare investimenti esteri.

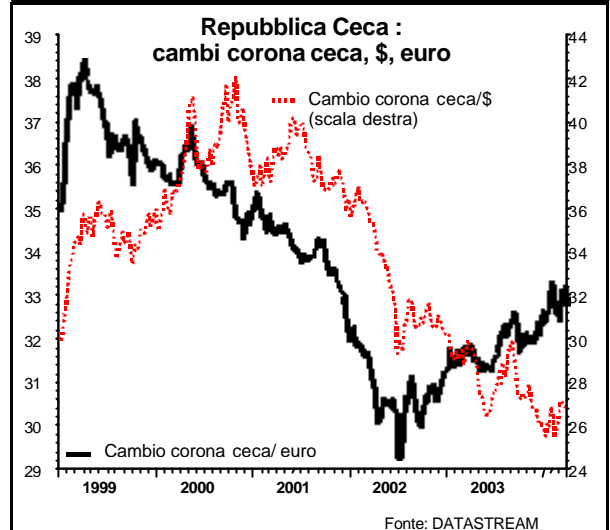
La deflazione della prima parte del 2003 (-0,1% tendenziale nel primo semestre del 2003) e i moderati incrementi dei prezzi nel resto dell'anno, che hanno portato l'inflazione allo 0,1% nella media del 2003, hanno consentito alla Banca centrale ceca (Bcc) di tagliare il saggio guida fino al 2% allineandosi alla Bce. La Bcc ha avviato la fase monetaria espansiva a novembre 2001 riducendo il tasso repo a due settimane di 50 punti base al 4,75%, di 200 centesimi al 2,75% nel 2002 per portarlo al 2% da luglio 2003. In prospettiva l'inflazione dovrebbe accelerare, pur rimanendo su livelli modesti, sulla scia degli aumenti di imposte indirette e accise finalizzati ad alimentare il gettito fiscale.

Il fattore di maggior rischio risiede nei conti pubblici. Il deficit è salito dal 4,5% del Pil nel 2000 al 6,4% del 2001-2002, per toccare il 12,9% nel 2003 secondo i più recenti dati di Eurostat. Il debito/Pil, che dal 2000 al 2003 è salito dal 18,2% al 37,6%, rimane inferiore al limite del 60% indicato dai parametri fiscali di Maastricht. Il governo ha ottenuto il sostegno parlamentare per varare una legge fiscale 2004 caratterizzata da una serie di tagli alle spese che si sommano all'assenza di uscite "una tantum" effettuate nel precedente esercizio, realizzando un risparmio che si propone di bilanciare le spese legate all'ingresso nella Ue. Il processo di riequilibrio dei conti pubblici, che secondo un piano di medio periodo, dovrebbe ridurre il deficit/Pil intorno al 5% nel 2006 appare complesso e allontana l'adozione dell'euro verso la fine di questo decennio. Altro punto dolente rimane l'elevato tasso di disoccupazione che a febbraio 2004 è aumentato al 10,9%, nonostante la ripresa in atto.

I paesi europei sono tra i partner commerciali privilegiati della RC con Germania, Austria e UK in testa. Stretti rapporti commerciali esistono con Slovacchia e Polonia. L'industria pesa per oltre il 40% del Pil e ha i suoi punti di forza nella metallurgia, macchinari, attrezzature e vetreria, il settore dell'auto sta vivendo una fase di espansione sulla scia degli investimenti effettuati da Volkswagen e Toyota-Psa, ma l'espansione interessa anche l'elettronica e l'agro-alimentare. I prodotti più venduti all'estero sono macchinari e mezzi di trasporto, chimici e materie prime. I servizi coprono oltre il 50% del Pil, mentre l'agricoltura riveste un peso contenuto.

Repubblica Ceca	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	10,3	10,2	
Pil pro capite (in \$ Usa)	15.297	15.930	
Pil (var. % annua in termini reali)	2,0	2,9	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,8	0,1	2,6
Cambio contro \$ Usa (media annua)	32,75	28,21	26,88
Debito estero (in % del Pil)	37,8	36,4	33,4
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH
a lungo termine (Bloomberg)	A1	A-	A-
Rating Eca	Classe 2		

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



UK: DEBITO DELLE FAMIGLIE DA MONITORARE

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

- Negli ultimi anni in Europa, come negli Stati Uniti, l'aumento dei consumi delle famiglie è stato accompagnato da un sensibile incremento dell'indebitamento bancario. I tassi di crescita dei consumi privati di Spagna e Gran Bretagna si sono mantenuti superiori a quelli del resto d'Europa.
- Una periodica indagine campionaria della Bank of England sul credito al consumo (1995, 2000, 2003) conferma il legame tra reddito e indebitamento. Fanno eccezione le classi inferiori di reddito esposte soprattutto per finanziare le spese di istruzione. Il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile ha superato il 130%, un valore eccessivo secondo la Banca d'Inghilterra.

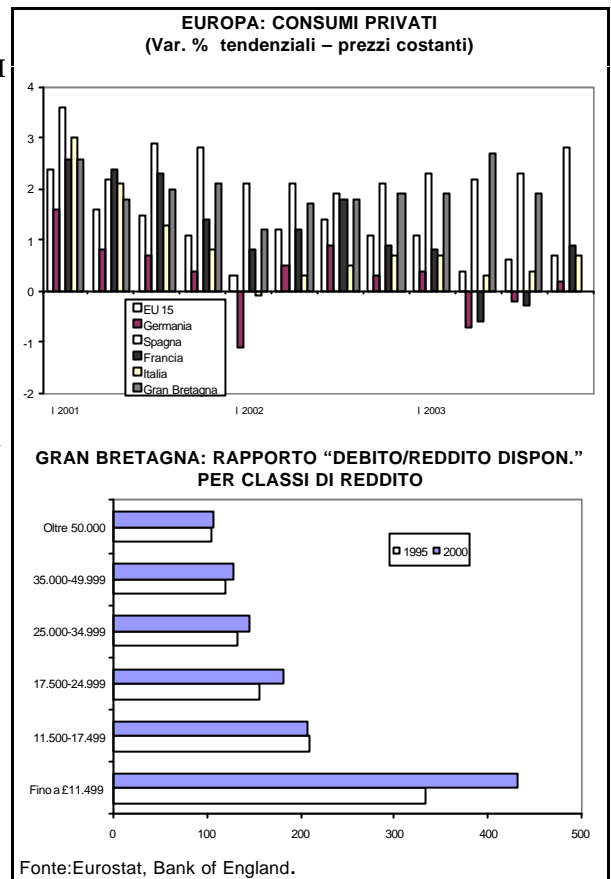
Negli ultimi anni l'aumento del reddito disponibile e i riflessi dell'effetto ricchezza (dovuto al boom dei mercati azionari prima e all'incremento nel valore degli immobili poi) hanno indotto le famiglie in alcuni paesi europei ad accrescere i propri consumi, una dinamica che solamente negli ultimi periodi ha conosciuto un rallentamento del tasso di crescita. Sotto questo profilo, si segnalano le dinamiche dei consumi privati di Spagna e Gran Bretagna (+3% e +2% a/a rispettivamente nel III trim. 2003), nell'ultimo biennio sono state sempre al di sopra del dato medio europeo (+1% a/a, III trim. '03) (dati Eurostat a prezzi costanti). In rapporto al totale dei consumi europei la Gran Bretagna pesa il 20%, la quota della Spagna è all'8%.

In Europa, come d'altra parte negli Stati Uniti, il finanziamento dei consumi è avvenuto, in parte, attraverso il canale bancario, determinando così un parallelo incremento del rapporto dei prestiti alle famiglie/Pil. Nel periodo 1997-'03, ad esempio, tale *ratio* è salito in Italia dal 16% al 23% mentre in Gran Bretagna dal 64% all'85%, trainato dal consistente aumento dei finanziamenti erogati per mutui e credito al consumo. L'ascesa, relativamente rapida, dei prestiti alle famiglie ha sollevato il problema del sovraindebitamento tanto che in alcuni paesi (Svizzera e Francia) sono stati emanati provvedimenti per monitorare il fenomeno.

In Gran Bretagna il forte aumento dell'indebitamento delle famiglie a partire dalla seconda metà degli anni '90 ha fatto salire il rapporto tra debito e reddito disponibile a oltre il 130%, 20 punti percentuali al di sopra del precedente massimo realizzato agli inizi dello scorso decennio. All'incremento hanno contribuito sia i prestiti ipotecari che il credito al consumo. Dal confronto tra due indagini condotte in proposito dalla Bank of England (1995 e 2000) emergono interessanti indicazioni. Infatti, nel complesso, le famiglie con elevati livelli di debiti (ipotecari e non) risultano essere anche quelle che dispongono di redditi più alti e maggiore ricchezza accumulata. Viene però anche evidenziato che tra le classi a più basso reddito, quindi maggiormente vulnerabili ad eventuali situazioni avverse, il rapporto "debito/reddito disponibile" raggiunge i valori più alti (vedi grafico). L'andamento del ciclo economico negli anni più recenti dovrebbe aver rafforzato piuttosto che smentito tali tendenze.

Considerando la maggiore affidabilità dei finanziamenti concessi a fronte di investimenti immobiliari, la Bank of England (BoE) ha commissionato un approfondimento focalizzato sul credito al consumo. Ad ottobre 2003 il 34% degli inglesi risultava avere una qualche forma di finanziamento al dettaglio per un importo medio di £3.500; tra essi il 26% aveva un debito superiore a £5.000. Nel complesso l'entità del debito risulta variamente correlata con il reddito disponibile: £1.800 per la classe di reddito compresa tra £4.500-£9.500 e circa £6.000 per la classe con redditi superiori alle £60.000. Sulla classe di reddito inferiore (al di sotto di £4.500) grava un debito medio pari a £2.400 in gran parte contratto per finanziare spese di istruzione (*student loans*). Nel periodo in esame (1995-2003) l'incidenza del credito al consumo sul reddito disponibile è raddoppiata passando dal 12% al 24% con modalità diverse tra le varie classi di reddito: fino al 2000 si è verificato un sensibile incremento del *ratio* nelle fasce di reddito più contenute, fenomeno che si è in seguito ridotto per lasciare il passo ad un più deciso aumento nelle fasce di reddito più elevate. Rimane stabile la quota di coloro che dichiarano di avere difficoltà a far fronte ai propri debiti (10%). A mantenere relativamente limitata questa percentuale è il basso livello dei tassi di interesse e la modesta incidenza di credito al consumo rispetto alla ricchezza complessiva.

Con questa situazione si confronta la politica monetaria che ha avviato dal novembre scorso un ciclo di rialzo dei tassi necessario per frenare le pressioni inflazionistiche e la forte crescita. La necessità che tale politica sia comunque graduale ha spinto la BoE a rinviare ulteriori rialzi, soprattutto in considerazione degli effetti che avrebbe sull'elevato indebitamento delle famiglie, per la maggior parte a tasso variabile. Fino ad ora, inoltre, la crescita dell'indebitamento è stata accompagnata da un parallelo incremento nel valore delle attività immobiliari che ha consentito il rifinanziamento di circa la metà di tutti i prestiti ipotecari. Una discesa troppo brusca dei prezzi degli immobili, è eventualità da evitare considerando che un terzo delle famiglie britanniche non dispone di attività liquide nel proprio portafoglio.



LA CARTA VINCENTE È IL RICICLO

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

- Non è ancora ripresa per le aziende cartarie italiane ma più di un segnale positivo lascia sperare in un prossimo riavvio del ciclo.
- L'attenzione all'ambiente e la vocazione al riciclo sono il fiore all'occhiello dell'industria cartaria. Le cartiere nazionali, pur di piccole dimensioni, sono tra le prime in Europa per investimenti in tecnologie per l'ambiente e per il riciclo di carta da macero.
- Contrariamente alle grandi cartiere europee controllate in modo rilevante dal capitale dei "paesi forestali", si stima che solo il 20% della produzione nazionale sia coperto da imprese a maggioranza estera.

L'industria cartaria italiana ha chiuso il 2003 su volumi moderatamente superiori a quelli del 2002 (+0,6%). E' un risultato di tutto rispetto in un contesto congiunturale non premiante che ha penalizzato, in molti casi severamente, gran parte dei settori industriali. Anche se non si può parlare di vera ripresa per le aziende del settore, vi è più di un segnale che lascia sperare in un riavvio del ciclo entro l'anno in corso. Nell'ultimo trimestre del 2003 la produzione ha mostrato un aumento dell'1,2% in risalita dal dato negativo del trimestre precedente (-3% circa). Il dato ISTAT di gennaio 2004 relativo alla produzione industriale indica per l'industria cartaria un incremento tendenziale superiore al 10%. Sebbene il dato si riferisca anche ai settori della stampa e dell'editoria è un segnale positivo che si somma al miglioramento del portafoglio ordini e delle aspettative degli operatori sull'evoluzione della domanda nei prossimi mesi. La necessità di mantenere le quote di mercato ha determinato tuttavia una compressione dei margini da parte delle aziende che si è riflessa in un calo del fatturato pari al 4%.

Elemento rassicurante è la tenuta delle esportazioni di carte e cartoni provenienti dalle cartiere italiane, la cui presenza nell'area UE è aumentata. Il Vecchio Continente resta il principale mercato di sbocco: tre quarti dell'export va nei paesi UE (Germania, Francia, Regno Unito e Spagna in particolare) il resto è assorbito dall'Europa inclusa la parte orientale dove le vendite registrano aumenti dell'8% circa. Le imprese con produzioni di nicchia ad alto valore aggiunto vendono, attraverso distributori locali, un po' in tutte le aree del globo fino al Far East dal quale oggi vengono le maggiori minacce per i nostri mercati europei. Tra i mercati extra europei è interessante la quota sull'export nazionale indirizzata negli Stati Uniti ed in Australia, circa 2,5% per ognuno dei due mercati.

L'attenzione all'ambiente e la vocazione al riciclo sono il fiore all'occhiello dell'industria cartaria nazionale: il 15% circa, pari a 780 milioni di euro, degli investimenti fissi lordi che il settore ha effettuato tra il 1996 e il 2002 sono stati destinati dalle imprese alle tecnologie per l'ambiente, poiché il riutilizzo dei maceri richiede un grosso sforzo di carattere impiantistico e tecnologico. Il risultato che la carta da macero è diventata la principale materia prima impiegata dall'industria cartaria italiana e nel 2002 è stato raggiunto un livello di riciclo del 57% delle fibre complessivamente utilizzate, il che pone le cartiere nazionali ai vertici nel contesto europeo. Le nostre cartiere hanno raggiunto buoni livelli nei processi di riciclo per ragioni di mercato: la bassa produzione nazionale di pasta di cellulosa ha spinto l'utilizzo del macero come fattore strategico per la difesa della competitività delle imprese. L'impiego di carta da macero nei processi produttivi delle cartiere è al 90% per carta e cartoni da imballaggi, al 69% in quella di carta da giornale e al 64% nella realizzazione di carta per uso domestico e carta sanitaria.

Grazie alla crescente diffusione tra le famiglie della raccolta differenziata e l'utilizzo della carta usata da parte dell'industria cartaria, l'Italia ha sensibilmente ridotto la sua cronica dipendenza dall'importazione di carta da macero. Se fino a metà anni 90 eravamo importatori netti per 1,5 milioni di tonnellate di carta straccia, nel 2001 abbiamo ridotto gli acquisti a sole 400 mila tonnellate. L'Italia è entrata inoltre nel novero delle nazioni esportatrici, giungendo a vendere all'estero più di 200 mila tonnellate di carta straccia. In particolare, è divenuto significativo il trend di crescita dell'export italiano verso Slovenia e Croazia e alcuni paesi dell'Estremo Oriente (Cina, India e Indonesia). Il riutilizzo dei maceri richiede un grosso sforzo di carattere impiantistico e tecnologico che sembra incompatibile con la piccola dimensione delle aziende cartarie. Una spiegazione sta nella caratteristica dell'offerta italiana che ha puntato su politiche di nicchia in grado di realizzare piccoli volumi di prodotti di diverse grammature, colori, ad elevato valore aggiunto e richiedenti un livello di automazione e economie di scala inferiori a quelle dei produttori stranieri.

La forte frammentazione della produzione cartaria in Italia e la permanenza di un buon nucleo di famiglie impegnate nelle aziende di questo settore hanno sinora limitato una presenza rilevante di capitale estero nell'industria italiana. Si stima che non più del 20% della attuale produzione nazionale sia coperta da imprese a maggioranza estera contrariamente a quanto avviene in Europa dove gran parte dell'offerta di carte e cartoni è passata sotto il controllo dei grandi gruppi scandinavi e nord-americani (i cosiddetti "paesi forestali") che controllano più del 50% del capitale dell'industria cartaria tedesca e francese e una quota anche superiore di quella britannica.

Riguardo alle prospettive sugli sviluppi a breve termine della domanda, le attese degli operatori del settore restano ancora caute anche se si nota un miglioramento del quadro previsivo: sia sul fronte interno che su quello estero della domanda appaiono accentuarsi le attese di aumento da parte degli operatori, mentre sono in attenuazione quelle pessimistiche. L'atteggiamento relativamente più ottimistico degli operatori del settore riguarda all'andamento della domanda estera sembrerebbe indotto dalle attese di ripresa delle economie dell'area europea e dall'auspicio che tale ripresa possa propagarsi, in corso d'anno, anche ai mercati cartari dell'area.

INDUSTRIA CARTARIA ITALIANA

	2002		2003		var. % annue	
	migl. tonn.	mln euro	migl. tonn.	mln euro	quantità	valore
Produzione	9317	7645	9370	7340	0,6	-4,0
Export	2842	2774	2880	2710	1,3	-2,3
Import	4664	3296	4530	3085	-2,9	-6,4

Fonte: Assocarta

ENERGIA PER IL TORO

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

La stagione delle trimestrali a Wall Street si dimostra inizialmente arida e non riesce a scaldare il motore della ripresa statunitense.

Le aspettative troppo elevate si scontrano con dati e bilanci ancora legati ad una congiuntura pesante. La lentezza di reazione delle *blue chips* zavorra i listini e le prospettive a tre mesi.

Le incognite (mercato del lavoro e twin deficit Usa) che da tempo accompagnano i mercati non riescono a sciogliersi con piccoli e sporadici spunti di slancio provenienti da singole aziende. Sui mercati azionari permane il sentiment di disagio per l'incertezza prevalente sul piano macroeconomico, accentuata dalle precarie prospettive di crescita dell'area Euro.

Volumi assottigliatisi nella scorsa ottava a causa delle festività ma anche della mancanza di temi di acquisto convincenti. Il rialzo degli indici trova sempre resistenze adeguate a contenere gli slanci della pressione rialzista. Così le borse salgono, ma per poi stornare di nuovo.

Un'alternanza logorante nel lungo periodo, che tiene a margine la liquidità degli investitori più prudenti dalla duration finanziaria maggiore. I quali da tempo attendono livelli di ingresso più economici, lontani dalle quote attuali di sopravvalutazione.

Analizzando infatti la struttura del mercato italiano anno su anno, si scopre come il lungo rally dal marzo '03 abbia espanso i multipli fino al raggiungimento di un doppio massimo negli ultimi dodici mesi (cfr. primo grafico).

La dinamica attuale del P/e sembra proiettare il parametro verso nuovi picchi, confermando la generale percezione di overvalued.

Le prospettive di una fase ben più avanzata del ciclo ed il traino della ripresa Usa catalizzano risorse globali verso l'area dollaro, penalizzando la redditività relativa all'investimento in titoli europei.

Solo i titoli energetici riescono a contenere l'ansia ribassista degli investitori e a bilanciare i ritracciamenti sulla tecnologia e sui TMT.

Con il lieve appoggio delle *utilities* (*payout* costante e profilo di sicurezza elevato) le azioni *energy* si confermano un'arma difensiva in mano all'investitore con maggior propensione al rischio.

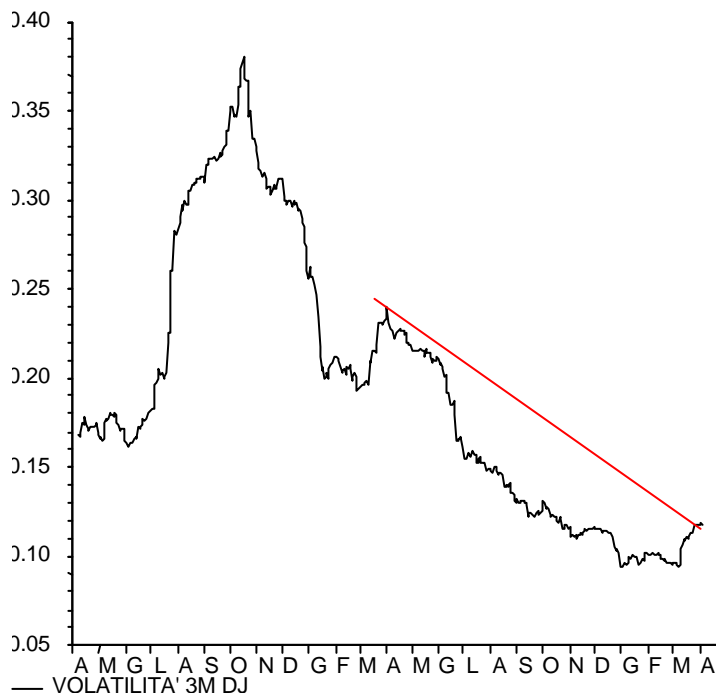
Il comparto dell'energia mantiene così i listini in territorio di neutralità, offrendo spunti interessanti in congiuntura comunque avversa all'equity.

Piazza Affari: 1 anno di P/e



HIGH 16.7 28/1/04, LOW 14.1 4/4/03, LAST 16.5 5/4/04

Wall Street: P/e più bassi e volatilità modesta



HIGH 0.38 17/10/02, LOW 0.09 2/1/04, LAST 0.12 5/4/04

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

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	114,2	114,9	115,2	115,2	115,2	115,1	115,2	115,7	115,9	115,9	116,2	115,2
<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	-0,2	0,2	0,6	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,4	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	1,9	1,6	1,6	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8

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	106,1	105,8	107,1	107,7	107,9	107,9	107,8	107,5	108,3	108,6	108,9	108,9	107,7
<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	-0,7	-0,3	1,2	0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	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	2,1	2,3	2,4	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	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	123,3	123,7	124,1	124,5	124,6	124,6	124,7	124,9	125,1	125,3	125,5	125,6	124,7
<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	0,2	0,3	0,3	0,4	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	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,2

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

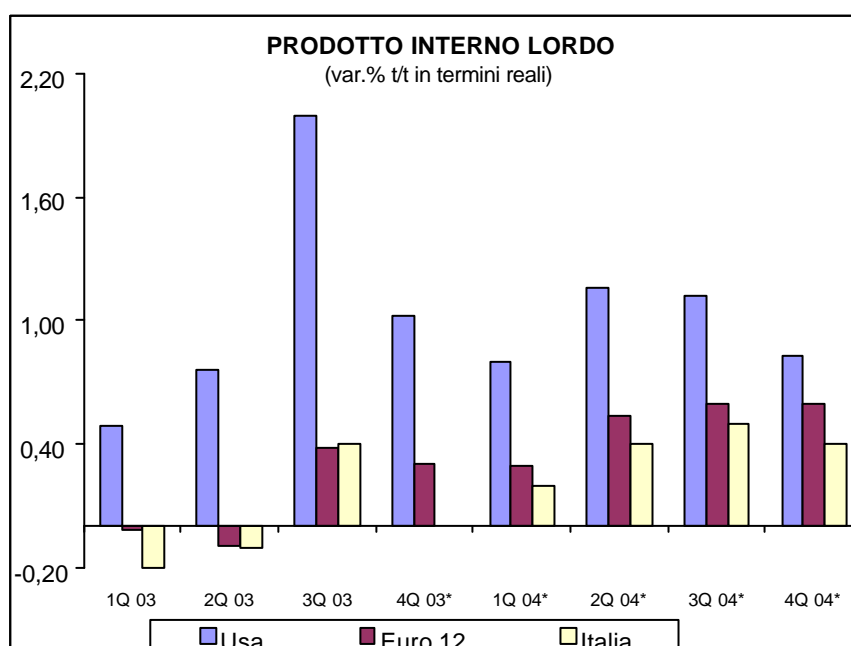
AREA EURO

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

ITALIA

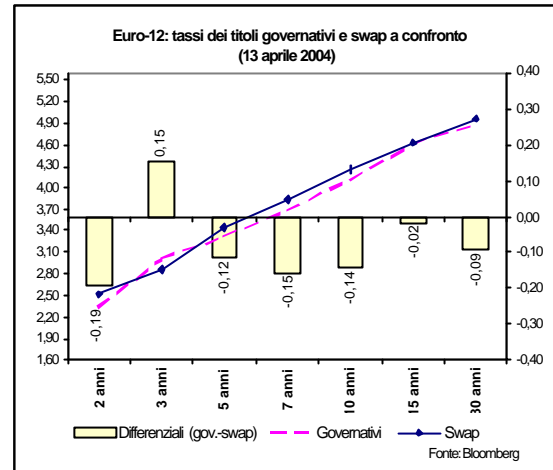
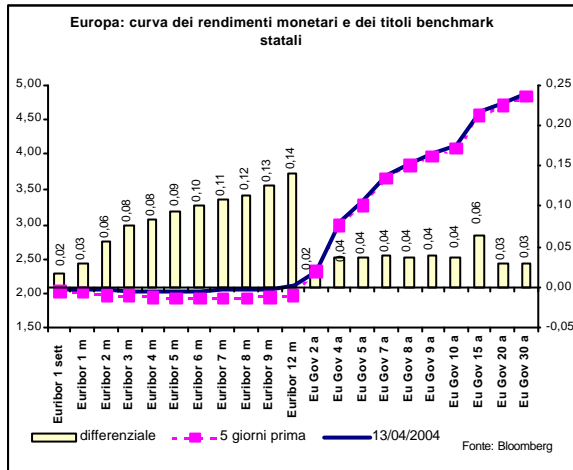
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,2	0,4	0,5	0,4
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	1,8	0,0	0,9	1,8	2,1	1,8
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,0	0,6	0,2	0,5	0,1	0,4	0,9	1,1	1,6

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



PANORAMA TASSI & EURO

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



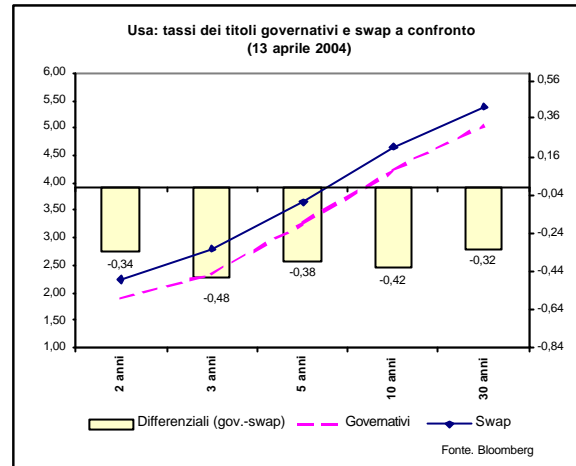
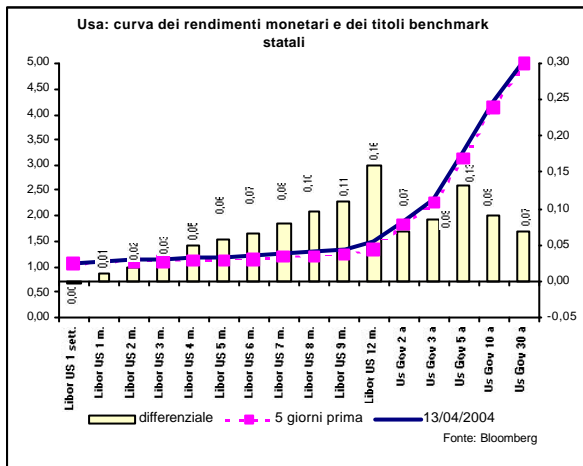
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %					
							dell'euro contro le altre valute					
	12/4/04	- 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	1,210	1,206	1,224	1,074	1,049	1,179	0,3	-1,1	12,7	15,3	2,6	
Canada	1,601	1,584	1,631	1,562	1,655	1,800	1,1	-1,8	2,5	-3,3	-11,1	
Australia	1,592	1,600	1,675	1,777	1,856	1,910	-0,5	-5,0	-10,4	-14,2	-16,7	
Nuova Zelanda	1,841	1,851	1,896	1,971	1,998	2,223	-0,6	-2,9	-6,6	-7,8	-17,2	
Giappone	128,4	126,3	136,2	129,1	124,4	133,7	1,6	-5,7	-0,6	3,2	-4,0	
Argentina	3,383	3,422	3,552	3,113	3,531	1,180	-1,2	-4,8	8,7	-4,2	186,7	
Svizzera	1,552	1,567	1,569	1,497	1,452	1,617	-1,0	-1,1	3,7	6,9	-4,0	
Regno Unito	0,660	0,664	0,681	0,684	0,651	0,711	-0,5	-3,1	-3,5	1,5	-7,2	
Svezia	9,165	9,193	9,238	9,138	9,153	9,470	-0,3	-0,8	0,3	0,1	-3,2	
Danimarca	7,447	7,447	7,452	7,426	7,429	7,450	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,0	
Norvegia	8,362	8,374	8,560	7,900	7,276	8,855	-0,1	-2,3	5,8	14,9	-5,6	
Cipro	0,586	0,586	0,586	0,587	0,573	0,582	0,0	0,1	-0,1	2,3	0,7	
Repubblica Ceca	32,58	32,69	33,07	31,49	31,58	35,11	-0,3	-1,5	3,5	3,2	-7,2	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	248,8	248,1	253,9	244,5	236,3	251,5	0,3	-2,0	1,8	5,3	-1,1	
Lettonia	0,655	0,650	0,663	0,625	0,614	0,667	0,8	-1,1	4,8	6,7	-1,8	
Lituania	3,450	3,453	3,452	3,453	3,453	4,716	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-26,8	
Malta	0,424	0,425	0,428	0,423	0,418	0,443	-0,3	-0,9	0,2	1,4	-4,3	
Slovacchia	40,10	40,22	40,49	41,10	41,50	42,99	-0,3	-1,0	-2,4	-3,4	-6,7	
Slovenia	238,4	238,5	238,0	232,3	230,2	189,0	0,0	0,2	2,6	3,6	26,1	
Polonia	4,7338	4,701	4,765	4,247	4,021	4,071	0,7	-0,7	11,5	17,7	16,3	
Russia	34,51	34,30	34,75	33,64	33,53	25,32	0,6	-0,7	2,6	2,9	36,3	
EURO	89,3	89,1	91,3	87,1	84,5	93,3	0,2	-2,2	2,4	5,7	-4,3	

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										
	12/4/04	- 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	1,336	1,314	1,334	1,453	1,572	1,598	-1,6	-0,1	8,8	17,7	19,6
Australia (*)	0,767	0,753	0,733	0,605	0,562	0,516	1,8	4,7	26,7	36,6	48,7
Nuova Zelanda (*)	0,663	0,651	0,644	0,546	0,524	0,425	1,9	3,0	21,5	26,5	56,0
Giappone	105,5	105,1	110,8	120,5	118,8	131,8	-0,3	5,1	14,3	12,6	25,0
Corea del Sud	1.142	1.143	1.169	1.240	1.200	1.320	0,0	2,3	8,5	5,1	15,6
Filippine	56,18	56,36	56,36	52,99	53,60	51,60	0,3	0,3	-5,7	-4,6	-8,2
Indonesia	8.593	8.595	8.662	8.890	8.950	10.370	0,0	0,8	3,5	4,2	20,7
Singapore	1,666	1,680	1,713	1,781	1,734	1,849	0,8	2,8	6,9	4,1	10,9
Thailandia	39,13	39,11	39,44	42,92	43,11	44,05	-0,1	0,8	9,7	10,1	12,6
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,61	43,67	45,25	47,41	47,97	48,27	0,1	3,8	8,7	10,0	10,7
Argentina	2,81	2,85	2,92	2,93	3,36	1,00	1,4	3,7	4,3	19,5	-64,5
Brasile	2,88	2,88	2,90	3,16	3,54	2,30	-0,2	0,6	9,6	22,8	-20,4
Cile	595,8	603,5	603,0	721,1	720,3	646,3	1,3	1,2	21,0	20,9	8,5
Colombia	2.646	2.666	2.670	2.924	2.867	2.297	0,7	0,9	10,5	8,3	-13,2
Messico	11,22	11,16	10,98	10,71	10,46	9,11	-0,5	-2,1	-4,5	-6,7	-18,8
Perù	3,46	3,46	3,46	3,46	3,50	3,44	-0,2	0,0	-0,1	1,2	-0,6
Uruguay	29,61	29,66	29,61	28,53	27,20	14,75	0,2	0,0	-3,6	-8,1	-50,2
Venezuela	3.002	3.032	3.459	1.598	1.387	759	1,0	15,2	-46,8	-53,8	-74,7
Israele	4,53	4,53	4,51	4,68	4,75	4,48	0,1	-0,3	3,4	4,9	-1,0
Sud Africa	6,29	6,42	6,76	7,81	8,57	12,37	2,1	7,6	24,2	36,3	96,8
Turchia	1.347.194	1.312.459	1.319.004	1.645.451	1.643.699	1.429.847	-2,6	-2,1	22,1	22,0	6,1
Area dell'Euro (*)	1,210	1,206	1,224	1,074	1,049	0,904	0,3	-1,1	12,7	15,3	33,9
Regno Unito (*)	1,839	1,823	1,804	1,571	1,610	1,439	0,9	2,0	17,1	14,3	27,8
Svizzera	1,282	1,306	1,283	1,393	1,383	1,650	1,8	0,1	8,7	7,9	28,7
Danimarca	6,16	6,21	6,10	6,94	7,08	8,28	0,7	-1,1	12,6	14,8	34,4
Norvegia	6,93	6,94	7,00	7,36	6,97	8,87	0,2	0,9	6,1	0,5	27,9
Svezia	7,59	7,66	7,58	8,50	8,69	10,28	0,9	-0,1	11,9	14,5	35,4
Russia	28,51	28,51	28,57	31,28	31,78	30,14	0,0	0,2	9,7	11,5	5,7
Polonia	3,91	3,93	3,89	3,94	3,81	3,96	0,3	-0,7	0,8	-2,7	1,1
Repubblica Ceca	26,77	27,12	27,04	29,32	30,14	35,27	1,3	1,0	9,5	12,6	31,8
Ungheria	205,6	206,8	207,3	227,6	224,9	272,9	0,5	0,8	10,7	9,3	32,7
DOLLARO USA	96,0	96,0	97,6	108,0	110,5	122,0	0,0	-1,6	-11,1	-13,1	-21,3
<i>cambio effettivo nominale</i>											







(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 13 AL 19 APRILE 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 14	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali dell'incontro di politica monetaria
Giovedì 15	Stati Uniti: intervento di Parry della Federal Reserve sull'economia Stati Uniti: intervento di Bernanke della Federal Reserve sui prezzi delle attività
Venerdì 16	Stati Uniti: intervento di Greenspan della Federal Reserve sui mercati finanziari

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<i>UNIONE EUROPEA</i>					
Martedì 13	Italia	Produzione industriale	febbraio	-0,3% m/m; 0,1% a/a	0,0% m/m; 0,2% a/a
Mercoledì 14	Francia	IPCA (prel.)	marzo	0,4% m/m; 1,9% a/a	0,4% m/m; 1,8% a/a
	Germania	Indice prezzi ingrosso	marzo	0,3% m/m; 0,1% a/a	0,1% m/m; -0,1% a/a
Giovedì 15	Spagna	IPCA	marzo	0,1% m/m; 2,2% a/a	1,0% m/m; 2,4% a/a
Venerdì 16	Area Euro	Prezzi al consumo	marzo	0,2% m/m; 1,6% a/a	0,8% m/m; 1,8% a/a
		Pil ds (2 stima)	IV tr. 03	0,4% t/t; 0,3% a/a	0,3% t/t; 0,6% a/a
<i>STATI UNITI E GIAPPONE</i>					
Martedì 13	Stati Uniti	Vendite al dettaglio 	marzo	0,7% m/m	0,7% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto) 	marzo	0,1% m/m	0,6% m/m
Mercoledì 14	Stati Uniti	Prezzi al consumo 	marzo	0,3% m/m; 1,7% a/a	0,3% m/m; 1,5% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim. e en.) 	marzo	0,2% m/m; 1,2% a/a	0,1% m/m; 1,2% a/a
		Bilancia commerciale	febbraio	-\$ 43,1 mld	-\$ 43,0 mld
Giovedì 15	Stati Uniti	Indagine Empire Manufacturing 	aprile	25,33	26,0
		Indice Fed di Philadelphia	aprile	24,2	25,0
Venerdì 16	Stati Uniti	Permessi edilizi	marzo	1,91 mln	1,91 mln
		Nuove unità abitative	marzo	1,86 mln	1,90 mln
		Utilizzo capacità produttiva	marzo	76,6%	76,8%
		Produzione industriale 	marzo	0,7% m/m; 2,7% a/a	0,4% m/m; 3,8% a/a
		Indice fiducia Univ. Michigan (prel.)	aprile	95,8	97,0