

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Autorizzazione del
Tribunale di Roma
n. 158/2002
del 9/4/2002

Stampato in proprio c/ BNL
Via San Basilio, 48 00187 Roma

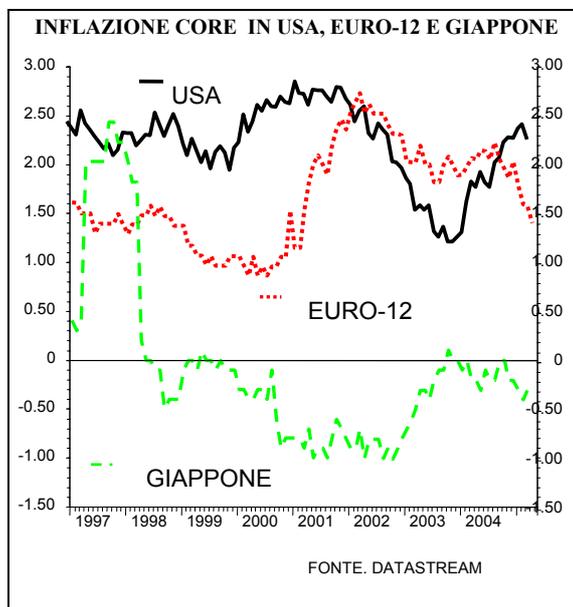
Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

19
2005

24 maggio 2005
Coordinamento: Giovanni Ajassa
Capo Economista - Tel. 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



- In attesa di conferme ed approfondimenti sui dati del primo trimestre, il "decoupling" tra i saggi crescita di USA ed area dell'euro appare riflettersi sui tassi e cambi. In uno scenario scervro da preoccupazioni sull'inflazione, si allontana la data di un eventuale rialzo dei tassi a breve europei mentre il relativo consolidamento del dollaro sotto quota 130 attenua ulteriormente la presa della politica monetaria comune.
- L'economia del Vietnam continua a crescere e si confronta con lo scenario di un futuro ingresso del paese nel WTO.

Vietnam: verso l'accesso al WTO

S. Ambrosetti ☎ 06-4702.8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- **L'economia vietnamita continua a espandersi a un ritmo sostenuto, superiore al 7% annuo. La crescita economica sta contribuendo alla riduzione del tasso di povertà del paese, tuttavia l'attuazione di riforme strutturali procede a un ritmo ancora misurato.**
- **Permangono elevati i consumi e gli investimenti. Il tasso di inflazione ha sfiorato l'8 per cento nel 2004 e si manterrà al di sopra del 7 per cento anche nel corso del 2005.**
- **Il commercio internazionale presenta una buona dinamica, ma le prospettive future appaiono legate alla possibile partecipazione del Vietnam al WTO che potrebbe concretizzarsi nel migliore dei casi entro la fine del 2005.**

| Vietnam | 2003 | 2004 | 2005* |
|--|--------|----------------|--------|
| Popolazione (milioni di abitanti) | 81,4 | | |
| Pil (var. % annua in termini reali) | 7,2 | 7,7 | 7,1 |
| Prezzi al consumo (var % annua) | 3,1 | 7,8 | 7,2 |
| Cambio contro \$ Usa (media annua) | 15.510 | 15.746 | 16.350 |
| Riserve valutarie (mld. di Usd) | 6,3 | 7,0 | 7,4 |
| Fonte: EIU, IIF, ADB e nostre elaborazioni su dati Datastream | | (*) Previsioni | |
| Rating: B1(Moody's), BB- (Standard & Poor), BB- (Fitch) | | | |

In base alle stime ufficiali il Pil del Vietnam nel corso del 2004 è cresciuto del 7,7 per cento, il miglior risultato dal 1997. L'espansione economica è stata guidata da un buon andamento di consumi e investimenti e da un'elevata dinamica dell'interscambio commerciale, in particolare dell'export che ha beneficiato del rialzo dei prezzi internazionali di molti beni di cui il paese è esportatore.

La crescita economica sostenuta ha consentito la riduzione di oltre 300.000 unità del numero di famiglie al di sotto della soglia di povertà, portando il valore attuale a 1,4 milioni. Secondo gli standard del paese, una famiglia è al di sotto della soglia di povertà quando non dispone di un potenziale di spesa che va dai 5 ai 10 Usd. (a seconda della zona del paese) per persona per mese. Il tasso di povertà si è ridotto dall'11 per cento del 2003 all'8,3 per cento nel 2004. Lo sviluppo economico nel corso del 2004 ha portato anche alla creazione di 1,6 milioni di nuovi posti di lavoro, riducendo il tasso di disoccupazione nelle aree urbane dal 5,8 al 5,6 per cento (questo valore cresce però di oltre un punto percentuale nelle città più grandi come Hanoi e Ho Chi Minh City). Un importante contributo deriva anche dalle rimesse dei lavoratori all'estero che ammontano a oltre 1,5 mld. di dollari equivalenti al 3,5 per cento del pil.

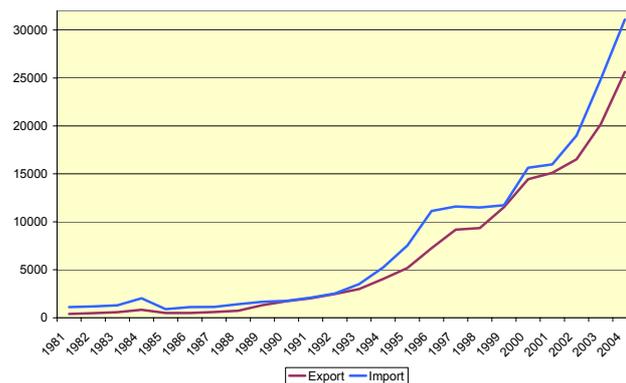
Il tasso di inflazione continua a rimanere su livelli elevati. Nel 2004 i prezzi al consumo hanno mostrato una crescita pari al 7,8 per cento e per il 2005 si attende solo un modesto ripiegamento che lascerà l'inflazione comunque al di sopra del 7 per cento. Nel corso del 2004 il governo ha aumentato il prezzo di gasolio, kerosene e benzina in risposta all'aumento nel prezzo dell'import di beni derivati del petrolio e per frenare l'approvvigionamento di carburante nelle zone di confine a causa del minor costo in territorio vietnamita. Il riflesso di questa manovra è stato un aumento nei costi di produzione, distribuzione e trasporto. Il prezzo dei beni alimentari, oltre a subire pressioni dal lato dei costi, ha risentito della siccità, della febbre aviaria e del rialzo del prezzo internazionale del riso. Nel complesso il prezzo dei beni alimentari è cresciuto nel corso del 2004 del 15,6 per cento; non considerando la componente alimentare il tasso di inflazione del paese scenderebbe dal 7,8 per cento al 3 per cento.

Il livello elevato dei prezzi di petrolio, prodotti agricoli (tra cui il riso) e materie prime ha alimentato il valore dell'export vietnamita che è cresciuto di circa il 30 per cento nel corso del 2004, arrivando a 26 miliardi di Usd. L'entità del risultato appare più evidente se si

considera che il petrolio costituisce il 22 per cento dell'export complessivo, e anche il riso arriva al 9,4 per cento. A beneficiare di un rialzo di prezzo sono state anche altri prodotti agricoli di cui il paese è esportatore: caffè, gomma, pepe, anacardi e the.

Le prospettive dell'export sembrano meno brillanti per il 2005, in particolare appare sotto pressione il settore tessile le cui esportazioni ammontano al 17 per cento del totale, per via della crescente concorrenza cinese e del venir meno dell'accordo sulle quote di export per i membri del WTO. Il Vietnam, sta cercando di entrare nel WTO, ma nel migliore dei casi potrebbe ottenere l'accesso per fine 2005. Al momento dunque rimane il vincolo della quota sull'export verso gli Usa (1,8 mld. di Usd) che costituiscono il principale mercato di sbocco, mentre il Canada e l'Unione Europea hanno accordato l'eliminazione delle quote sull'export vietnamita. In aumento anche il settore dei servizi (+7,4 per cento) guidato specialmente, da una buona crescita del turismo. Le importazioni continuano a crescere a ritmi sostenuti (+25 per cento nel 2004), il saldo commerciale è rimasto pertanto negativo sui livelli dell'anno precedente (-2,5 mld. di Usd). Continuano ad aumentare anche le riserve internazionali che nel corso del 2004 sono passate da 6,4 a 7 mld. di Usd. e coprono 2,5 mesi di importazioni. Per quanto concerne il tasso di cambio del dong nonostante più volte nel corso del 2004 si sia apprezzato nei confronti del dollaro, nella media dell'anno ha evidenziato un deprezzamento dell'1,5 per cento (15.746 dong per 1 Usd. in media nel 2004).

Export e Import
(mln. di Usd)



Malgrado i significativi progressi di natura macroeconomica e il miglioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori, il Vietnam non è riuscito a superare con altrettanta efficacia alcune debolezze strutturali nel settore di banche e imprese pubbliche che costituiscono delle priorità nell'agenda del Governo. Nei primi 10 mesi del 2004 oltre 450 imprese pubbliche, prevalentemente molto piccole e a carattere locale, sono state parzialmente privatizzate, mentre sono stati preparati dei piani per la parziale privatizzazione delle imprese pubbliche maggiori. Tutte le principali banche pubbliche sono state ricapitalizzate anche se in molti casi non rispettano ancora lo standard internazionale in termini di solvibilità. E' stato inoltre preparato un piano di privatizzazione parziale per la Banca Vietnamita per il commercio estero (Vietcombank), una delle più grandi banche pubbliche, che potrebbe aprire la strada, qualora realizzato, ad altri procedimenti analoghi, ritenuti necessari per orientare l'efficienza del settore verso standard qualitativi più elevati.

Meccanica strumentale, l'altro volto del made in Italy

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

- **Settore vitale e fortemente competitivo del *made in Italy*, la meccanica strumentale italiana chiude il 2004 in recupero, dopo le difficoltà del 2003. La ripresa produttiva, iniziata nel 2004, dovrebbe consolidarsi nell'anno in corso.**
- **La ridotta dimensione aziendale non ha impedito alle imprese italiane del settore di competere e superare in efficienza quelle tedesche, dirette concorrenti. L'elevata specializzazione e i contenuti innovativi della produzione nazionale hanno in parte protetto la meccanica strumentale dalle pesanti pressioni competitive subite da altri comparti del *made in Italy*.**

Nel 2004, l'industria italiana di beni strumentali ha mostrato segni di recupero dopo le difficoltà registrate l'anno precedente. La produzione, che ha superato in valore 21 miliardi di euro, ha mostrato un aumento su base annua dello 0,8%, sostenuta dalle vendite all'estero in aumento del 5,1%. Il mercato interno ha continuato a essere caratterizzato da una dinamica debole (-7,5%), ma meno negativa di quella evidenziata nel 2003, quando la flessione fu del 15%. La situazione del mercato interno riflette andamenti differenziati della domanda rivolta alle varie tipologie di macchinari che compongono il settore. Alcuni comparti, come quelli delle macchine per la lavorazione del cuoio, del legno e del tessile, accusano riduzioni sensibili del fatturato e degli ordinativi a causa della critica fase congiunturale che penalizza i settori utilizzatori. Le macchine per l'imballaggio, destinate a settori più competitivi e meno soggetti alla concorrenza internazionale (Farmaceutica, Largo Consumo, Alimentare) hanno registrato incrementi anche sensibili della domanda interna. Decisamente più positivo è apparso, nel 2004, l'andamento dei mercati esteri, particolarmente di quelli europei dove spicca l'aumento del 14% delle vendite in Germania e del 9,4% in Spagna. Notevoli anche le *performance* in Russia (+17%) e in Polonia (+21%). La capacità delle imprese meccaniche di sfruttare la domanda internazionale, in un periodo in cui quella interna è in prolungata stagnazione, dipende anche dalla loro presenza su tutti i mercati, sia tradizionali sia emergenti, nei quali ognuno dei comparti ha trovato una specifica vocazione: dalla Cina per le macchine per la lavorazione dei metalli o della plastica, alla Turchia per il meccanotessile, all'Iran per le macchine per la lavorazione della pietra, fino alla Russia per le macchine per la lavorazione del legno. Queste peculiarità si riflettono in una diffusione capillare ed equilibrata delle vendite, in cui la prima area di sbocco, l'Europa occidentale, ha una quota pari solo al 26% del totale; seguono con quote dell'11% ciascuna Asia, Americhe, e gli altri paesi europei. Un'altra area il cui peso è in crescita è quella mediorientale, che, grazie soprattutto alle vendite in Iran, copre il 6% dell'export settoriale. La meccanica strumentale italiana è giunta ad occupare stabilmente i posti di testa nella produzione europea dove, con una quota del 21% è seconda alla Germania che detiene il 34,9%. La Francia è al terzo posto con l'11%

La struttura dell'industria italiana del settore è tuttavia peculiare rispetto a quella dei concorrenti europei. Secondo i dati Eurostat relativi al 2002 (ultimo anno di diffusione), le imprese tedesche posseggono dimensioni triple per fatturato e addetti rispetto alla media UE-15. Su valori vicini alla media si attestano quelle inglesi e francesi, mentre le italiane sono decisamente distanti. Le ridotte dimensioni aziendali non impediscono alle imprese italiane di raggiungere i massimi livelli di efficienza: se è vero che il numero medio di addetti risulta il più basso d'Europa, (quasi cinque volte meno di quello tedesco), la posizione italiana cambia sostanzialmente se si considera il fatturato per addetto: esso è pari a 166 mila euro per le imprese italiane, superiore a quello tedesco (158) e secondo a quello francese (179).

| LA MECCANICA STRUMENTALE IN EUROPA | | | | |
|---|----------------|---------------------------|---------------------|--------------------------------------|
| | N° imprese | Fatt. medio (mln euro) | N° medio addetti | Fatturato per addetto (migl.euro) |
| Germania | 17.434 | 9,6 | 61,1 | 158 |
| Regno Unito | 13.669 | 3,9 | 26,0 | 149 |
| Francia | 15.990 | 3,6 | 20,4 | 179 |
| Italia | 43.185 | 2,3 | 13,7 | 166 |
| Spagna | 13.999 | 1,7 | 13,8 | 123 |
| Altri Ue | 53.860 | 1,9 | 18,5 | 101 |
| Ue 15 | 158.137 | 3,2 | 22,3 | 142 |

Fonte: Federmacchine

Le doti di versatilità e di flessibilità produttiva hanno consentito alle nostre imprese meccaniche di mantenere una certa superiorità anche rispetto ai nuovi concorrenti. Il settore sembra infatti essere ancora parzialmente al riparo dalle pressioni competitive esercitate dai paesi emergenti. La Cina, per esempio, pur avendo sensibilmente aumentato le vendite estere di meccanica strumentale, non è riuscita a conquistare la clientela italiana a causa dell'inferiore livello qualitativo e tecnologico della sua produzione.

La quota soddisfatta da prodotti di importazione sui consumi interni dovrebbe pertanto restare su livelli contenuti, con qualche beneficio per il mercato domestico che, se attualmente vive una fase di stasi, è previsto in recupero, spinto dall'esigenza di rinnovamento dell'apparato produttivo, al fine di innalzare il livello qualitativo dei macchinari che resteranno in Italia. Nonostante il permanere di situazioni di difficoltà per alcuni comparti e di altri elementi di incertezza legati al cambio euro/dollaro, le previsioni per il 2005 sono, nel complesso, positive. Sulla base delle stime elaborate nei primi mesi di quest'anno, la produzione dovrebbe sperimentare un aumento del 5% circa, superando i 22 miliardi di euro. Sarà la domanda estera la componente più dinamica della crescita, con un incremento delle vendite che potrebbe attestarsi intorno al 6%. Il saldo commerciale del settore, strutturalmente in attivo, potrebbe sfiorare il valore di 12 miliardi di euro.

| L'INDUSTRIA ITALIANA DELLA MECCANICA STRUMENTALE | | | | | |
|---|----------------------------------|-------------|--------------|-------------------|---------------|
| | 2003 | 2004 | 2005* | 04/03 | 05/04* |
| | <i>valori in milioni di euro</i> | | | <i>var% annue</i> | |
| Produzione | 20.974 | 21.150 | 22.186 | 0,8 | 4,9 |
| Export | 13.849 | 14.561 | 15.478 | 5,1 | 6,3 |
| Import | 3.340 | 3.385 | 3.554 | 1,3 | 5,0 |
| Saldo commerciale | 10.509 | 11.176 | 11.924 | 6,3 | 6,7 |
| Export/produzione | 66% | 68,8% | 69,8% | -- | -- |
| Import/consumo | 32% | 33,9% | 34,6% | -- | -- |

(*) stima

Fonte: Federmacchine

Grandi banche francesi: in buona salute e con progetti alternativi di diversificazione

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

- **Le grandi banche francesi hanno confermato anche nel 2004 di godere di buona salute, conseguendo in media un ROE netto del 16,7%.**
- **Studiando la mappa degli assetti proprietari del sistema bancario francese si evince che solo due dei sette gruppi maggiori sono effettivamente contendibili.**
- **Negli ultimi cinque anni BNP Paribas e Société Générale hanno effettuato acquisizioni per oltre € 18 mld e completato rilevanti programmi di riacquisto di propri titoli.**

Le grandi banche francesi continuano a godere di buona salute. Lo testimonia il consuntivo 2004 e la constatazione che negli ultimi cinque anni, e quindi in fasi congiunturali diverse, i tre maggiori gruppi bancari hanno in media conseguito un rendimento del patrimonio al di sopra della doppia cifra. Lo scorso anno, in particolare, il loro ROE netto (calcolato escludendo l'ammortamento degli avviamenti pagati in occasione delle acquisizioni) si è posizionato in media al 16,7%, 2,8 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente. Analogamente al 2003, la Société Générale ha ottenuto il miglior risultato (21,2%) e il Crédit Agricole quello più modesto (12,4%), con BNP Paribas (17,7%) in posizione intermedia. Nel complesso i tre gruppi hanno realizzato profitti netti per oltre 11 mld di euro.

Posto pari a 100 l'incremento dell'utile lordo conseguito nel 2004, il contributo maggiore (64) è provenuto dalla riduzione degli accantonamenti richiesti dal rischio di credito, analogamente a quanto avvenuto anche in altri paesi (Italia compresa). Rispetto all'anno precedente, l'ammontare di questi accantonamenti risulta per tutti e tre i gruppi dimezzata. Ben più modesto (29) il contributo del risultato dell'attività operativa, con una crescita dei ricavi limitata al 3% ma comunque superiore a quella delle spese (+ 1,9%).

Secondo quanto comunicato da BNP Paribas, la dinamica relativa ai primi tre mesi del 2005 è risultata più favorevole, un'indicazione di sistema sulla cui robustezza ci si potrà, tuttavia, pronunciare solo nelle prossime settimane quando verranno pubblicate le trimestrali degli altri due gruppi.

Nel prossimo futuro sostanziali novità negli assetti del mercato francese dovranno originarsi soprattutto in sede politica. A questa conclusione si giunge considerando la mappa degli assetti proprietari dei gruppi maggiori. Secondo quanto risulta dalla più recente (luglio 2004) classifica di "The Banker" in Francia i gruppi bancari di rilievo (attivo di bilancio di almeno € 90 mld) sono sette (l'ottavo ha un attivo inferiore a 10 mld). Di essi tre sono di natura privata: BNP Paribas, Société Générale e CCF (Crédit Commercial de France). Quest'ultimo è dal 2000 parte del gruppo inglese Hong Kong & Shanghai Banking Corp. (fu acquistato per circa \$ 11 mld). Gli altri due, la cui capitalizzazione di mercato è rispettivamente pari a quasi € 48 mld e € 34 mld, sono pienamente contendibili: i maggiori azionisti di BNP Paribas sono la compagnia assicurativa francese AXA (5,7%) e l'associazione dei dipendenti (5,1%); situazione non molto diversa nel caso della Société Générale ove i dipendenti e gli azionisti con almeno l'1% del capitale pesano congiuntamente per meno del 29%. Con un assetto proprietario assolutamente inattaccabile sono i tre operatori di natura parapubblica: Crédit Mutuel, Groupe Caisse d'Épargne e Groupe Banque Populaires (in Francia, come in Germania ma diversamente dall'Italia, le banche popolari non sono quotate). Questi tre operatori hanno un attivo di bilancio compreso tra 300 e 500 mld di euro e sono player di assoluto rilievo nel mercato retail domestico, soprattutto dal lato della raccolta. Nei mesi più recenti il Groupe Caisse d'Épargne ha fatto un rilevante salto dimensionale proponendosi come terzo gruppo francese, grazie all'acquisizione per € 3 mld delle attività di banca d'investimento e di banca commerciale della CDC (Caisse des Dépôts et Consignations). A cavallo tra questi due raggruppamenti (quello delle banche private e quello delle banche parapubbliche) si pone il Crédit Agricole quotato sul mercato azionario (ha una capitalizzazione di circa € 31,5 mld) ma con il 54% del capitale nelle mani delle Caisses regionales de Crédit Agricole, sotto il profilo giuridico società cooperative.

Sia BNP Paribas che Société Générale dispongono di una significativa eccedenza di capitale, la cui destinazione è l'attuazione di programmi di *buy back* e il finanziamento di acquisizioni.

Per quanto riguarda la prima tipologia di utilizzo, la BNP Paribas ha appena annunciato di voler incrementare il programma in essere (€ 1,6 mld di titoli riacquistati nel 2004); la Société Générale, da parte sua, dal settembre 1999 alla fine del 2004 ha attuato programmi di riacquisto per € 3,8 mld (€961 mln nel 2004) e progetta di continuare anche nell'anno in corso (€ 900 mln).

Non meno intenso l'impegno sul fronte delle acquisizioni. Tra il 1999 ed il 2003 la BNP Paribas ha completato acquisizioni per complessivi 9 mld di euro; ne ha perfezionate lo scorso anno altre 11 per un importo complessivo € 2,1 mld; dichiara di poter investire nel triennio 2005 - 07 altri € 7 mld senza compromettere in alcun modo la sua solidità patrimoniale. Di assoluto rilievo anche le acquisizioni di Société Générale: € 7,2 mld negli ultimi cinque anni.

BNP Paribas e Société Générale hanno posizioni importanti in moltissimi comparti dell'attività bancaria e finanziaria. Nell'individuazione delle loro acquisizioni i due gruppi, tuttavia, si muovono lungo direttrici abbastanza diverse. BNP Paribas si muove per diventare un operatore retail di primo piano negli stati del versante occidentale degli USA ove è già oggi per volume di attività il settimo gruppo bancario. Nel 2004 l'attività retail all'estero ha contribuito per il 27% al suo risultato operativo rettificato (cioè dopo le rettifiche su crediti). La Société Générale, invece, ha investito soprattutto nel mercato bancario retail dell'Est Europa e del bacino del mediterraneo (nel 2004 ha acquisito il 50,01% delle General Bank of Greece), nel comparto del credito al consumo (con un recente acquisto è divenuto il 4° operatore del mercato tedesco), nell'attività di gestione del risparmio ove è da tempo uno degli operatori leader a livello globale.

Il ritorno dei titoli growth

G. Pedone ☎ 06-47027055 – giovanni.pedone@bnlmail.com

Lo scenario macroeconomico mondiale addolcito da bassi tassi di interesse gioca ancora a favore dei mercati azionari. L'importante stagione delle trimestrali statunitensi si è conclusa con risultati di gran lunga superiori alle aspettative della vigilia, con margini e profitti (crescita media del 15%) che confermano la ripresa del mood e la sostanziale solidità della struttura della Corporate America, al di là delle piccole strategie di stime ribassate in partenza.

A undici mesi dall'avvio della stretta monetaria Usa, le nuove pressioni – moniti di Greenspan, bolle immobiliari, dei loans e dei derivati – volte ad allentare e magari traslare il trend di rialzo dei tassi d'interesse a lunga portano ad esaltare il mercato obbligazionario americano che assiste così ad una contrazione rilevante dei rendimenti sulla parte decennale della curva (T-Bond).

Sotto la spinta della domanda di India e Cina, continua poi inalterata l'elevata pressione delle quotazioni delle materie prime, soprattutto a matrice energetica, che rischia di inibire la crescita globale.

In questa fase, sono i titoli azionari "value" ad essere penalizzati.

Infatti, l'andamento comparato dei listini nelle ultime settimane segnala un evidente vantaggio dei settori ad alta tecnologia, rappresentati dal Nasdaq, sui titoli cosiddetti value più tradizionali riuniti in panieri come S&P' s e Dow Jones.

La forza relativa delle azioni growth si esprime poi con maggior vigore in fasi crescenti del ciclo, proprio a causa della leva del "beta" che tende invece a destabilizzare i listini in fase opposte con maggior apporto di volatilità e speculazione accodata (hedge funds in particolare).

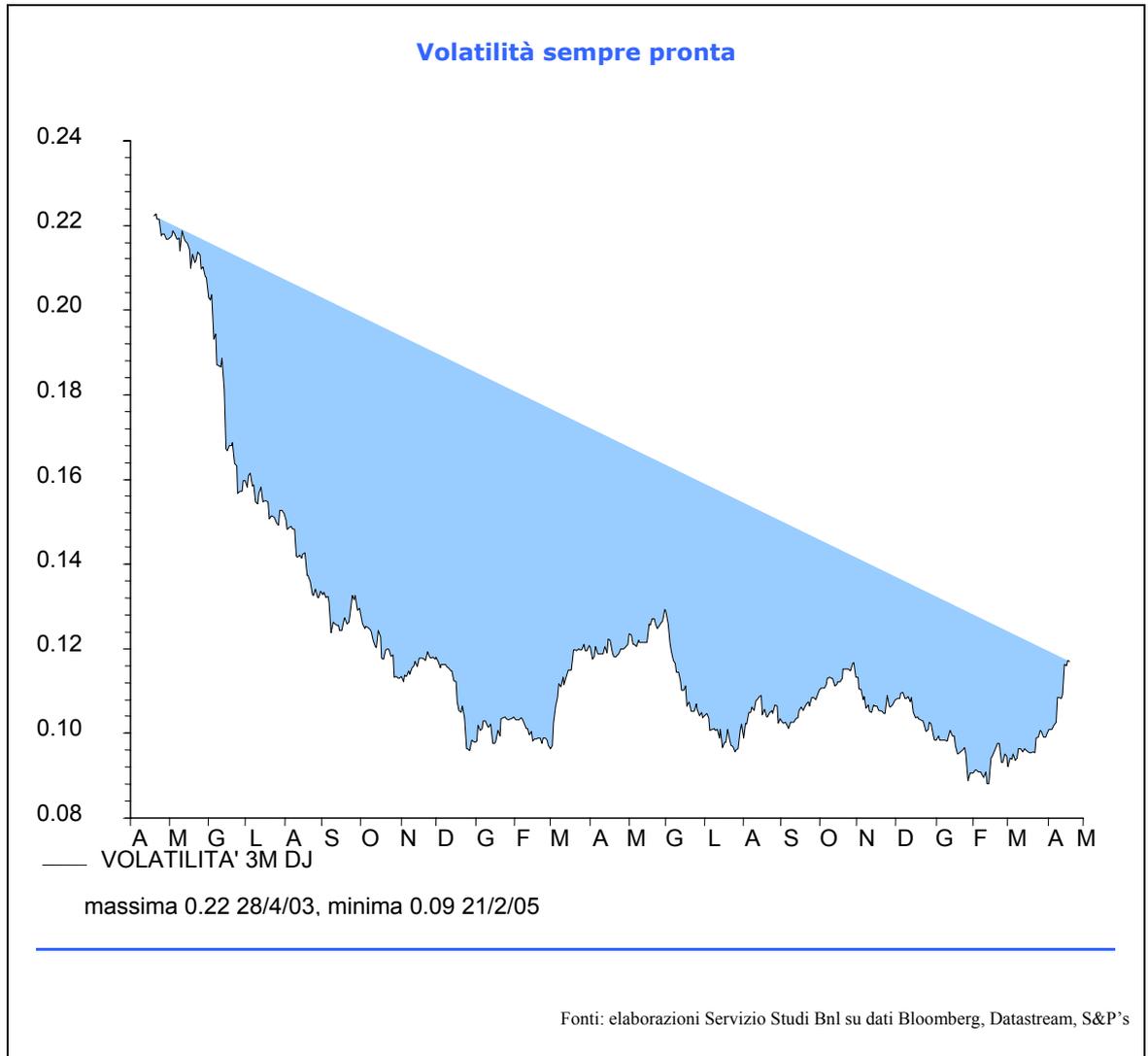
Dopo aver perso da inizio anno posizioni rilevanti sulla scia della pesantezza dei multipli, il Nasdaq e l'intero settore tecnologico sembrano aver ritrovato vitalità grazie alle massicce politiche di riduzione dei costi e ai processi di consolidamento e M&A.

E nonostante ad oggi il premio al rischio sia ancora elevato per investitori dal profilo prudente, i titoli tecnologici risultano poco costosi sul lungo termine, in grado cioè di garantire comunque performance in linea con il mercato.

Si tratta di un settore ad alta crescita e con una ciclicità interna dipendente sia dal tasso di utilizzo della capacità produttiva che dal tasso d'innovazione tecnologica.

Quindi, a fronte di un eccesso di capacità produttiva, spesso troviamo violente riduzioni dei prezzi in borsa, come registrato poi nelle ultime settimane a Wall Street.

Ciò amplia il ventaglio delle occasioni di ingresso sui listini, rispettando il timing a livelli competitivi e non certo tirati, soprattutto quando la speculazione al ribasso decide come adesso di allentare la morsa e non influire sulle dinamiche di mercato.



Appare poi esaurito l'ultimo influente driver ribassista, quello di natura tecnico speculativa nato dal declassamento dei titoli General Motors. Avendone ormai circoscritto il perimetro di azione e scongiurato il contagio all'intera curva dei rendimenti, il domino innescato da GM si è chiuso con una catena di dietrofront nella filiera operativa degli hedge funds abituati ad investire massicciamente in bond.

I nuovi standard hanno imposto una revisione radicale delle strategie di hedging ribaltando completamente le posizioni di copertura aperte. Quindi, la contemporanea chiusura degli scoperti ha alterato i normali equilibri di mercato a favore di una tenuta maggiore dei listini che infatti hanno saputo assorbire il colpo del declassamento e trasformarlo in slancio attivo. La maggior pulizia di posizioni speculative aperte ritrova una sua funzione equilibratrice, portando una sensibile riduzione dell'instabilità.

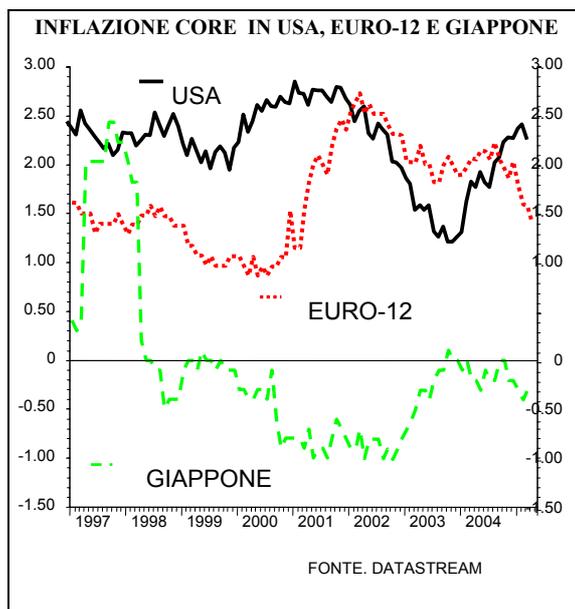
Il tasso di volatilità resta invece ancora sostenuto e alimentato dai dubbi di tenuta del trend in atto, chiamato ad importanti test proprio nelle prossime sedute.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- In attesa della revisione del Pil statunitense del primo trimestre 2005, produzione industriale e fiducia ristagnano.
- Nell'area dell'euro, l'economia si conferma a luci e ombre con un'inflazione sotto controllo e una congiuntura che procede faticosamente.
- Il Giappone accelera il ritmo di crescita nel primo trimestre del 2005 grazie al buon andamento della domanda interna, ma non debella la deflazione.
- Le autorità di Hong Kong rendono più flessibile l'ancoraggio al dollaro Usa.

L'economia americana evidenzia sintomi contrastanti che sembrano avvalorare l'ipotesi di rallentamento della crescita rispetto alla *performance* del 2004, verso un ritmo di sviluppo in linea con il potenziale di lungo periodo del paese. Il quarto calo consecutivo del superindice dell'economia Usa in aprile sembra confermare tale aspettativa. Gli indici dei prezzi - all'import, alla produzione e dei beni di consumo - inviano segnali di attenzione riflettendo il crescendo di pressioni esercitate dai corsi petroliferi nei mesi precedenti, ma possono essere considerati sotto controllo in un'ottica di medio periodo. In particolare, i prezzi al consumo *core*, esclusi alimentari ed energetici, non hanno registrato alcun aumento congiunturale in aprile, a fronte di una variazione tendenziale del 2,2% che risulta in rallentamento rispetto al precedente 2,4% di marzo.



Dal lato dell'offerta, la produzione industriale statunitense ha sorpreso in negativo in aprile evidenziando un cedimento dello 0,2% su marzo, a fronte di aspettative di aumento. Si tratta del primo calo da gennaio 2005, ma anche della più ampia riduzione da settembre 2004. L'accelerazione delle vendite al dettaglio in aprile, congiuntamente con una tendenza al ribasso dei corsi energetici, lascerebbe pensare a una transitorietà della fase di ristagno produttivo. I riflettori sono intanto puntati sulla revisione del Pil del primo trimestre 2005.

Nell'area dell'euro, la dinamica congiunturale rimane fiacca. La produzione industriale di aprile è in calo dello 0,2% congiunturale e dello 0,1% tendenziale con riferimento all'indice corretto per i giorni lavorativi. Nel primo trimestre del 2005 la produzione è aumentata di un

modesto 0,8% su base annua, che rappresenta una decelerazione rispetto al risultato archiviato a gennaio-marzo 2004. In rallentamento è anche la dinamica del Pil francese nel primo trimestre del 2005 (0,2% t/t e 1,7% a/a) rispetto alla fine del 2004, determinata da una serie di difficoltà che hanno agito simultaneamente, come tensioni sui corsi petroliferi e apprezzamento dell'euro, frenando lo sviluppo. Alla luce delle nuove evidenze, l'Insee ha ridotto le stime sulla crescita per l'intero 2005 ridimensionandole al 2,1% dal precedente 2,4%. Nemmeno il fatturato e gli ordinativi italiani di marzo sono stati incoraggianti: gli ordinativi hanno infatti sperimentato un calo tendenziale del 3,6%, il più consistente dall'inizio dello scorso anno, e il fatturato del 2,3%.

In Giappone il Pil del primo trimestre del 2005 è stato migliore delle attese ed è aumentato dell'1,3% congiunturale (che corrisponde a un +5,3% trimestrale annualizzato a un +0,9% tendenziale) trainato prevalentemente dalla domanda interna sostenuta sia dai consumi che dagli investimenti. Tuttavia, il deflatore del Pil ha segnato un ulteriore pesante risultato negativo cedendo dell'1,2% tendenziale a gennaio-marzo del 2005. La Banca centrale giapponese ha deciso di consentire un'iniezione di liquidità inferiore all'attuale target che garantisce riserve a disposizione delle banche presso la Banca Centrale (current account deposits) fino a 30.000-35.000 miliardi di yen. La decisione riflette una minore domanda di liquidità da parte del sistema bancario sulla scia di un miglioramento delle sue condizioni e non va interpretata come un abbandono della politica monetaria estremamente espansiva fin qui condotta. Il governatore Fukui ha ribadito che la banca centrale intende riportare in territorio positivo le variazioni tendenziali dell'indice dei prezzi di riferimento - esclusi gli alimentari freschi - per diversi mesi prima di considerare superato il problema deflazione e di abbandonare la politica che mantiene i tassi vicini allo "zero". I positivi dati macroeconomici non sono riusciti a determinare un sensibile rafforzamento dello yen.

Novità non secondarie sono emerse sullo scacchiere valutario asiatico. Le autorità di Hong Kong hanno modificato il regime di cambio della divisa nazionale, consentendone un apprezzamento massimo di 5 centesimi (0,6% rispetto alla parità centrale che corrisponde a 7,80 dollari di Hong Kong per 1 dollaro Usa). Entro cinque settimane sarà consentito anche un deprezzamento di eguale misura. Simultaneamente, gli Usa sono diventati più aggressivi verso la Cina nella richiesta di maggiore flessibilità sul mercato dei cambi, mentre il Congresso americano ha ventilato la possibilità di introdurre elevati dazi sulle importazioni dalla Cina. L'euro ha perso smalto nei confronti del dollaro sulla scia dei poco brillanti dati congiunturali, ma anche delle difficoltà politiche che si profilano in vista del referendum francese del 29 maggio sul trattato costituzionale europeo. Ha pesato negativamente anche la sconfitta elettorale subita dal partito del cancelliere tedesco nel Nord Reno-Vestfalia, in occasione delle elezioni del governo regionale il 22 maggio, e le successive dichiarazioni di Schroeder che intende procedere a elezioni nazionali anticipate.

| | dati storici | | 23/05/2005 | previsioni | |
|----------------------------------|--------------|----------|------------|------------|-----------|
| | - 12 mesi | - 3 mesi | | + 3 mesi | + 12 mesi |
| Tassi di cambio | | | | | |
| yen-dollaro | 112,0 | 103,0 | 107,6 | 104,0 | 104,0 |
| dollaro-euro | 1,201 | 1,301 | 1,258 | 1,300 | 1,310 |
| yen-euro | 134,5 | 134,0 | 135,4 | 135,2 | 136,2 |
| sterlina-euro | 0,672 | 0,690 | 0,688 | 0,680 | 0,700 |
| Eurotassi a 3 mesi | | | | | |
| dollaro | 1,25 | 2,82 | 3,29 | 3,60 | 3,63 |
| euro | 2,09 | 2,14 | 2,13 | 2,25 | 2,50 |
| yen | 0,05 | 0,05 | 0,06 | 0,06 | 0,07 |
| sterlina | 4,53 | 4,89 | 4,87 | 5,00 | 5,03 |
| Titoli di Stato a 10 anni | | | | | |
| Stati Uniti | 4,69 | 4,17 | 4,06 | 4,20 | 4,50 |
| Germania | 4,27 | 3,56 | 3,34 | 3,40 | 3,80 |
| Giappone | 1,49 | 1,38 | 1,30 | 1,40 | 1,50 |
| Italia | 4,50 | 3,68 | 3,54 | 3,55 | 3,95 |
| Gran Bretagna | 5,09 | 4,61 | 4,36 | 4,90 | 4,75 |

Previsioni sulla crescita economica

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO (variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

AREA EURO

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

ITALIA

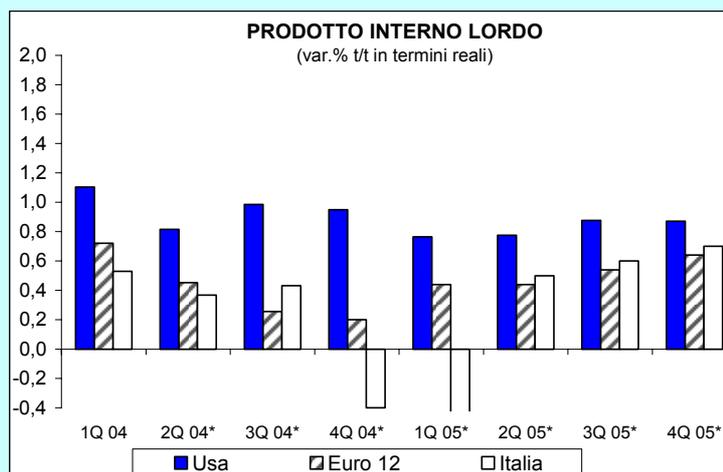
| | 2003 | 2004 | 2005* | 2004 | | | | 2005 | | | |
|---------------------------------|-------------|-------|-------|------|-----|-----|------|------|-----|------|-----|
| | media annua | | | I | II | III | IV | I* | II* | III* | IV* |
| var.% trim su trim | | | | 0,5 | 0,4 | 0,4 | -0,4 | -0,5 | 0,5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

** 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

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 | 117,4 | 117,9 | 118,1 | 118,1 | 118 | 118,1 | 118,4 | 118,5 | 118,5 | 118,8 | 117,9 |
| <i>variazioni congiunturali</i> | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 | 0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,1 |
| <i>variazioni tendenziali</i> | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 1,9 |

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 | 109,2 | 110,3 | 110,4 | 110,5 | 110,3 | 110,0 | 110,8 | 111,2 | 111,6 | 111,7 | 110,2 |
| <i>variazioni congiunturali</i> | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 | 1,0 | 0,8 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | -0,3 | 0,7 | 0,4 | 0,4 | 0,1 | 0,2 |
| <i>variazioni tendenziali</i> | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 | 2,0 | 2,2 | 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 | 126,4 | 126,6 | 127 | 127,1 | 127,2 | 127,6 | 127,7 | 127,8 | 128,1 | 128,3 | 127,1 |
| <i>variazioni congiunturali</i> | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| <i>variazioni tendenziali</i> | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,0 |

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il calendario della settimana economica (dal 24 al 30/5/2005)

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

| Giorno | Eventi |
|--------------|---|
| Martedì 24 | Stati Uniti: discorso di Santomero della Federal Reserve Stati Uniti: la Fed pubblica i verbali della riunione di politica monetaria Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali della riunione di politica monetaria Area Euro: discorso di Liebscher a Vienna |
| Mercoledì 25 | Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve Stati Uniti: testimonianza di Bernanke al Senato Stati Uniti: discorso di Guynn della Federal Reserve sul settore immobiliare |
| Giovedì 26 | Stati Uniti: discorso di Guynn della Federal Reserve sull'economia Area Euro: discorso di Trichet a Bruxelles Stati Uniti: discorso di Gramlich Stati Uniti: discorso di Moskow Stati Uniti: discorso di Bies su Basilea II |
| Venerdì 27 | Stati Uniti: discorso di Yellen della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Ferguson della Federal Reserve Area Euro: intervento di Remspenger della Bundesbank |

| Giorno | Paese | Statistiche | Periodo | Precedente | Previsione |
|-------------------------------|-------------|---|----------|--------------------|--------------------|
| Unione Europea | | | | | |
| Martedì 24 | Germania | Indice Zew  | maggio | 20,1 | 13,9 |
| | | Pil (2 stima) | I tr. 05 | -0,1% t/t | 1,0% t/t |
| | Area Euro | Ordinativi ind.li dest. | marzo | -2,4% m/m | -0,5% m/m |
| | Francia | Spese per consumi | aprile | -0,5% m/m | 1% m/m |
| Mercoledì 25 | Italia | Fiducia delle imprese | maggio | 84,6 | 84,2 |
| | Germania | IFO (attese) | maggio | 93,6 | 93,9 |
| Giovedì 25 | Italia | Vendite al dettaglio dest. | marzo | 0,1% a/a | -0,1% a/a |
| 26-27 | Germania | Prezzi al consumo arm. | maggio | 0,0% m/m; 1,4% a/a | 0,1% m/m; 1,4% a/a |
| Venerdì 27 | Francia | Indice di fiducia delle imprese | maggio | 97 | 98 |
| Stati Uniti e Giappone | | | | | |
| Mercoledì 25 | Stati Uniti | Ordinativi, beni durevoli | aprile | -2,3% m/m | 1,3% m/m |
| | | Ordinativi (ex. trasp.) | aprile | -0,5% m/m | 1,0% m/m |
| Giovedì 26 | Stati Uniti | Pil (2 stima)  | I tr. 05 | 3,1% t/t | 3,6% t/t |
| | | Richieste sussidio disoccup. | 21 mag. | 321.000 | 325.000 |
| Venerdì 27 | Giappone | Prezzi al consumo (naz.) | aprile | -0,2% a/a | -0,1% a/a |
| | | Vendite al dettaglio | aprile | 0,6% a/a | 1,4% a/a |
| | Stati Uniti | Spesa per consumi (nomin.) | aprile | 0,6% m/m | 0,8% m/m |
| | | Redditi delle famiglie | aprile | 0,5% m/m | 0,7% m/m |
| | | Indice fiducia Univ. Michigan | maggio | 85,3 | 86 |