

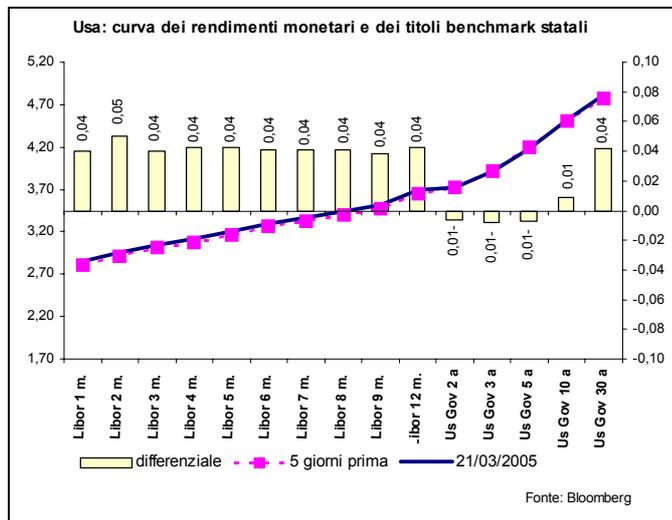
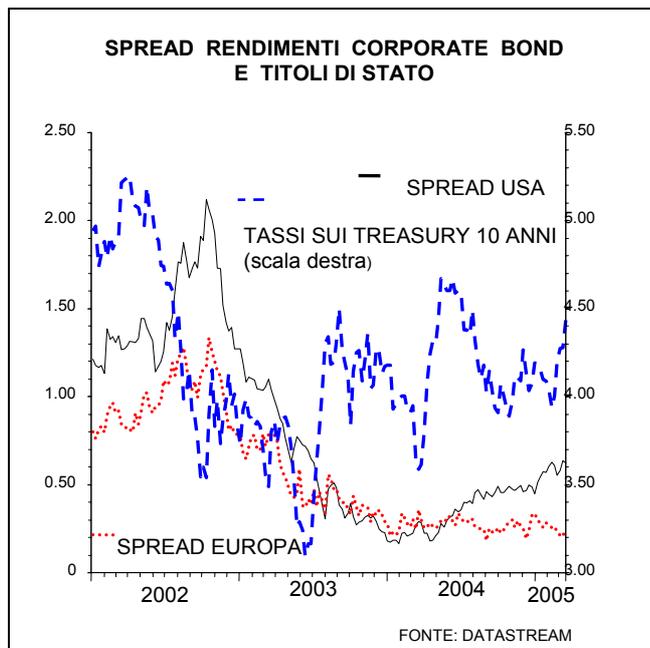
# Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**22 marzo 2005**  
**n. 11 - 2005**

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

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

le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca



## REPUBBLICA CECA: LE FAMIGLIE SCOPRONO IL MERCATO

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

- La positiva crescita economica conseguita dalla Repubblica Ceca negli ultimi anni e, soprattutto, nell'ultimo biennio, ha consentito al paese di raggiungere un livello di Pil pro capite tra i più elevati tra quelli dei nuovi stati membri della Ue.
- In questo contesto le banche hanno ampliato l'offerta di servizi alla clientela: nel periodo 2003-04 i finanziamenti alle famiglie sono aumentati a ritmi superiori al 30% annuo.
- La ricchezza finanziaria delle famiglie è composta prevalentemente dai tradizionali depositi, ma investimenti assicurativi e previdenziali avanzano rapidamente.

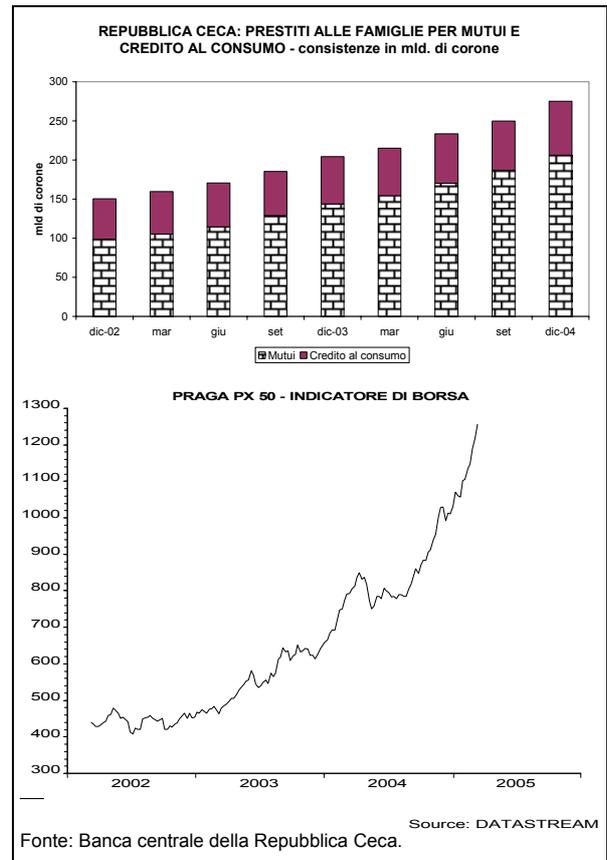
Dal 1998 (ultimo anno di recessione) la Repubblica Ceca conosce tassi di crescita stabili e, soprattutto nell'ultimo biennio, in accelerazione, tanto da collocarsi nel periodo 2003-04 su valori di poco inferiori al 4%. Tra il 2001 e il 2003 il Pil pro capite (PPP) è aumentato del 9,6% raggiungendo i 15.506 euro, un livello tra i più elevati (dopo Cipro e Slovenia) dei paesi di recente ingresso nella Ue. In salita anche i redditi, mentre il tasso di disoccupazione si attesta al 7,8%.

A ulteriore conferma del positivo quadro macroeconomico, vi è anche l'evoluzione dei finanziamenti bancari alle famiglie. Nel 2004 il loro ritmo di crescita annuo è stato superiore al 30% e la quota di credito delle istituzioni finanziarie destinata al settore famiglie è così salita oltre il 20%, un livello, tuttavia, ancora notevolmente inferiore alla media Ue (50%). Al raggiungimento di questo risultato ha contribuito anche il crescente interesse del sistema bancario nei confronti del comparto *retail*, considerato il livello di rischio relativamente basso delle famiglie. Allo stesso tempo le famiglie hanno accolto con favore la maggiore disponibilità di credito in presenza di tassi di interesse in fase di discesa. Ne è derivata una sensibile correzione di alcuni indicatori relativi alla loro situazione finanziaria: il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile annuo è salito nel triennio 2000-03 di oltre 6 p.p. raggiungendo il 18,2%. Analoga evoluzione è verificabile per l'incidenza delle passività sulle attività finanziarie al 15% a giugno scorso rispetto al 9,5% del 2000. Pressoché stabili e su livelli modesti sono rimasti, invece, il peso degli interessi passivi sul reddito disponibile (1,8%) e il *ratio* tra indebitamento e ricchezza complessiva (al 5%). Nel primo caso per effetto del basso livello dei tassi, nel secondo della rivalutazione degli immobili. La crescita delle passività delle famiglie ceche è stata prevalentemente dovuta alla richiesta di mutui fondiari (+43,6% a/a a dicembre 2004). Una crescita così consistente è da un lato un effetto statistico (le prime erogazioni risalgono alla fine degli anni Novanta e quindi i volumi sono ancora molto modesti); dall'altro lato si colgono, però, fattori che fanno pensare a un solido fenomeno di medio lungo termine: il trend discendente dei tassi di interesse, fattori demografici (forte domanda di mutui da parte della generazione nata negli anni '70), incentivi alla proprietà privata, agevolazioni fiscali sui finanziamenti e, infine, il prospettato aumento nel 2007 delle imposte sull'attività edilizia che passeranno dal 5% al 19%. A ciò si aggiunge l'acquisto di abitazioni per fini speculativi dovuto all'allentamento dei vincoli agli acquisti da parte di stranieri in seguito all'ingresso della Repubblica Ceca nella Ue.

La maggiore offerta di prestiti alle famiglie riflette sia la vivace iniziativa di società non finanziarie, sia, da parte delle banche, la ricerca di una redditizia allocazione dei fondi, che sembra essere assicurata più dal settore famiglie che da quello delle imprese. La riduzione dei tassi di interesse, infatti, viene trasferita solo parzialmente sulle condizioni applicate ai prestiti ai nuclei familiari. Inoltre, la qualità del credito ipotecario alle famiglie risulta particolarmente elevata (quelli *non performing* sono al 3% circa dei finanziamenti erogati al settore) sia per l'affinamento delle tecniche di valutazione del merito di credito della clientela, sia dell'obbligo di sottoscrivere assicurazioni contro gli eventi imprevisti.

Anche il credito al consumo ha riportato nel 2004 tassi di crescita a due cifre (+13,9% a/a) soprattutto grazie alla maggiore propensione all'utilizzo di questo strumento da parte delle generazioni più giovani. I meno elevati tassi di crescita del credito al consumo rispetto a quelli rilevati per i mutui sono dovuti prevalentemente all'incisiva concorrenza delle istituzioni finanziarie nell'offerta di credito al dettaglio. Alla maggiore rischiosità di questo segmento di mercato, pari al 12% del totale erogato a questa forma tecnica, fanno riscontro gli elevati tassi d'interesse applicati (attualmente al 15%).

Relativamente alla composizione del portafoglio finanziario delle famiglie emerge come la forma di investimento principale sia il deposito bancario, una scelta, però, in rallentamento stante la riduzione dei rendimenti (in particolare sui depositi a termine). I disinvestimenti dal deposito tradizionale sono indirizzati prevalentemente in fondi per l'acquisto di immobili (*building saving schemes*), polizze assicurative e fondi pensione. L'attività sui mercati azionari da parte delle famiglie rimane ancora limitata, anche se in crescita: attualmente la capitalizzazione di borsa è pari al 16,5% del Pil ma con elevati rendimenti.



## MERCATI LOCALI PER UN MATTONE MONDIALE

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

- Il mercato immobiliare mondiale ha chiuso il 2004 con quotazioni degli immobili ancora in crescita nei principali paesi. Incrementi superiori al 20% si registrano in Sud Africa e a Hong Kong. Sostenuto anche l'aumento delle quotazioni in Spagna e Francia.
- In generale, esistono aree circoscritte nelle quali gli indicatori (tempi di vendita, sconti applicati e cantieri aperti) segnalano il possibile inizio di una fase di flessione del mercato, che nel complesso non dovrebbe risultare nello scoppio di una bolla.

I dati relativi all'ultimo trimestre del 2004 mostrano mercati immobiliari ancora in crescita in tutti i principali mercati mondiali: nonostante le attese di un ridimensionamento dei prezzi prospettate da alcuni operatori, le quotazioni degli immobili hanno toccato valori consistenti anche nell'anno appena trascorso. In Sud Africa, in particolare, nel quarto trimestre del 2004 i prezzi degli immobili sono cresciuti del 29,6% rispetto allo stesso periodo del 2003, e a Hong Kong del 28,7%. In Europa il maggiore rialzo si registra in Spagna (+17,2%), cui fanno seguito quelli verificatisi in Francia (+16%) e nel Regno Unito (+10,2%). In generale, a partire dal 1997 (inizio della fase di espansione del mercato) fino al 2004 il maggiore aumento cumulato si è registrato proprio in Sud Africa (+195%), seguita dall'Irlanda (+175%) e dal Regno Unito (+147%).

Il mercato globale non sembra mostrare segni di una flessione strutturale e diffusa: rallentamenti degni di nota si registrano infatti solo in alcune aree locali: in Australia, ad esempio, dove nell'ultimo trimestre i prezzi sono saliti nel complesso del 2,7% a/a, si rileva un picco negativo nella città di Sidney dove si è registrato un -16%; nel Regno Unito le quotazioni hanno rallentato il ritmo di crescita, passato al pur consistente +10% dal +20% della precedente rilevazione di fine luglio. In Spagna, segnali di flessione si registrano nella zona di Madrid, dove il +18% registrato nel terzo trimestre 2004 risulta decisamente più contenuto rispetto ai valori ben più elevati rilevati nei mesi precedenti. Piuttosto, i segnali di una possibile, prossima flessione del mercato sembrerebbero derivare da un rallentamento verificatosi nei nuovi cantieri aperti nel 2004, evento che potrebbe rivelare una graduale riduzione del capitale investito da parte degli operatori immobiliari. Ma è ancora presto per convertire tale ipotesi in certezza.

In Italia, dove secondo Nomisma si è rilevato un +9,7% a/a nel quarto trimestre 2004, alcuni indicatori (quali l'allungamento dei tempi di vendita e di locazione o l'aumento dello sconto medio sui prezzi richiesti dai venditori) hanno indotto gli operatori a rivedere al ribasso le proprie aspettative sull'entità degli aumenti futuri di prezzo, che si prevedono ora più contenuti rispetto al recente passato; non viene tuttavia considerata verosimile (date le attuali condizioni) né l'ipotesi della presenza di una bolla immobiliare, né di un suo prossimo scoppio. In effetti, l'Italia non compare ai primi posti nella classifica dei paesi con i maggiori rincari registrati dal '97 al 2004 (avendo registrato una variazione del 65%), preceduta, in Europa, da Spagna, Francia, Regno Unito e Svezia.

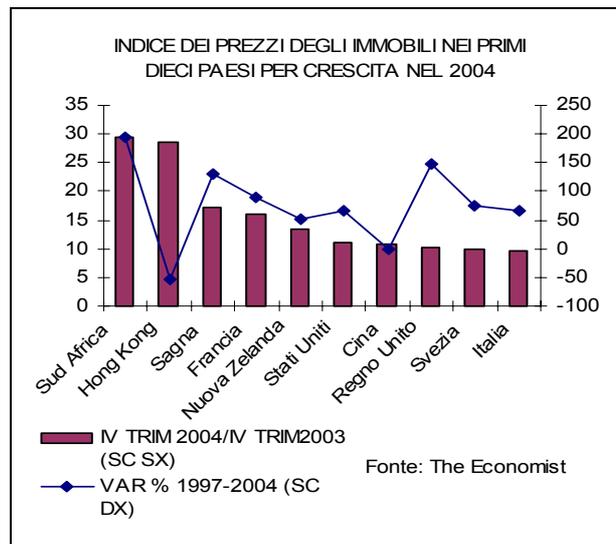
In Francia l'aumento complessivo delle quotazioni degli immobili nel periodo 1997-2004 (+90%) si è concentrato soprattutto negli ultimi tre anni. Nel corso del 2004 il forte aumento della domanda di abitazioni nel paese ha riguardato soprattutto l'area di Parigi e le regioni mediterranee. Da notare che l'aumento dei prezzi si è verificato nonostante la Francia figuri tra i paesi europei (insieme a Irlanda e Spagna) in cui si è avuto l'aumento più consistente dell'offerta abitativa. Questa ultima, tuttavia, non sempre è stata realizzata nelle aree ad elevata intensità demografica; per la maggior parte, infatti, si è tradotta in unità abitative costruite nelle piccole città (dove i vincoli alla produzione immobiliare sono meno stringenti) e assorbite in larga misura dalla domanda per la seconda casa, un segmento che presenta tassi di crescita elevati. Il settore immobiliare francese, inoltre, non ha beneficiato di particolari misure di agevolazione fiscale, anche se sono previsti sussidi sui programmi di risparmio edilizio.

Tra i paesi europei con i rincari più rilevanti, la Svezia (+76% cumulato dal 1997) è quello che presenta la maggiore volatilità dei prezzi; in particolare, nel primo triennio di crescita la causa principale dell'aumento dei prezzi è da ricercare nelle quotazioni raggiunte dagli immobili nella capitale, dove ora, al contrario, si registrano i prezzi più bassi.

Nell'ambito dell'intero mercato immobiliare mondiale, ed europeo in particolare, continua poi a spiccare il dato tedesco, che presenta una variazione nulla dal 1997 e negativa nel 2004 (-1,3%). Nei mesi recenti, tuttavia, si rilevano alcuni segnali di ripresa: in alcune città dell'Ovest, infatti, si registra un moderato aumento dei prezzi in reazione soprattutto alla crescente domanda. La parte Est del paese, al contrario, soffre ancora di una sovrapproduzione di alloggi che, unita alla debole fase congiunturale, determina una compressione verso il basso di prezzi e affitti.

Nei paesi di recente ingresso nella Ue il mercato immobiliare presenta caratteristiche peculiari rispetto agli altri: è infatti ancora piuttosto diffusa la pratica di commissionare direttamente la costruzione della propria casa, e ciò ha ritardato lo sviluppo del settore dell'edilizia abitativa privata che tuttavia ha conosciuto tassi di crescita notevoli negli ultimi anni. Tra tali paesi, comunque, spiccano i dati dell'Ungheria dove, tra il 2000 e il 2003, il buon andamento dell'economia e i sussidi governativi hanno favorito una crescita consistente del mercato immobiliare che ha determinato un notevole aumento dei prezzi (dovuto anche a una carenza strutturale di immobili). A partire dal 2004, tuttavia, il blocco dei sussidi governativi e l'aumento dei tassi di interesse hanno in parte frenato la crescita delle quotazioni. Va osservato infine che l'Ungheria detiene il tasso più elevato di occupazione da parte di proprietari di casa nella Ue, e uno tra i più elevati al mondo (circa il 90%).

Le opinioni circa l'evoluzione a breve termine del mercato immobiliare globale mostrano alcuni tratti comuni: alle preoccupazioni in merito al possibile formarsi (e quindi al successivo scoppio) di una bolla speculativa (a causa della progressiva erosione dei redditi delle famiglie causati dagli affitti elevati e dell'elevata liquidità) si contrappone tuttavia l'opinione che, a parità di condizioni, prevedono ancora un anno circa di crescita dei prezzi in Europa, anche se a ritmi più blandi del recente passato, e in generale ritengono poco probabile l'ipotesi di presenza (e scoppio) della bolla.



## SEDIE, UN PRIMATO TUTTO ITALIANO

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

- Nel cosiddetto “triangolo della sedia”, in provincia di Udine, si concentra l’80% della produzione nazionale di sedie e il 50% di quella europea. Tutte le aziende, da quelle artigianali alle grandi, sono altamente specializzate nelle singole fasi del processo produttivo, con il risultato di una produzione di qualità e ad elevato contenuto di *design*.
- Il distretto si è aperto ai mercati internazionali non soltanto per delocalizzare ma anche per la vendita diretta dei prodotti. L’80% del fatturato viene realizzato dall’export. Le imprese di maggiori dimensioni hanno, inoltre, aumentato il controllo dei canali distributivi, rovesciando la dipendenza strutturale del distretto nei confronti dei clienti e degli intermediari esterni.

Localizzato nel Friuli-Venezia Giulia, ai confini nordorientali dell’Italia, il distretto industriale della sedia occupa un’area di circa 100 kmq ove operano, in forma diretta o indotta, un migliaio di aziende tutte altamente specializzate nelle singole fasi del processo produttivo. Circa l’80% delle imprese produce semilavorati, componenti oppure lavorazioni conto terzi. Il restante 20% si presenta sul mercato con prodotti finiti.

Alla fabbricazione di sedie si è aggiunta, negli ultimi decenni, quella di tavoli e complementi d’arredo, una gamma più ristretta ma che dà completezza all’offerta globale del distretto. Più esattamente la produzione si suddivide in sedie (77%), tavoli (17%) e prodotti vari (6%). Sono più di 44 milioni le sedie realizzate ogni anno nel cosiddetto “triangolo della sedia”, per un volume di affari superiore al miliardo di euro, pari all’80% della produzione sediarina italiana e al 50% di quella europea. L’organizzazione del distretto, basata sulla forte specializzazione nelle singole fasi del processo produttivo e sul ricorso

al decentramento e alla terziarizzazione, permette la convivenza di molte piccole imprese (il 64% del totale) con numero ristretto di grandi operatori (l’1,6%). La dimensione artigianale produce semilavorati o esegue lavorazioni specializzate su commissione di produttori locali; le imprese di dimensione superiore acquistano i semilavorati, eseguono le fasi finali del ciclo e vendono il prodotto finito; solo le medie imprese industriali sono in grado di incorporare l’intero ciclo di produzione.

Il processo di globalizzazione dei mercati ha determinato dei cambiamenti di rilievo nel distretto: si è consolidata la presenza di una decina di gruppi aziendali di dimensioni internazionali (divenuti tali a seguito di acquisizioni, incorporazioni, apertura di unità produttive decentrate, ecc.) che fanno tendenza e costituiscono la testa di ponte per la miriade di piccole e medie aziende soprattutto nella ricerca di sbocchi commerciali all’estero. Nel distretto si è inoltre accentuato il fenomeno della delocalizzazione, a seguito della mancanza o dei costi eccessivi di manodopera, di materie prime e di terreni per insediamenti. Gran parte delle imprese ha trasferito le prime fasi della lavorazione nelle Repubbliche ex jugoslave e nei paesi dell’Est europeo (Romania, Slovacchia, Ungheria) dove vi sono i principali fornitori di legno e dove il costo del lavoro è molto basso. Ciò ha consentito alle aziende del distretto non solo di abbattere i costi produttivi ma anche di risolvere il problema della carenza di manodopera per il trattamento dei semilavorati. Tutte le altre fasi produttive, che mettono in gioco l’alta qualità della produzione, continuano a essere effettuate negli stabilimenti friulani. Attualmente la situazione è così delineata: *design* e progettazione in casa, alcune componenti di prodotto fuori, *marketing* e vendita sempre all’interno.

Con l’internazionalizzazione, è aumentata la diversificazione del portafoglio-paesi, passato dai 30 del 1994 ai circa 90 del 2004, e anche una maggiore penetrazione di quelli con più elevata possibilità di sviluppo per l’impresa. L’orientamento all’estero del distretto è confermato dall’incidenza delle esportazioni sul fatturato, pari a circa l’80%. Il principale paese cliente è da sempre la Germania, che assorbe circa il 22% del valore delle esportazioni. Seguono, con quote importanti, comprese tra il 10 e il 15%, gli Stati Uniti, la Francia e il Regno Unito. Questi primi quattro paesi concentrano il 63% dell’export totale. A maggiore distanza, si posiziona l’Austria (3,5%), seguita da Spagna, Svizzera, Giappone e Paesi Bassi. Nel triennio 2001-2003, la distribuzione dei flussi di export ha subito importanti modifiche, con una minore incidenza del mercato tedesco e di quello austriaco che preferiscono acquistare sedie e mobili in generale da Polonia, Repubblica Ceca, Slovenia e Cina. In compenso, sono aumentati gli acquisti di sedie italiane da parte di altri paesi, in particolare dal Regno Unito.

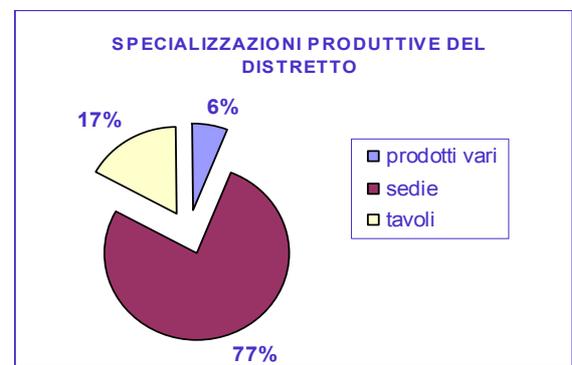
Dal lato delle importazioni, oltre ai paesi dell’Europa orientale, la Cina è giunta a occupare una posizione di rilievo nelle importazioni settoriali con una incidenza del 6%. Al contempo la Repubblica Popolare è divenuta, insieme alla Thailandia, un forte concorrente sul mercato statunitense dove esporta prodotti a prezzi competitivi.

Sebbene il presidio dei canali di distribuzione e l’utilizzo di moderne tecniche di comunicazione, (commercio elettronico, Internet) non siano ancora ampiamente diffusi nel distretto friulano, esso ha compiuto, nell’ultimo decennio, notevoli passi avanti nella commercializzazione dei prodotti. In molti distretti industriali italiani il collegamento con i mercati finali ha costituito storicamente un fattore di dipendenza strutturale nei confronti dei clienti e intermediari esterni. La trasformazione, che ha caratterizzato il distretto dopo la crisi recessiva dei primi anni '80, ha riguardato proprio la relazione con il mercato finale: da un rapporto di sostanziale sub-fornitura (il mercato “comprava” il distretto e non viceversa), si è passati ad una relazione più matura in cui le imprese della sedia sono in grado di sviluppare proprie politiche di mercato (è il distretto ad “aggregare” e “conquistare” il mercato e non viceversa).

### EXPORT E IMPORT: PRINCIPALI PAESI DI DESTINAZIONE E DI PROVENIENZA

Destinazione	% su export settore	Provenienza	% su import settore
Germania	21,7	Austria	20,9
Stati Uniti	14,1	Croazia	16,9
Francia	13,6	Slovenia	10,9
Regno Unito	10,3	Cina	6,0
Austria	3,5	Slovacchia	4,7

Fonte: Camera Commercio Udine



## RISCHIO VOLATILITA'

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

La continua pressione del prezzo del greggio combinata al parallelo aumento dei tassi a lunga tiene in apnea i mercati azionari, sospesi da tre settimane su supporti chiave (4.230 per il Dax, 1.970 Nasdaq, 1.162 Standard & Poor's 500 e 11.700 Nikkei).

Il quadro resta penalizzante, con l'eccezione delle borse asiatiche che però storicamente vantano una correlazione inversa alle occidentali, e quindi non fanno che confermare ulteriormente il disagio delle piazze anglosassoni ed europee.

Il sentiment negativo viene esaltato dalla bassa volatilità dei listini (cfr. primo grafico) che, paradossalmente, accresce il rischio di rintracciamenti importanti perché si associa statisticamente a movimenti ribassisti e riconversioni sui bond.

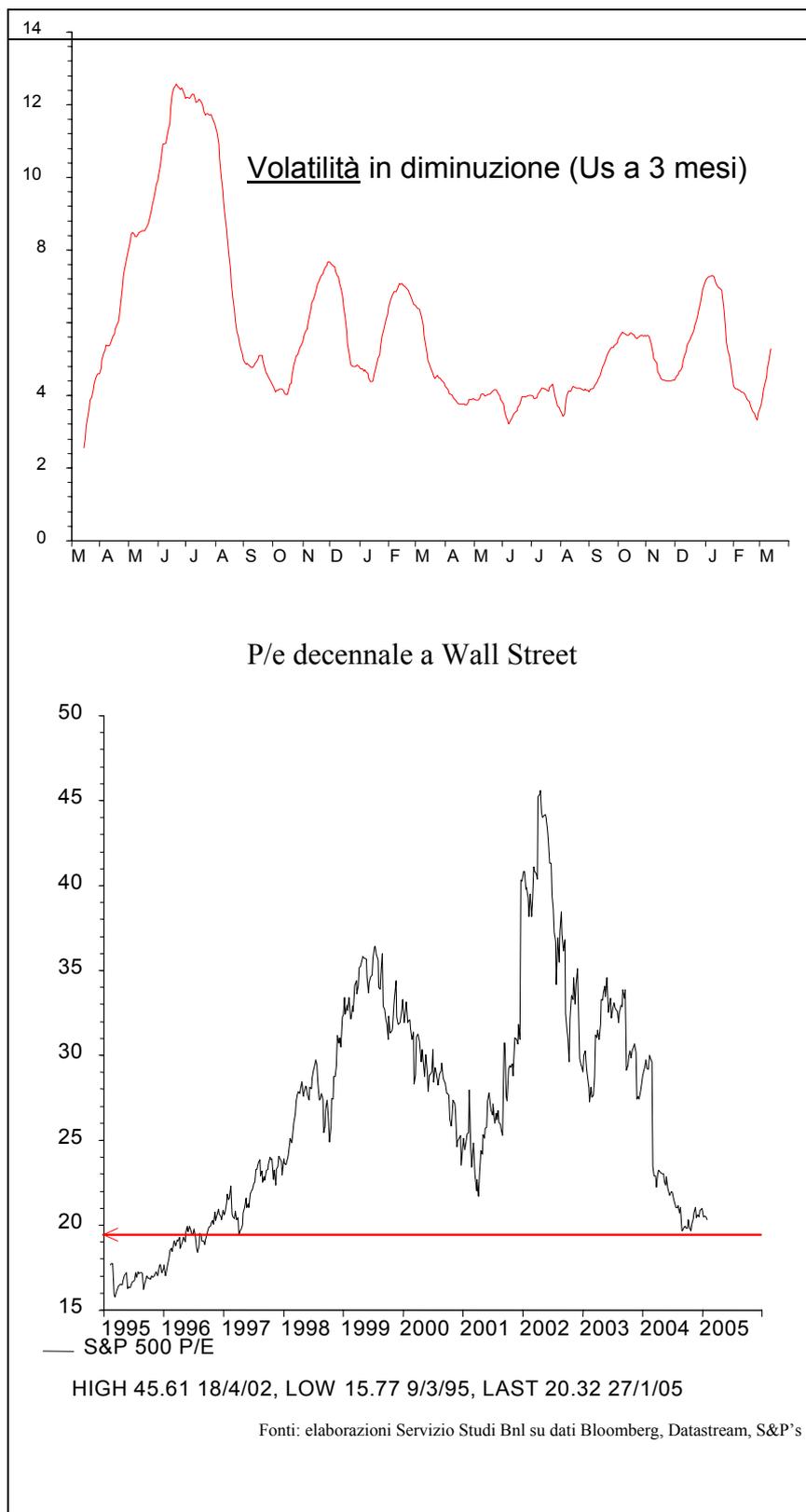
Attualmente però, l'effetto potrà comunque risultare più blando per via della minore attrattiva del comparto obbligazionario, penalizzato dal trend di ascesa dei tassi.

I flussi in uscita dall'azionario verranno quindi immunizzati dalla carenza di impieghi alternativi, lasciando sostanzialmente immutate allocazioni e strategie di portafoglio.

In questo contesto di prudenza continuano ad essere privilegiate le azioni dei settori dell'energia, anche in ottica di protezione dai caro-petrolio.

Prosegue invece il raffreddamento e l'alleggerimento delle posizioni in utilities e industriali, svantaggiate dalla attuale struttura dei tassi d'interesse.

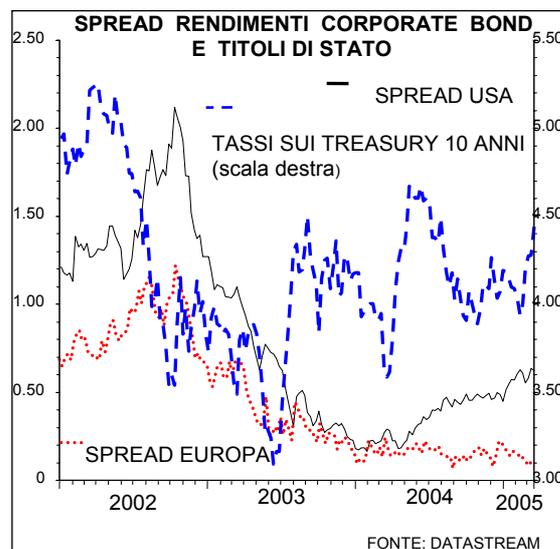
Si registra infine una ripresa del mood su tecnologici (meglio se high e Usa) e telecom (fissa) in sostituzione dei più maturi, in termini di redditività, ciclici e farmaceutici.



## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Il petrolio ha superato i massimi toccati in ottobre 2004. I crescenti timori per l'andamento dei corsi energetici, accanto all'allarme utili divulgato la scorsa settimana da General Motors negli Usa, hanno provocato diffusi cedimenti sull'azionario e uno spostamento dei capitali verso i titoli di Stato. Contemporaneamente i differenziali tra i rendimenti sui titoli *corporate* e i *bond* governativi si sono allargati in particolar modo negli Usa, pur rimanendo contenuti in un'ottica pluriennale. Nonostante la revisione al ribasso intervenuta la scorsa settimana, i tassi sui titoli di Stato sono in crescita nella media di marzo rispetto ai mesi precedenti e hanno interrotto una fase di ribassi che proseguiva pressoché ininterrottamente da luglio del 2004. Le tensioni sui corsi energetici e il sostenuto sviluppo dell'economia Usa dovrebbero favorire un ulteriore progressivo aumento dei rendimenti sui titoli di Stato.
- Dal punto di vista macroeconomico, i dati della scorsa settimana hanno evidenziato l'assenza di un miglioramento negli squilibri strutturali dell'economia Usa, ma hanno confermato una buona tenuta del ritmo di sviluppo. Il deficit di parte corrente del IV trimestre 2004 è risultato in crescita a 189,7 miliardi di dollari e ad oltre il 6% del Pil. L'aumento superiore alle attese degli afflussi di capitale in gennaio ha rassicurato sulla capacità dell'economia statunitense di finanziare il suo crescente disavanzo, ma la dipendenza dal gradimento degli investitori internazionali si fa sempre più vincolante. Le vendite al dettaglio sono aumentate in modo ragguardevole in febbraio, anche se a un ritmo inferiore alle attese (0,5% m/m e 7,7% a/a; 0,4% m/m e 8,4% a/a al netto delle automobili). La produzione industriale di febbraio ha accelerato l'incremento congiunturale allo 0,3%, dal precedente 0,1%, che corrisponde ad una variazione annua del 3,5%. Nel primo bimestre del 2005 la produzione è avanzata del 3,9% annuo, solo in leggera decelerazione dall'oltre 4% del 2004. I prezzi all'importazione di febbraio hanno evidenziato un aumento congiunturale dello 0,8% (dopo lo 0,7% di gennaio) che corrisponde a un +6,1% tendenziale causato prevalentemente dalle tensioni sui corsi petroliferi, se depurati da questa voce il prezzi all'import sono cresciuti di un più modesto 0,2% m/m. I riflettori sono puntati sui prezzi al consumo di febbraio in calendario per il 23 marzo, per verificare se i maggiori costi sopportati dalle aziende siano stati traslati sui consumatori. Le attese prevalenti per il *Fomc* di oggi puntano a un aumento di 25 centesimi del saggio guida, ma i maggiori interrogativi riguardano la formulazione del comunicato per cogliere le valutazioni della Fed sulle prospettive inflazionistiche.
- Nell'area dell'euro, l'inflazione di febbraio è aumentata dello 0,3% m/m e del 2,1% a/a (dal precedente 1,9%) trainata da valori dei beni alimentari ed energetici; al netto di queste componenti l'inflazione *core* è salita dello 0,2% m/m e dell'1,6% a/a. Bisogna tornare a marzo del 2001 per trovare aumenti inferiori dei prezzi *core* a testimonianza del moderato andamento dell'inflazione interna. Gennaio si è aperto con un incremento incoraggiante della produzione industriale europea in aumento dello 0,5% m/m e del 2,2% a/a (dicembre 0,5% m/m e 1,1% a/a), trainata tra l'altro dalla produzione di beni capitali (+1,4% m/m), ma sostenuta anche dai progressi congiunturali dei beni durevoli e non.
- L'accordo raggiunto dai ministri delle Finanze europei sulla riforma del Patto di Stabilità ha mantenuto come riferimento da non superare il 3% per il deficit/Pil e il 60% per il debito/Pil, ma ha ampliato la gamma delle motivazioni che possono giustificare un superamento del primo limite: tra le altre sono incluse maggiori spese per solidarietà internazionale, per conseguimento di obiettivi politici europei, per investimenti in innovazione, ricerca e sviluppo. La Banca centrale europea ha reagito esprimendo preoccupazione per l'allentamento della disciplina fiscale che le nuove regole rischiano di indurre e non si può escludere che la politica monetaria diventi meno accomodante nel caso in cui la Bce giudichi poco rigorose le politiche di bilancio degli Stati membri. Per il momento l'andamento congiunturale rimane troppo fiacco per pensare all'avvio di una manovra restrittiva a breve termine, ma i fattori di disturbo della strategia d'invarianza del saggio guida sono aumentati. L'euro ha reagito con un indebolimento nei confronti del dollaro.



	dati storici		21/03/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	108,5	103,8	105,2	104,0	104,0
dollaro-euro	1,226	1,341	1,316	1,340	1,340
yen-euro	133,1	139,1	138,4	139,4	139,4
sterlina-euro	0,671	0,695	0,694	0,700	0,704
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,11	2,50	3,05	3,30	3,65
euro	2,03	2,17	2,14	2,18	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,30	4,87	4,99	5,00	5,03
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,82	4,22	4,51	4,60	4,60
Germania	3,93	3,65	3,73	3,90	4,10
Giappone	1,33	1,37	1,43	1,56	1,56
Italia	4,06	3,74	3,86	4,05	4,25
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,84	4,90	4,80

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,1	0,8	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,8	3,0	3,8	3,5	3,6
var.% anno su anno	3,0	4,4	3,5	5,0	4,8	4,0	3,9	3,5	3,7	3,5	3,5

#### AREA EURO

	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,7	0,5	0,2	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				3,0	1,9	1,0	0,8	2,2	2,2	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,5	2**	1,8	1,6	2,2	1,9	1,6	1,4	1,5	1,8	2,3

#### ITALIA

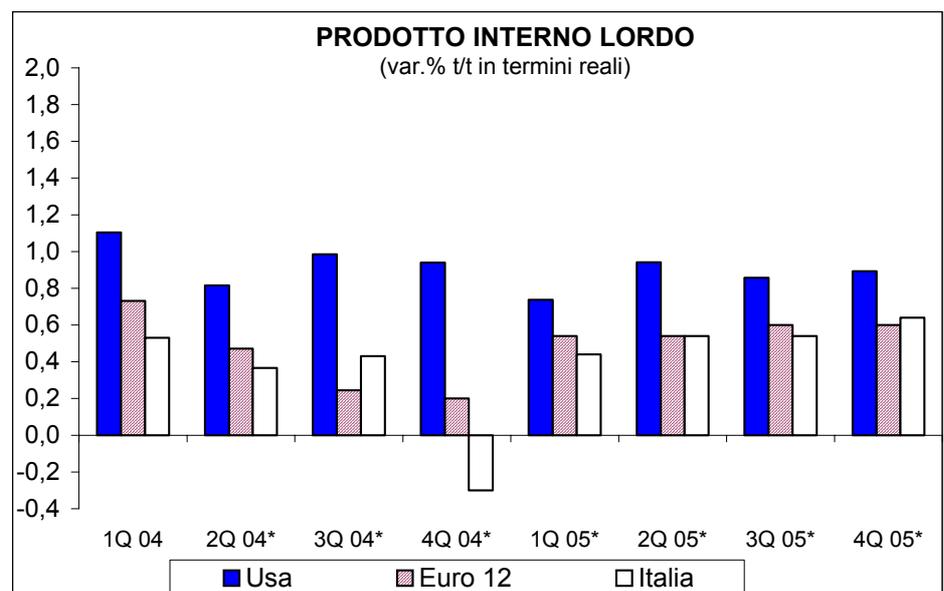
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,2	1,4	1,7	-1,2	1,8	2,2	2,2	2,6
var.% anno su anno	0,4	1,2**	1,4	0,8	1,3	1,4	1,0	0,9	1,1	1,2	2,2

\* \* La media annua del Pil nell'Area dell'Euro e in Italia nel 2004 fa riferimento ai dati grezzi.

Le variazioni trimestrali fanno invece riferimento ai dati di Pil destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

\* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.555
Italia	1.351



## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,5	117,2	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,6	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,8	1,6	1,8

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,8	106,8	105,5
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,4	110,2	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,2
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8	2,6	2,6
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,2

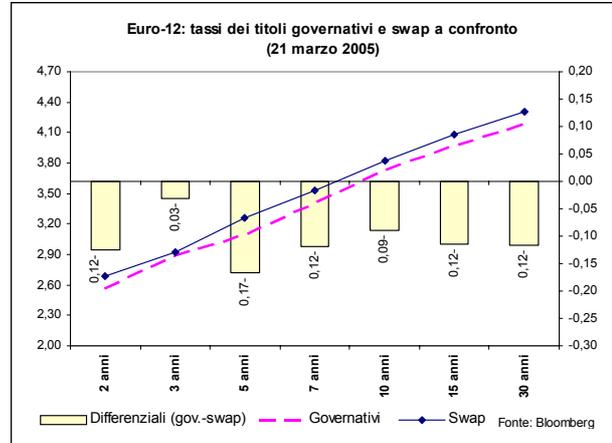
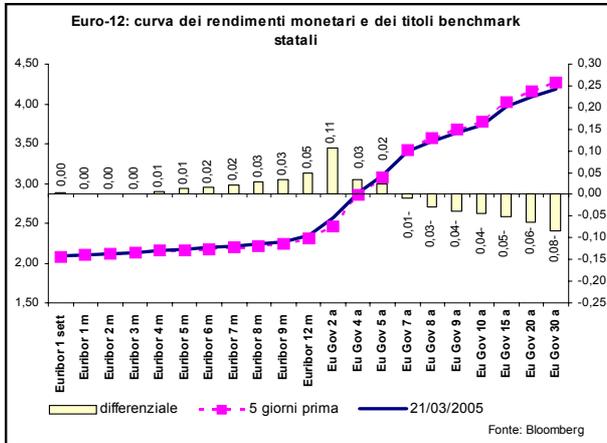
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	120,6	120,8	121,2	121,5	121,8	121,9	122,1	122,4	122,6	122,7	123	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,5	126,8	127,2	127,4	127,5	127,6	127,8	128	128,3	128,5	127,3
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1	2,2	2,4	2,3	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

# PANORAMA TASSI & EURO

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



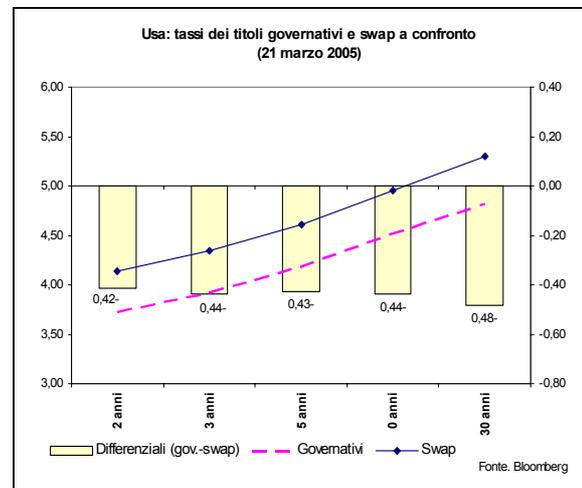
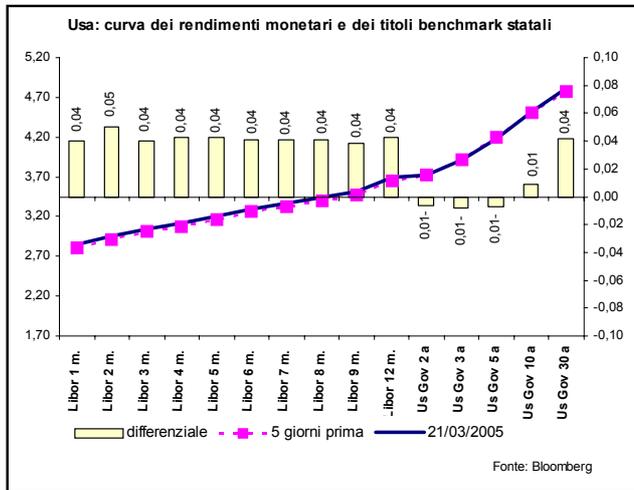
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	18/3/05	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,328	1,342	1,304	1,226	1,263	1,179	-1,0	1,8	8,3	5,1
Canada	1,603	1,618	1,605	1,641	1,623	1,800	-0,9	-0,1	-2,4	-1,3	-11,0
Australia	1,680	1,694	1,659	1,652	1,680	1,910	-0,8	1,3	1,7	0,0	-12,0
Nuova Zelanda	1,795	1,817	1,812	1,883	1,924	2,223	-1,2	-0,9	-4,7	-6,7	-19,2
Giappone	139,3	139,7	137,6	131,2	135,1	133,7	-0,3	1,2	6,1	3,1	4,2
Argentina	3,872	3,930	3,797	3,569	3,699	1,180	-1,5	2,0	8,5	4,7	228,2
Svizzera	1,550	1,550	1,548	1,563	1,558	1,617	0,0	0,1	-0,8	-0,5	-4,2
Regno Unito	0,693	0,699	0,689	0,672	0,705	0,711	-0,7	0,6	3,2	-1,6	-2,5
Svezia	9,114	9,063	9,091	9,249	9,080	9,470	0,6	0,3	-1,5	0,4	-3,8
Danimarca	7,448	7,446	7,444	7,447	7,445	7,450	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Norvegia	8,128	8,177	8,288	8,502	8,414	8,855	-0,6	-1,9	-4,4	-3,4	-8,2
Cipro	0,583	0,583	0,583	0,586	0,586	0,582	0,2	0,1	-0,4	-0,5	0,2
Repubblica Ceca	29,75	29,48	29,89	33,15	32,41	35,11	0,9	-0,5	-10,3	-8,2	-15,3
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	245,7	243,2	243,1	254,5	262,5	251,5	1,0	1,1	-3,5	-6,4	-2,3
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,658	0,673	0,667	0,0	0,0	5,7	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,432	0,433	0,431	0,427	0,432	0,443	-0,1	0,3	1,3	0,2	-2,4
Slovacchia	38,28	37,65	38,05	40,41	41,17	42,99	1,7	0,6	-5,3	-7,0	-11,0
Slovenia	239,7	239,7	239,8	238,0	236,7	189,0	0,0	0,0	0,7	1,3	26,8
Polonia	4,0675	3,952	3,990	4,737	4,702	4,071	2,9	1,9	-14,1	-13,5	-0,1
Russia	36,56	36,95	36,51	35,29	36,89	25,32	-1,0	0,1	3,6	-0,9	44,4
EURO	93,9	94,5	93,2	91,0	92,8	93,3	-0,6	0,8	3,2	1,2	0,7
<i>cambio effettivo nominale</i>											

Fonte : Datastream.

# PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



## Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	18/3/05	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,202	1,205	1,232	1,327	1,293	1,598	0,3	2,5	10,4	7,6	32,9
Australia (*)	0,795	0,793	0,789	0,752	0,753	0,516	0,3	0,8	5,7	5,5	54,1
Nuova Zelanda (*)	0,745	0,740	0,723	0,660	0,656	0,425	0,7	3,0	12,9	13,5	75,1
Giappone	104,7	104,0	105,6	106,9	107,2	131,8	-0,7	0,8	2,0	2,4	25,9
Corea del Sud	1.003	998	1.026	1.166	1.198	1.320	-0,4	2,3	16,3	19,5	31,7
Filippine	54,27	54,13	54,64	56,25	55,54	51,60	-0,3	0,7	3,6	2,3	-4,9
Indonesia	9.360	9.362	9.249	8.530	8.418	10.370	0,0	-1,2	-8,9	-10,1	10,8
Singapore	1,625	1,619	1,639	1,690	1,700	1,849	-0,4	0,9	4,0	4,6	13,8
Thailandia	38,49	38,27	38,53	39,40	39,61	44,05	-0,6	0,1	2,4	2,9	14,5
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,60	43,51	43,78	45,25	45,63	48,27	-0,2	0,4	3,8	4,7	10,7
Argentina	2,92	2,92	2,92	2,89	2,94	1,00	0,1	0,0	-1,0	0,8	-65,8
Brasile	2,72	2,72	2,58	2,91	2,89	2,30	0,2	-5,1	7,0	6,5	-15,5
Cile	585,8	583,7	567,3	602,5	593,0	646,3	-0,4	-3,2	2,9	1,2	10,3
Colombia	2.372	2.334	2.320	2.662	2.780	2.297	-1,6	-2,2	12,2	17,2	-3,2
Messico	11,19	11,03	11,07	11,02	11,24	9,11	-1,4	-1,0	-1,5	0,4	-18,6
Perù	3,26	3,26	3,26	3,46	3,46	3,44	-0,1	0,0	6,3	6,2	5,6
Uruguay	25,44	25,49	24,64	29,66	29,32	14,75	0,2	-3,1	16,6	15,3	-42,0
Venezuela	2.835	2.810	2.688	3.386	2.852	759	-0,9	-5,2	19,4	0,6	-73,2
Israele	4,31	4,30	4,36	4,48	4,39	4,48	-0,3	1,1	4,0	1,8	3,9
Sud Africa	6,01	5,85	5,93	6,66	6,62	12,37	-2,7	-1,4	10,8	10,1	105,7
Turchia	1,3132	1,2620	1,3031	1,3245	1,3966	1,4298	-3,9	-0,8	0,9	6,4	8,9
Area dell'Euro (*)	1,328	1,342	1,304	1,226	1,263	0,904	-1,0	1,8	8,3	5,1	47,0
Regno Unito (*)	1,922	1,926	1,894	1,836	1,786	1,439	-0,2	1,5	4,7	7,6	33,6
Svizzera	1,164	1,150	1,183	1,258	1,239	1,650	-1,2	1,7	8,1	6,4	41,8
Danimarca	5,59	5,53	5,70	6,01	5,91	8,28	-1,0	1,9	7,6	5,7	48,2
Norvegia	6,12	6,10	6,36	6,93	6,68	8,87	-0,4	3,8	13,3	9,1	44,8
Svezia	6,85	6,73	6,97	7,47	7,18	10,28	-1,7	1,8	9,0	4,8	50,1
Russia	27,46	27,46	28,00	28,53	29,45	30,14	0,0	2,0	3,9	7,3	9,8
Polonia	3,03	2,94	3,05	3,84	3,73	3,96	-3,1	0,6	26,6	23,1	30,4
Repubblica Ceca	22,40	21,97	22,92	27,03	25,65	35,27	-1,9	2,3	20,7	14,5	57,5
Ungheria	184,5	180,9	186,2	205,2	209,3	272,9	-1,9	1,0	11,3	13,5	47,9
<b>DOLLARO USA</b>	<b>90,0</b>	<b>89,3</b>	<b>91,3</b>	<b>95,6</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-26,2</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 22 AL 28/3/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 22	Stati Uniti: riunione del FOMC ☺ Area Euro: riunione Consiglio d'Europa
Mercoledì 23	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'ultima riunione

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 22	Francia	Spese per consumi	febbraio	2,1% m/m;4,4% a/a	-1% m/m;3,3% a/a
	Regno Unito	Prezzi al consumo RPI-X	febbraio	-0,5% m/m;1,6% a/a -0,5% m/m;3,2% a/a	0,3% m/m;1,6% a/a 0,4% m/m;3,2% a/a
Mercoledì 23	Italia	Indice di fiducia dei consumatori	marzo	104,4	104,0
		Bilancia commerciale (non EU)	febbraio	-1959 mil euro	-285,0 mil euro
	Germania	Vendite al dettaglio	gennaio	0,0% t/t	0,2% t/t
		IFO ☺	marzo	94,5	94,8
Giovedì 24	Regno Unito	Pil (rev.)	IV tr. 04	0,5% t/t;3,1% a/a	0,7% t/t;2,9% a/a
	Area Euro	Ordini all'industria	gennaio	8,8% m/m	-5,0% m/m
	Italia	Indice di fiducia delle imprese Pil (rev.)	marzo IV tr. 04	86,8 0,4% t/t	87,0 -0,3% t/t
Venerdì 25	Germania	Prezzi al consumo armonizzati	marzo	0,4% m/m;1,8% a/a	0,3% m/m;1,6% a/a
	Italia	Ordini all'industria	gennaio	5,6% m/m	-3,2% m/m

### STATI UNITI E GIAPPONE

Martedì 22	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	febbraio	0,3% m/m;4,2% a/a	0,3% m/m;4,6% a/a
		Prezzi alla produzione (escl. alim.&en.)	febbraio	0,8% m/m;2,7% a/a	0,1% m/m;2,8% a/a
Mercoledì 23	Stati Uniti	Prezzi al consumo	febbraio	0,1% m/m;3,0% a/a	0,3% m/m;2,9% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim.& en.)	febbraio	0,2% m/m;2,3% a/a	0,2% m/m;2,3% a/a
Giovedì 24	Stati Uniti	Ordinativi, beni durevoli	febbraio	-1,3% m/m	0,8% m/m
		Ordinativi beni durevoli (ex trasporti)	febbraio	0,3% m/m	0,3% m/m
		Richieste sussidio di disoccupazione	19 marzo	318.000	315.000
Venerdì 25	Giappone	Prezzi al consumo nazionali	febbraio	-0,1% a/a	-0,3% a/a
		Prezzi al consumo (ex. alim freschi)	febbraio	-0,3% a/a	-0,3% a/a