

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Autorizzazione del
Tribunale di Roma
n. 159/2002
del 9/4/2002

Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

f

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

23
2005

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

Sud Africa	2003	2004	2005*
Popolazione (in milioni)	42,8	42,7	42,6
Pil (variazione % annua in termini reali)	2,8	3,7	4,0
Prezzi al consumo (variazione % annua)	6,8	4,3	4,0
Saldo di bilancio (in % del Pil)	-2,1	-2,5	-3,1
Saldo di parte corrente (in % del Pil)	-1,0	-3,2	-3,5
Debito estero (in % del Pil)	16,8	13,3	12,5
Tasso di cambio Rand contro US\$ (media annua)	7,6	6,4	6,2
Fonte: EIU	(*) previsioni		
Rating: Baa1 (Moody's), BBB (S&P's e Fitch)			

- L'intero continente africano riceve flussi di investimenti diretti dall'estero che sono pari a un quarto di quelli diretti verso la sola Cina. Ma paesi come il Sud Africa suscitano l'attenzione degli operatori internazionali per un buon tasso di sviluppo economico e la crescita di mercati interni quali quello dei servizi bancari alle famiglie.
- Saldamente insediati ai vertici di numerose graduatorie mondiali, i maggiori gruppi bancari britannici seguono vie diverse nell'impiego degli abbondanti profitti prodotti.

Sud Africa: un mercato appetibile

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

- **In un contesto di redditi crescenti e di livelli dell'inflazione e dei tassi di interesse ai minimi degli ultimi venti anni, nel 2004 in Sud Africa tutte le componenti della domanda sono risultate in crescita.**
- **L'efficiente gestione della politica economica ha consentito al Sud Africa il contenimento dell'inflazione, i progressi nel risanamento della finanza pubblica ed un basso livello del debito estero.**
- **Il continente africano riceve flussi di investimenti diretti dall'estero pari a un settimo di quelli diretti verso l'Asia e un quarto di quelli diretti verso la sola Cina. Tuttavia in Africa sta aumentando la quota di investimenti in settori non tradizionali, soprattutto nei servizi con chiara strategia di ricerca di nuovi mercati di consumatori.**

Con un tasso di crescita pari al 3,7%, il 2004 è stato per il Sud Africa un anno di decisa ripresa economica, dopo il rallentamento del 2003 (+2,8%). Il paese, primo produttore al mondo di platino, secondo bene esportato dopo l'oro, non solo ha beneficiato degli elevati livelli dei prezzi delle *commodities*, ma ha sperimentato anche una robusta crescita della domanda interna.

Per la prima volta l'economia mostra ben 26 trimestri consecutivi di crescita, cioè circa sei anni e mezzo, dimostrando che lo spostamento verso un sentiero di sviluppo più elevato non è una fase momentanea, ma una situazione sostenibile che dovrebbe spingere la crescita del 2005 al 4%.

Sud Africa	2003	2004	2005*
Popolazione (in milioni)	42,8	42,7	42,6
Pil (variazione % annua in termini reali)	2,8	3,7	4,0
Prezzi al consumo (variazione % annua)	6,8	4,3	4,0
Saldo di bilancio (in % del Pil)	-2,1	-2,5	-3,1
Saldo di parte corrente (in % del Pil)	-1,0	-3,2	-3,5
Debito estero (in % del Pil)	16,8	13,3	12,5
Tasso di cambio Rand contro US\$ (media annua)	7,6	6,4	6,2
Fonte: EIU	(*) previsioni		
Rating: Baa1 (Moody's), BBB (S&P's e Fitch)			

L'elevato livello della domanda interna dovrebbe continuare a sostenere le importazioni e ad ampliare il deficit delle partite correnti al 3,5%. Tale variabile sarà attentamente monitorata dal governo, tuttavia, come negli ultimi tre anni, il deficit dovrebbe continuare ad essere ampiamente finanziato dai flussi finanziari della bilancia dei pagamenti, soprattutto verso il mercato azionario, contribuendo in tal modo anche all'aumento delle riserve e alla stabilizzazione della valuta.

La politica economica continuerà ad essere espansiva, orientata alla crescita economica e al sostegno della domanda interna e dell'occupazione, accrescendo il ruolo dello stato nella prestazione di servizi sociali (ad esempio per fronteggiare il gravissimo problema dell'AIDS). Il paese presenta un tasso di disoccupazione particolarmente elevato (tasso ufficiale al 30%) e le cifre peggiorano se si considera che il 60% dei disoccupati è costituito da giovani. Alcune stime indicano che tra 1/5 e 1/3 dei posti di lavoro sono "sommersi", ma in alcuni settori, quali il tessile si raggiungono punte del 90%.

Dal lato della politica fiscale entrate inaspettate, dovute ad un aumento del gettito a seguito del boom delle vendite, hanno fatto registrare un rapporto deficit/Pil inferiore alle attese (-2,5% nel 2004), ma comunque in aumento. Il 2004 è stato infatti il terzo anno di crescita

consecutiva dopo anni di politiche di riduzione del rapporto deficit/Pil che avevano portato tale rapporto dal 7% del 1992 all'1% del 2001.

Dal lato della politica monetaria, sulla previsione che l'inflazione, misurata dal CPIX (3,8% tendenziale ad aprile) rimarrà nei prossimi due anni all'interno del target ufficiale (3-6%) la Banca centrale sudafricana ha proceduto in aprile al settimo taglio consecutivo dei tassi di riferimento, portati così al 7%, livello minimo degli ultimi 23 anni. L'intento della banca centrale è di indebolire il rand piuttosto che spingere la domanda interna.

Il surplus del saldo commerciale è infatti in forte riduzione, riflettendo il lungo rimbalzo della valuta il cui valore è raddoppiato rispetto al dicembre del 2001 (R13,85/US\$). Nel primo trimestre del 2005, tuttavia, il rand si è deprezzato dell'11% sul dollaro, ma un ritorno sotto i R6/\$ aggraverebbe i problemi per l'export, che rappresenta il 30% del Pil. Il rafforzamento della valuta sta infatti mettendo a dura prova l'industria sudafricana, prevalentemente orientata all'export. Nel primo trimestre del 2005 il Pil ha mostrato un rallentamento della crescita al 3,5%, contro il 4% del quarto trimestre 2004 a causa della contrazione dell'1,9% del settore manifatturiero. La capacità manifatturiera utilizzata è diminuita all'84,6% e la situazione del settore tessile è destinata a peggiorare a seguito della scadenza dell'Accordo Multifibre. Diversamente, il settore minerario è cresciuto ad un tasso del 9,1%, sebbene la produzione di oro abbia toccato il minimo dal 1931. Nel settore del platino, del quale il paese è il primo produttore al mondo, con l'80% delle riserve mondiali, circa ¼ della domanda proviene dalla Cina (per la produzione di gioielli), ma la forza del rand ha costretto le aziende a ridimensionare gli obiettivi produttivi. A fronte di un aumento del prezzo dell'oro in dollari pari al 38% (da \$310 a \$428 per oncia) tra il 2002 e metà maggio, il prezzo in rand è diminuito del 22%. Il paese non ha quindi potuto beneficiare appieno del boom delle commodities e il rischio è di andare verso una politica di sostituzione della produzione con le importazioni.

Negli ultimi anni la posizione sull'estero del paese è notevolmente migliorata. Le riserve sono passate dai US\$6 mld del 2001 ai US\$13 mld nel 2004, nello stesso periodo il debito estero sul Pil si è ridotto dal 20% al 13% e, a seguito di ciò, le agenzie internazionali hanno innalzato il rating del paese (Baa1 per Moody's e BBB per Standard & Poor e Fitch).

Sul piano degli investimenti diretti dall'estero nel 2003 l'Africa ha attirato il 2,7% degli IDE a livello mondiale, contro il 19% dell'Asia e ben il 9,5% della Cina. In Cina, dunque, si sono diretti flussi di IDE tre volte e mezzo superiori a quelli dell'intera Africa. In realtà i dati sono meno sorprendenti se si guarda alla dimensione economica dei paesi. A titolo di esempio, l'incremento annuo del Pil in Cina nel 2003 (US\$150 mld) ha quasi raggiunto quello realizzato dall'intero continente africano (US\$156 mld).

Tradizionalmente gli IDE verso l'Africa sono stati prevalentemente effettuati nell'attività estrattiva o sono stati associati allo sviluppo di produzioni per l'esportazione ad alta intensità di lavoro, ma il trend in atto ha visto aumentare al 36% la quota di IDE nel settore dei servizi. Ed è proprio in questo comparto che il Sud Africa è protagonista del più grande investimento mai fatto nel paese, ed uno dei più grandi mai fatti nel continente africano in un settore diverso dalle materie prime.

La Barclays infatti acquisterà il 60%(US\$ 5,4 mld) della Absa Bank, con una chiara strategia di ricerca di nuovi mercati (market-seeking). La Absa Bank ha infatti 7 milioni di clienti retail (la popolazione del Sud Africa è di 43 milioni) ed è leader nel settore dei mutui. Uno dei segmenti con ritmi di crescita più elevati è il mass market, prevalentemente costituito da poveri che per la prima volta accedono ai servizi bancari. Il dato è di rilievo se si considera che sarebbero circa 16 milioni le persone prive di conto corrente, principalmente per la mancanza di un reddito regolare.

Grandi banche inglesi: come impiegare l'abbondante flusso annuale di profitti ?

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

- **Le grandi banche britanniche sono ormai saldamente insediate al vertice di molte delle graduatorie bancarie, europee e mondiali.**
- **Il favorevole andamento di questi ultimi anni le pone nella condizione di prolungare ancora la serie di acquisizioni.**
- **Il limitato spettro di soluzioni offerto dal mercato interno spinge molti di questi gruppi a perfezionare all'estero le più importanti acquisizioni.**

Nel sempre più acceso confronto bancario europeo, è ancora il Regno Unito il paese che schiera la squadra più folta e agguerrita. I suoi cinque maggiori gruppi bancari occupano posizioni di vertice nelle principali graduatorie internazionali, spesso da molti anni. Si tratta di Hong Kong & Shanghai Banking Corp (HSBC), Royal Bank of Scotland (RBS), Barclays, Halifax Bank of Scotland (HBOS), Lloyds TSB. Fino a pochi mesi fa, di questo insieme faceva parte anche Abbey National, sesto gruppo bancario inglese (attivo di oltre 250 mld di euro), nel 2004 oggetto di un'acquisizione amichevole (valore € 12,5 mld) da parte del Santander.

Molti i dati che potrebbero illustrare l'autorevole posizionamento di queste cinque grandi banche: sono tutte tra i venti maggiori gruppi bancari europei per attivo di bilancio (HSBC ha quasi raggiunto la soglia dei mille miliardi di euro); quattro presenze tra le prime dieci europee per quanto concerne la capitalizzazione di Borsa (Lloyds TSB, il minore tra i gruppi prima indicati, è poco al di sotto di € 40 mld, HSBC supera € 145 mld, quasi due volte il dato complessivo dei sei maggiori gruppi bancari italiani); un ROE netto nell'ultimo biennio in media superiore al 17%, con un minimo di circa il 14% per HSBC ed un massimo del 24% per Lloyds TSB; una qualità del portafoglio, un livello di patrimonializzazione, un'efficienza della gestione da tempo su livelli di eccellenza.

Malgrado un'attitudine relativamente restrittiva della politica monetaria (dal novembre 2003 il tasso d'interesse di riferimento è stato aumentato per cinque volte di un quarto di punto), il regno Unito continua ad essere accreditata di un favorevole trend di crescita (secondo il Fondo Monetario Internazionale, + 2,6 % nel 2005 e nel 2006, a fronte di una corrispondente previsione di + 1,6 % e + 2,3 % per l'area euro). Un tale scenario giustifica la prevalente aspettativa di un favorevole quadro di risultati di queste banche nel prossimo futuro, anche se ovviamente non mancano i problemi: nelle ultime settimane, ad esempio, è stato evidenziato un significativo deterioramento nei pagamenti connessi all'uso di carte di credito, un mercato di circa 1500 mld di euro.

E' altresì diffusa la convinzione che nel breve – medio termine il flusso annuale dei profitti continuerà ad eccedere sensibilmente le necessità determinate da un processo di crescita per vie interne: ognuna di queste banche si trova quindi nella condizione di dover decidere se intraprendere nuove acquisizioni, adottare più generose politiche di dividendi, procedere ad operazioni di riacquisto di propri titoli (*buy backs*).

L'eventuale perfezionamento di acquisizioni dovrà probabilmente realizzarsi al di fuori del contesto nazionale. L'autorità antitrust inglese ha, infatti, chiaramente espresso un orientamento negativo in relazione a ulteriori aumenti delle quote di mercato dei maggiori gruppi in tutti i principali segmenti dell'attività bancaria, un orientamento che ha già bloccato due operazioni di aggregazione (alcuni anni fa quella Lloyds TSB – Abbey National; più recentemente quella HBOS – Abbey National).

Il retail banking nel Regno Unito				
(quote di mercato a fine 2003)				
	prestiti a PM	mutui fondiari	carte di credito	prestiti personali
HSB	15%	3%	11%	10%
Royal Bank of	29%	7%	14%	11%
Barclay	21%	8%	16%	11%
HBO	5%	22%	11%	10%
Lloyds	19%	9%	11%	10%
primi 10 operatori	98%	80%	87%	68%

Questo vincolo pesa fortemente su HBOS e Lloyds TSB, due gruppi che concentrano la loro attività esclusivamente sul mercato domestico e si caratterizzano per una proiezione internazionale quasi inesistente. HBOS non manifesta alcun interesse a perseguire quest'ultima opzione strategica, anche perché la sua costituzione è il risultato recente (2001) della fusione tra due istituzioni (Halifax e Bank of Scotland) impegnate esclusivamente nel mercato domestico. Diversa la storia di Lloyds TSB, che sebbene oggi eroghi appena il 3% dei suoi prestiti a clientela straniera, in passato è stato tra i gruppi bancari con la più estesa operatività internazionale. Nell'ultimo biennio Lloyds TSB ha proceduto alla vendita delle sue attività in Nuova Zelanda (ricavo di oltre 1,3 mld di euro), Colombia, Argentina, Brasile e paesi dell'America Centrale.

HBOS, primo operatore nel mercato britannico dei mutui (20 % circa), nei suoi primi quattro anni di vita ha raddoppiato i profitti (Roe netto medio del 19% nell'ultimo biennio). L'opportunità di una maggiore diversificazione del portafoglio prodotti e/o dei mercati di riferimento è problema che intende affrontare su tempi medio - lunghi, puntando sulla crescita organica di nuove iniziative. Coerente con questa decisione è il recente annuncio di un piano di *buy back* per un importo di quasi 1,1 mld di euro. Lloyds TSB ha un posizionamento ormai quasi esclusivamente domestico ma articolato oltre che sul segmento retail (quota di mercato del 9 - 10% per mutui e prestiti personali) anche nel corporate (poco meno di un quinto dei finanziamenti alle PMI britanniche) e nel comparto assicurativo (la sua controllata Scottish Widow ha il 7,5% del mercato inglese delle assicurazioni vita e dei prodotti previdenziali).

Per Barclays, RBS e HSBC, che coprono l'intera gamma delle attività bancarie e finanziarie, il processo di crescita si sta realizzando nell'approfondimento di alcune specializzazioni e/o nell'accesso al mercato di altri paesi. Molte delle operazioni di taglia maggiore sono ora indirizzate verso paesi economicamente emergenti.

In Cina, HSBC nell'ultimo biennio ha acquisito il 19,9% della Bank of Communications, quinto operatore per dimensione dell'attivo, e raddoppiato al 19,9% la sua partecipazione nel gruppo assicurativo Ping An (le due operazioni hanno comportato un investimento di quasi 2,5 mld di euro). Il credito al consumo a clienti di minore affidabilità sembra essere l'attività verso cui indirizzare lo sforzo maggiore, non solo in Cina, ma anche in India, Messico e Turchia. HSBC, in sostanza, sembra intenzionata a replicare il modello gestionale di Household International, primario operatore nel mercato statunitense acquisito nel 2003 per circa 11,5 mld di euro. La prudenza con la quale HSBC procede nella sua campagna di acquisizioni è testimoniata dalla rapidità con la quale ha ritirato la sua offerta per Korea First Bank e Takefuji (Giappone), ritenendo il prezzo richiesto eccessivo.

RBS, da parte sua, dopo aver effettuato acquisizioni per circa 12 mld di euro nel 2004 sta considerando in questi mesi l'opportunità di acquistare una rilevante partecipazione nella Bank of China (un ipotetico investimento di oltre 3 mld di euro). Attualmente è quello statunitense il secondo mercato di riferimento, dopo quello britannico: grazie alle 26 acquisizioni completate negli ultimi anni RBS è salito al settimo posto della graduatoria statunitense (HSBC, da parte sua, è al dodicesimo posto). Nel 2004 le acquisizioni sono state

tre, tra cui il gruppo bancario Charter One acquisito per oltre 8 mld di euro. Uno dei tratti distintivi di RBS è anche il rilevante apporto (21% dei ricavi totali) dell'attività assicurativa, con una presenza significativa nel ramo automobilistico, in patria e all'estero, in molti contesti operando via telefono.

Barclays si muove su livelli solo di poco più ridotti. Dopo l'acquisizione del Banco Saragozano (Spagna, luglio 2003, investimento di 1,1 mld di euro), nelle settimane scorse ha acquisito il controllo di ABSA, terzo gruppo bancario sudafricano e maggiore banca al dettaglio del paese (7 milioni di clienti su una popolazione di 43 milioni, leader nel settore dei mutui, una consolidata esperienza nel reclutare clienti che per la prima volta accedono ai servizi bancari). L'investimento di oltre 4 mld di euro, sarà regolato interamente in contanti. Con questa acquisizione, i ricavi provenienti dall'estero saliranno a circa un terzo del totale, 10% dal Sud Africa.

Vecchiaia e benessere spingono il farmaceutico

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

- **L'invecchiamento della popolazione e l'aumento degli standard di vita hanno contribuito nei paesi sviluppati a un aumento strutturale della domanda di prodotti farmaceutici.**
- **Negli ultimi anni, tra i paesi Ocse la spesa per l'acquisto di farmaci è cresciuta di oltre il 30%, con punte superiori negli Stati Uniti e in Australia. Circa il 60% della spesa farmaceutica di tali paesi è coperta ogni anno da fondi pubblici.**
- **In Italia la domanda di farmaci risulta in aumento, e la quota a carico del servizio sanitario nazionale nel 2004 è cresciuta dell'8% a/a. La domanda interna rappresenta il principale contributo alla crescita recente del settore.**

Nei paesi Ocse il graduale invecchiamento della popolazione e il miglioramento degli stili di vita stanno gradualmente modificando i comportamenti di spesa dei consumatori, e per alcuni settori ciò ha comportato un aumento della domanda molto superiore alla crescita complessiva dei consumi. In particolare, secondo recenti rilevazioni Ocse, tra il 1998 e il 2003 la spesa per prodotti farmaceutici è aumentata del 32% in termini reali, arrivando a 450 miliardi di dollari. La crescita è risultata più sostenuta in Irlanda, Corea, Stati Uniti e Australia, mentre Giappone, Italia e Svizzera occupano le ultime posizioni. Allo stesso modo, i dati relativi alla spesa procapite confermano una posizione di primato per gli Stati Uniti, seguiti da Francia, Canada e Italia.

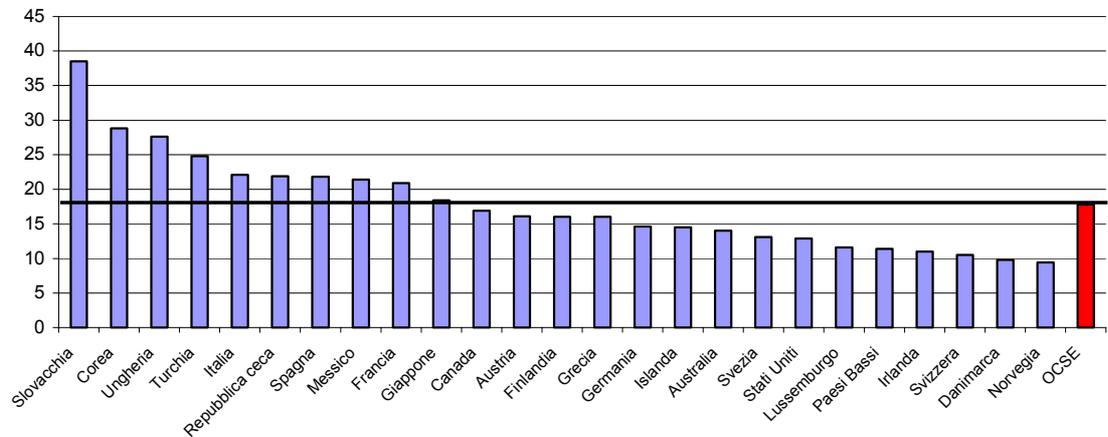
Nei paesi Ocse la spesa farmaceutica rappresenta circa il 18% di quella complessiva per la cura della salute, ma si caratterizza per un'ampia variabilità: si passa infatti da valori superiori al 30% per la Slovacchia, la Corea e l'Ungheria, al 10% scarso di Danimarca e Norvegia. La proporzione però appare destinata ad aumentare; ad esempio, in alcuni paesi come Stati Uniti e Australia nel periodo considerato la spesa per i farmaci ha registrato una crescita doppia rispetto a quella per la salute in generale.

L'industria farmaceutica mondiale continua in definitiva ad avere negli Stati Uniti il principale mercato di sbocco (40% circa del valore del mercato farmaceutico), un primato che si conferma anche in termini di capacità di assorbire nuovi farmaci: tra il 1993 e il 2003, il 70% dei medicinali nuovi è stato infatti venduto negli Stati Uniti, il 19% in Europa, il 4% in Giappone.

Nel complesso dei paesi Ocse, l'acquisto di farmaci è finanziato in media per il 60% da fondi pubblici, una quota che raggiunge i valori maggiori, tra gli altri, in Irlanda, Francia, Germania e Spagna. Negli Stati Uniti, nonostante negli ultimi anni la percentuale di spesa finanziata dal canale pubblico sia cresciuta più che in ogni altro paese (20% nel solo 2003), la proporzione rimane tra le più basse, superiore solo a quella messicana.

Per quanto riguarda l'Italia, i dati più recenti mostrano che nel 2004 la spesa netta a carico del servizio sanitario nazionale è arrivata a circa 12.000 milioni di euro, con un aumento dell'8% rispetto al 2003. Tuttavia, nei primi due mesi del 2005 si è registrata una riduzione pari al 3,4% rispetto allo stesso periodo del 2004. Tra le regioni che hanno registrato le riduzioni maggiori figurano il Molise, la Valle d'Aosta e la Basilicata. In flessione anche il valore registrato nelle province di Bolzano e di Trento. Sulla spesa farmaceutica nazionale risulta in calo la quota destinata all'acquisto di farmaci generici, passata dall'11,7% del 2003 al 10,4% del 2004. L'incidenza dei generici, in termini sia di spesa sia di confezioni, è particolarmente elevata in Toscana, Umbria ed Emilia-Romagna, mentre è più bassa in Sardegna, Liguria e nella Provincia di Bolzano.

SPESA FARMACEUTICA IN % DI QUELLA SANITARIA (2003)



Fonte: Ocse, giugno 2005

A fronte di una domanda strutturalmente in aumento, anche in Italia il settore farmaceutico ha mostrato un andamento crescente, nonostante la fase di congiuntura economica negativa. I dati a fine 2004 rilevano una crescita dell'1,1% a/a, un risultato ascrivibile in gran parte all'andamento del comparto delle specialità medicinali, mentre i prodotti di base sono risultati penalizzati soprattutto dal lato della domanda estera, a causa della crescente pressione concorrenziale esercitata dai produttori dei paesi emergenti (soprattutto India e Cina). Ad ogni modo, le esportazioni a fine anno hanno in parte frenato la fase di discesa iniziata nel 2003, facendo registrare un valore (per la somma dei comparti) pari a -2,3%. In particolare, i flussi verso i paesi della Ue risultano in flessione del 5,3%, anche se si è osservata una ripresa delle vendite destinate a Svizzera e Germania, due mercati di sbocco ancora importanti per le produzioni italiane. In diminuzione sono anche le vendite verso il Nord America (-6,6%), mentre al contrario risultano in crescita quelle dirette verso i paesi europei non Ue. Nel complesso, la quota delle esportazioni sulla produzione nel settore è pari al 41,6%, un valore ampiamente superiore alla media del manifatturiero (36,6%) e che risulta in crescita ormai dalla fine degli anni Novanta. Vi è comunque da dire che parte delle esportazioni italiane (soprattutto quelle dirette verso la Svizzera e i paesi della Ue-15) è costituita da "riesportazioni", legate al traffico di perfezionamento attivo.

Le importazioni di prodotti farmaceutici hanno registrato un aumento, cui hanno contribuito tutti i principali fornitori esteri ad eccezione del Nord America, per il quale si registra invece un lieve calo. La quota di prodotti farmaceutici importati sul mercato interno ha raggiunto il 43,8%, una valore di oltre 10 punti percentuali superiore a quello analogo del comparto manifatturiero e che risulta in crescita dalla fine degli anni Novanta.

Le previsioni su tassi e cambi

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

- Sulla crescita globale continuano a pesare gli alti corsi petroliferi. La decisione dell'OPEC di aumentare le quote di produzione non ha evitato un'ulteriore crescita dei prezzi favorita in particolare dalle preoccupazioni per la capacità dell'intero sistema di raffinazione di soddisfare la domanda di prodotti finiti.
- Nonostante l'ampliamento del deficit di parte corrente americano il dollaro non ha subito forti pressioni al ribasso. Sui mercati valutari l'attenzione sembra essersi spostata dall'analisi dello squilibrio esterno statunitense verso un'attenta valutazione dell'incertezza che circonda l'area euro.
- Sul fronte della politica monetaria, mentre il presidente della Bce Trichet ha definito appropriato il livello attuale dei tassi, negli Stati Uniti la Fed dovrebbe proseguire nei prossimi mesi la manovra di rialzo.

Il petrolio continua a rappresentare un rischio per la crescita mondiale. Le quotazioni non sono state frenate dall'aumento della produzione deciso dall'OPEC che di fatto ha semplicemente legittimato la sovrapproduzione già in essere. Le tensioni sono in parte il frutto della preoccupazione sulla capacità del mercato di soddisfare la domanda di prodotti finiti. L'attenzione è concentrata in particolare sulle potenzialità di raffinazione. I dati relativi al 2004 rafforzano tale scenario. Secondo il rapporto annuale redatto dalla British Petroleum, mentre il consumo di greggio è aumentato del 3,4% a fronte di una crescita della produzione superiore al 4%, la capacità globale di raffinazione è incrementata solo dello 0,8%.

Negli **Stati Uniti** la bilancia dei pagamenti ha conosciuto nel I trimestre dell'anno un ulteriore ampliamento del deficit di parte corrente. Lo sbilancio è stato pari ad oltre 195 miliardi di dollari, circa il 6,4% del Pil. La propensione al consumo degli americani, con un volume di importazioni su livelli record, sta rendendo difficile il riequilibrio dei conti con l'estero. La copertura del deficit corrente continua, inoltre, a rappresentare un elemento di attenzione anche alla luce della riduzione registrata negli ultimi due mesi negli afflussi di capitale dall'estero.

L'economia statunitense continua, inoltre, ad essere caratterizzata da una crescita in decelerazione su livelli sostenuti. Dal lato della domanda la fiducia dei consumatori, misurata dall'Università del Michigan, ha conosciuto a giugno il primo aumento dell'anno. Le vendite al dettaglio, nonostante il calo dell'ultimo mese, hanno segnalato una forte crescita nel periodo gennaio-maggio. Nel settore manifatturiero la situazione appare, invece, contrastata. Secondo quanto contenuto nel Beige Book di giugno alcuni distretti hanno descritto un'attività in espansione, mentre altri hanno inviato segnali di rallentamento. Gli stessi indicatori di fiducia appaiono in contrasto con l'Empire Manufacturing che aumenta, mentre il Philadelphia Fed scende in territorio negativo. Sul fronte dell'inflazione, l'evoluzione del livello generale dei prezzi appare sostanzialmente sotto controllo con l'indice generale che a maggio ha conosciuto una contrazione congiunturale dello 0,1% (+2,8% a/a dal precedente 3,5%). In tale contesto, la Fed dovrebbe proseguire nella manovra di graduale rimozione delle condizioni monetarie considerate ancora accomodanti, anche alla luce del sostegno fornito all'economia da tassi di interesse a lungo termine su livelli storicamente bassi.

Nell'**area euro** il presidente della Bce ha recentemente confermato di ritenere adeguato l'attuale livello dei tassi d'interesse. Le informazioni provenienti dagli indicatori di mercato e dalle indagini condotte confermano infatti aspettative sull'evoluzione del livello generale dei prezzi in linea con l'obiettivo di un'inflazione vicina al 2%. Anche i dati di maggio rafforzano questo scenario con la crescita dei prezzi passata dal 2,1% a/a all'1,9%. Il presidente della Bce ha, inoltre, sottolineato come l'impegno dimostrato dall'autorità monetaria nel perseguire il proprio obiettivo abbia consentito la formazione di un contesto finanziario favorevole per la crescita e la creazione di occupazione. Trichet ha, quindi, esortato i consumatori a spendere e gli imprenditori ad investire. La stabilità dei prezzi dovrebbe, infatti, salvaguardare il potere d'acquisto delle famiglie favorendone le decisioni di spesa. Il basso livello dei tassi, frutto anche del positivo contesto inflazionistico, dovrebbe invece rappresentare uno stimolo per gli investimenti. Una corretta politica monetaria risulta necessaria ma non è, però, sufficiente. Divengono fondamentali politiche fiscali equilibrate e un profondo programma di riforme strutturali.

Sul fronte della politica monetaria nell'area euro, continuiamo, pertanto, a ritenere che la Bce mantenga invariato il tasso di riferimento nei prossimi mesi grazie anche all'indebolimento della valuta comune che, rappresentando un fattore di stimolo per la crescita, attenua le pressioni a favore di manovre espansive.



Fonte: DATASTREAM

I dati sulla bilancia dei pagamenti americana non hanno pesato sul dollaro. Sui mercati valutari l'attenzione sembra essersi spostata dall'analisi della capacità americana di finanziare il proprio deficit esterno verso un'attenta valutazione delle potenzialità di sviluppo delle diverse economie. Sta, quindi, pesando l'incertezza che circonda l'area euro con una crescita debole e forti preoccupazioni per la tenuta del processo di unificazione. La valuta comune sta, quindi, conoscendo un graduale indebolimento che ha portato il tasso di cambio effettivo nominale elaborato dalla Bce su valori inferiori a quelli registrati a gennaio 1999.

	dati storici		21/06/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	109,4	105,3	108,7	103,0	104,0
dollaro-euro	1,214	1,318	1,211	1,230	1,260
yen-euro	132,8	138,9	131,7	126,7	131,0
sterlina-euro	0,664	0,693	0,664	0,680	0,701
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,50	3,03	3,45	3,62	3,62
euro	2,11	2,13	2,11	2,20	2,25
yen	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07
sterlina	4,79	4,99	4,86	5,00	5,00
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,72	4,50	4,07	4,20	4,50
Germania	4,33	3,72	3,23	3,30	3,50
Giappone	1,74	1,41	1,30	1,50	1,80
Italia	4,54	3,84	3,44	3,40	3,65
Gran Bretagna	5,18	4,80	4,37	4,36	4,50

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

ITALIA

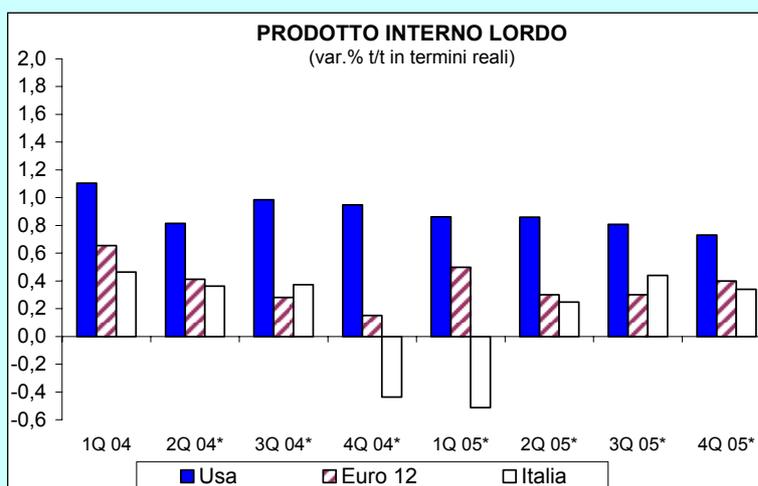
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	-0,5	0,2	0,4	0,3
var.% trim su trim annualizzato				1,9	1,5	1,5	-1,7	-2,0	1,0	1,8	1,4
var.% anno su anno	0,4	1,2**	0,0	0,7	1,2	1,2	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	0,5

** 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	116,6	117,4	117,9	118,1	118,2	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	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,2	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	2,1	2,1	2,1	1,9	2,0	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	110,6	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	0,3	-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	2,3	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	123,0	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	2,1	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il calendario della settimana economica (dal 22 al 27/6/2005)

B. Ebhardt ☎ 06-4702 8339 - barbara.ebhardt@bnlmail.com

Giorno	Eventi
Mercoledì 22	Regno Unito: la BoE pubblica i verbali dell'ultima riunione Portogallo: la Banca del Portogallo pubblica il bollettino statistico mensile
Giovedì 23	Stati Uniti: Audizione sulla Cina presso la commissione finanza del Senato di Greenspan e Snow Regno Unito: Blair presenta al Parlamento Europeo il programma per il semestre di presidenza britannica
Venerdì 24	Area Euro: intervento di Trichet sulla politica monetaria alla conferenza ZEW a Mannheim Area Euro: Incontro dei ministri europei dell'ambiente in Lussemburgo
Lunedì 27	Area Euro: Riunione annuale della BRI

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Unione Europea					
Mercoledì 22	Italia	Vendite al dettaglio	aprile	2,2% a/a	-3,9% a/a
Giovedì 23	Italia	Fiducia Consumatori	giugno	104,4	104,1
		Bilancia commerciale (non EU)	maggio	-992 mln.	-772 mln.
	Regno Unito	CBI (settore industriale)	giugno	-22	-20
	Germania	Prezzi import	maggio	3,3% a/a	2,2% a/a
Venerdì 24	Italia	Retribuzioni orarie	maggio	3,5% a/a 0,2% m/m	3,3% a/a 0,2% m/m
	Germania	Indice prezzi al consumo	giugno	1,7% a/a 0,3% m/m	1,9% a/a 0,2% m/m
		Indice prezzi al consumo armonizzati	giugno	1,4% a/a 0,2% m/m	1,6% a/a 0,2% m/m

Stati Uniti e Giappone

Giovedì 23	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	20 giugno	333.000	330.000
		Vendite case esistenti	maggio	7,2 mln.	7,2 mln.
Venerdì 24	Stati Uniti	Ordinativi beni durevoli	maggio	1,9% m/m	1,5% m/m
		Ordinativi beni durevoli (escl. trasporti)	maggio	-0,2% m/m	0,5% m/m