

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**8 febbraio 2005**  
**n. 5 - 2005**

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

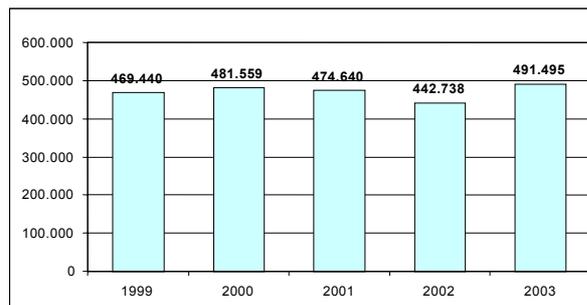
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma  
Direttore Responsabile:  
Giovanni Ajassa  
Aut. Del Tribunale di Roma  
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca

### I FONDI PENSIONE IN OLANDA

Numero	1999	2000	2001	2002	2003
Fondi pensione di settore	88	92	96	100	97
Fondi di pensione aziendali	826	798	755	695	632
Altri fondi pensione	11	11	11	11	11
<b>Totale</b>	<b>925</b>	<b>901</b>	<b>862</b>	<b>806</b>	<b>740</b>

### Attività gestite dai fondi pensione (milioni di euro)



Fonte: De Nederlandsche Bank

- ✓ Diversamente da altri casi in Europa, il sistema previdenziale olandese è caratterizzato da un forte sviluppo dei fondi pensione aziendali. La pensione pubblica, erogata a tutti i residenti al di sopra dei 65 anni di età, non garantisce prestazioni elevate mentre è il "secondo pilastro" a garantire una rendita ad oltre il 50% dei pensionati.
- ✓ L'economia cilena ha chiuso il 2004 con una crescita del prodotto interno lordo stimata intorno al 6 per cento. Esportazioni in aumento del 50% con una produzione di rame che ha superato i 5 milioni di tonnellate. Una situazione finanziaria caratterizzata da un rapporto tra debito estero e PIL inferiore al 50%.

## CILE CAMPIONE DI ECONOMIA APERTA

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

- L'economia cilena ha chiuso il 2004 con una crescita del prodotto interno lordo prossima al 6%. Le esportazioni hanno registrato un incremento del 50% rispetto al 2003. La produzione di rame ha superato i 5 milioni di tonnellate, il 10% in più rispetto all'anno prima.
- La posizione finanziaria del paese resta tra le migliori dell'area, con una quota di debito estero sul Pil poco inferiore al 50%. Il debito a breve termine rappresenta circa il 15% del totale. Il servizio del debito è pari al 18% del totale delle esportazioni.

Il Cile ha chiuso il 2004 con una crescita prossima al 6%. Nel secondo semestre l'incremento del prodotto interno lordo su base annua ha superato il 7%. Le cause della brillante *performance* dell'economia cilena sono da ricercarsi nel rafforzato clima di fiducia che ha fatto aumentare gli investimenti diretti nel paese ma soprattutto nella forte apertura all'estero che ha collocato il Cile all'undicesimo posto nel mondo, prima di gran parte dei paesi europei e degli stessi Stati Uniti, nell'indice pubblicato a inizio 2005 dall'*Heritage Foundation* del *Wall Street Journal* sui paesi più economicamente liberi. Il Cile è l'unico paese latino-americano ad essere uscito quasi indenne dalla grave crisi che ha colpito l'area alla fine degli anni Novanta, sta ora

riavvicinandosi ai livelli di crescita sperimentati nella prima metà del passato decennio. L'analisi delle componenti del Pil evidenzia per il 2004 una crescita assai sostenuta dei consumi privati (+6%) e degli investimenti fissi (+10% circa). Il rapporto tra investimenti e prodotto interno lordo si è portato intorno al 25%. Il saldo commerciale ha continuato ad aumentare grazie alla forte spinta delle esportazioni, cresciute, sempre nel 2004, intorno al 50%. A spingere così in alto l'ammontare delle vendite all'estero sono stati soprattutto i corsi particolarmente elevati del rame, la *commodity* che da sola rappresenta circa il 40% del complessivo ammontare delle esportazioni. L'inflazione, a parte una leggera fiammata durante i mesi estivi, si è mantenuta ampiamente entro il target programmato della Banca centrale, che comunque, per puri motivi precauzionali, nel secondo semestre ha alzato il tasso guida per la prima volta dopo sei anni portandolo al 2%.

Nel 2004, i capitali hanno continuato ad affluire in Cile, favoriti anche dalle importanti recenti riforme in materia fiscale. Tra queste, l'eliminazione dell'imposta del 15% sui *capital gains* derivanti da transazioni in *equity* e *bonds* e l'eliminazione dell'imposta del 4% pagata dalle banche cilene sul reimpatrio degli interessi maturati su crediti esteri. Gli investimenti diretti esteri sono stimati per il 2004 in oltre 2 miliardi e 800 milioni di dollari, contro i circa 2,2 miliardi del 2002 e i 2,5 del 2003. Sono aumentati gli investimenti in ricerca e innovazione. La maggior parte degli investimenti diretti esteri sono affluiti da Stati Uniti, Canada, Gran Bretagna e Spagna. Anche l'Italia è presente in settori che vanno dall'agro-alimentare, al legno, al marmo, alla meccanica. Nei grandi lavori infrastrutturali, l'Italia è presente con il maxi-progetto della Costanera Norte, l'autostrada urbana di 42 chilometri, di cui sette di tunnel sotto il fiume Mapocho.

Nonostante la forte ripresa dell'economia, nel 2004 il Cile ha visto aumentare il saggio di disoccupazione, che si è attestato poco al di sotto del 10%. Una sfida da vincere per il presidente Lagos sarà quella di incidere sulla distribuzione dei redditi, ancora fortemente disomogenea e pressochè immutata rispetto agli anni della dittatura di Pinochet. Alla fine degli anni Ottanta era il 45% della popolazione a vivere al di sotto della soglia di povertà; ora la percentuale è scesa al 19% circa. La distribuzione della ricchezza è però rimasta la stessa: il 20% più ricco possiede circa il 60% del totale delle risorse mentre il 20% più povero appena il 4%.

In prospettiva, le riforme strutturali allo studio del Governo, con l'introduzione di una maggiore flessibilità nel mercato del lavoro e la realizzazione di un più ampio programma di privatizzazioni, potranno in parte sostenere l'occupazione nonchè imprimere un'accelerazione alla competitività e alla crescita nel medio termine. Le previsioni per 2005 sono positive. Il prodotto interno lordo potrà aumentare di circa il 5%, come conseguenza di un ulteriore buon incremento delle esportazioni e una domanda interna sostenuta. La produzione di rame, che nel 2004 ha superato i 5 milioni di tonnellate, con un incremento del 10% sull'anno prima, nel 2005 potrebbe attestarsi oltre i 6 milioni di tonnellate. Il miglioramento delle ragioni di scambio e la corsa dei prezzi del rame, che hanno già favorito il saldo commerciale del 2004, dovrebbero proseguire anche quest'anno, sia pure in forma più attenuata. Il saldo di conto corrente, che nel 2004 si è portato in attivo per oltre il 2% del Pil, dovrebbe mantenersi positivo, trainato dagli elevati prezzi delle *commodities* e dal favorevole impatto dell'accordo di libero scambio siglato con l'Unione europea e con gli Stati Uniti e da quello altrettanto interessante con la Cina previsto per l'immediato futuro.

La posizione finanziaria del Cile appare buona, con una quota di debito estero sul Pil poco inferiore al 50%. Il debito a breve termine rappresenta circa il 15% del totale. Il servizio del debito è pari al 18% del totale delle esportazioni. Le riserve internazionali ammontano complessivamente a circa 17 miliardi di dollari e coprono 6 mesi di importazioni. Lo *spread* tra i titoli cileni e i *benchmark* statunitensi è il più basso dell'area latino-americana ed è attualmente intorno ai 65 punti base.

### CILE

	2003	2004*	2005**
Popolazione (milioni di abitanti)	15,8		
Pil pro capite (in US\$)	4.600		
Pil (var. % annua)	3,3	5,9	5,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	0,8	1,4	1,2
saldo estero conto corrente (%Pil)	-0,8	2,2	1,1
Cambio pesos/US\$ (media annua)	691	630	655
Rating debito in valuta estera	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>
a lungo termine (Bloomberg)	Baa1	A	A -
Rating Eca: classe 2			

Fonti: IIF Bloomberg e ns.elaborazioni

\* stime

\*\*previsioni

## IL SISTEMA PREVIDENZIALE OLANDESE

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

- Il sistema previdenziale olandese, diversamente da molti altri paesi europei, è caratterizzato da un forte sviluppo dei fondi pensione aziendali.
- La pensione pubblica, erogata a tutti i residenti sopra i 65 anni di età, non garantisce prestazioni previdenziali elevate dal momento che i contributi alla sicurezza sociale durante la fase lavorativa ammontano a solo il 17,9 per cento del reddito.
- Esistono 740 fondi pensione, il 95 per cento sono a beneficio definito. Aderiscono ad essi il 91 per cento dei lavoratori e vengono offerti dal 98 per cento dei datori di lavoro.

Il sistema pensionistico olandese, in linea con la maggior parte degli schemi previdenziali, si articola in tre pilastri. Il primo pilastro è costituito dalla pensione pubblica che copre tutti i residenti a partire dal 65-esimo anno di età. Questa componente del sistema previdenziale viene finanziata attraverso le tasse. Il contributo al sistema previdenziale, attualmente ammonta al 17,9 per cento dei redditi tassabili (eccetto per i redditi appartenenti alle fasce più basse) e per legge non può superare un tetto massimo del 18,25 per cento. Contribuiscono ad alimentare il sistema tutti i lavoratori dipendenti e autonomi fino al 65-esimo anno di età. Dato il limite di contribuzione massimo del 18,25 per cento, quando a causa del fenomeno di invecchiamento della popolazione le entrate non saranno più sufficienti a coprire le uscite, il differenziale verrà coperto con le

entrate fiscali del paese. Questo meccanismo di fatto allarga la base imponibile, dal momento che estende la contribuzione anche ai pensionati che, pur non alimentando direttamente lo schema previdenziale pubblico, comunque contribuiscono pagando le tasse. Il diritto alla pensione pubblica si matura nella misura del 2 per cento per ogni anno di residenza in Olanda tra i 15 e i 65 anni. L'entità del beneficio dipende anche dalla tipologia familiare. Ad esempio per coloro che hanno un diritto pieno in termini di residenza, la rendita sarà diversa in funzione della composizione del nucleo familiare. Per due persone oltre i 65 anni che vivono insieme la pensione complessiva è pari al salario netto minimo (1264 euro al mese nel 2003), mentre un pensionato che vivesse da solo ha diritto al 70 per cento di questo ammontare e un genitore singolo con un figlio sotto i 18 anni ha diritto al 90 per cento del salario minimo. Il salario netto minimo è pari attualmente al 55 per cento del salario medio e viene indicizzato al tasso di crescita medio dei salari definito dagli accordi collettivi.

Il secondo pilastro consiste nei fondi pensione occupazionali che giocano in Olanda un ruolo molto importante dal momento che attualmente garantiscono una rendita a oltre il 50 per cento dei pensionati e che ad essi aderiscono circa il 91 per cento dei lavoratori. Nonostante non sia obbligatoria per i datori di lavoro l'istituzione di un fondo pensione, circa il 98 per cento di essi offre uno schema di questo tipo. La ragione di una diffusione così elevata risiede anche in un particolare meccanismo che regola in Olanda l'istituzione dei fondi pensione di settore. Nel caso in cui venga istituito un fondo pensione di settore, per tutte le imprese che fanno parte del settore diviene obbligatorio aderire al fondo. Una delle condizioni in cui non sussiste l'obbligo di adesione ricorre quando l'impresa già offre ai propri dipendenti un fondo pensione analogo o migliore di quello di categoria.

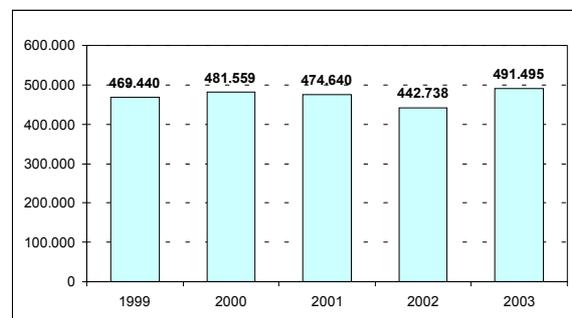
Circa il 95 per cento dei fondi occupazionali sono a beneficio definito, la maggior parte prevedono il pagamento di una pensione pari al 70 per cento del salario finale dopo 35-40 anni di contribuzione, alcuni altri schemi pensionistici (cui partecipano il 31 per cento dei lavoratori olandesi) prevedono invece un tasso di sostituzione pari al 70 per cento del salario medio percepito in un predefinito arco temporale della carriera lavorativa. Il tasso di sostituzione del 70 per cento si ottiene sommando la pensione pubblica con quella privata. Le rendite erogate dai fondi possono essere indicizzate ai salari (60 per cento dei casi), ai prezzi (20 per cento) o attraverso altri meccanismi di indicizzazione (20 per cento). L'esborso annuale dei fondi pensione ammonta a circa il 4 per cento del Pil olandese ed è di poco inferiore alla spesa per la pensione pubblica (4,3 per cento del Pil). Il valore delle attività detenute dai fondi pensione olandesi ammonta a quasi il 110 per cento del Pil nel 2003, con una percentuale detenuta in azioni pari a oltre il 37 per cento. Il regime fiscale segue lo schema EET (esenzione nella fase di contribuzione e in quella di accumulazione, tassazione delle prestazioni erogate).

Il terzo pilastro della previdenza è costituito dai piani di pensione individuale. Questa componente è di natura privatistica e volontaria, non ha niente a che vedere con le relazioni tra aziende e lavoratori, ma è un rapporto diretto tra il lavoratore e un'assicurazione finalizzato alla percezione di una rendita aggiuntiva rispetto a quella derivante dalla pensione pubblica e dai fondi pensione.

### I FONDI PENSIONE IN OLANDA

Numero	1999	2000	2001	2002	2003
Fondi pensione di settore	88	92	96	100	97
Fondi di pensione aziendali	826	798	755	695	632
Altri fondi pensione	11	11	11	11	11
<b>Totale</b>	<b>925</b>	<b>901</b>	<b>862</b>	<b>806</b>	<b>740</b>

### Attività gestite dai fondi pensione (milioni di euro)



Fonte: De Nederlandsche Bank

## GIOIELLI ITALIANI, OBIETTIVO QUALITA'

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

- L'industria orafa italiana archivia un altro anno difficile, nonostante i segnali incoraggianti provenienti dalle vendite estere che si erano manifestati nei mesi estivi del 2004 e che avevano lasciato sperare in una ripresa per un settore in affanno ormai da un triennio.
- India, Turchia e Cina, ma anche Corea, Indonesia, Israele sono i nuovi attori sui mercati orafi mondiali. Per tutti, il modello da imitare e superare è l'Italia, le cui aziende, strette tra i limiti dimensionali e i ritardi nelle politiche commerciali, possono puntare su ciò che ha fatto della gioielleria italiana la più prestigiosa al mondo: il *design*, la creatività e l'alta qualità delle lavorazioni.

L'industria orafa italiana archivia un altro anno difficile, nonostante i segnali incoraggianti provenienti dalle vendite estere che si erano manifestati nei mesi estivi del 2004 e che avevano lasciato sperare in una ripresa per un settore in affanno ormai da un triennio. I dati relativi ai mesi autunnali dello scorso anno, hanno registrato una serie di flessioni che hanno ridimensionato la dinamica positiva mostrata nei primi nove mesi (+7,7%). In dettaglio, le vendite all'estero di prodotti orafi – che rappresentano circa i tre quarti dell'intera produzione nazionale - dopo il consistente recupero nel trimestre giugno-agosto 2004, hanno segnato un ripiegamento in settembre e in ottobre. Il bimestre autunnale avrebbe pertanto eroso il recupero dei primi nove mesi tanto da portare l'export dei primi dieci mesi 2004 a una lieve flessione stimata dello 0,8% su base annua.

Nel corso del 2004, la domanda estera di preziosi italiani ha risentito notevolmente dell'evoluzione del ciclo internazionale, nonché del mutevole clima di fiducia delle famiglie che ha accompagnato l'andamento della domanda di consumo. Altro fattore determinante sull'evoluzione dell'export è stata la perdita di competitività di prezzo dei gioielli italiani, legata all'euro forte. Nonostante la flessione dei mesi finali del 2004 gli attuali volumi di export, seppur lontani dai livelli degli anni novanta, appaiono soddisfacenti, superiori ai 2,8 miliardi di euro. Resta anche largamente attiva la bilancia commerciale del settore con oltre 2 miliardi di euro.

La distribuzione geografica delle vendite all'estero, nei primi dieci mesi del 2004, evidenzia andamenti contrastanti: gli Stati Uniti, principale acquirente di preziosi italiani, hanno ridotto gli acquisti del 18,2% rispetto all'anno precedente preferendo i prodotti asiatici divenuti sempre più concorrenziali a quelli italiani grazie a dazi doganali sensibilmente più bassi e all'indebolimento delle loro valute rispetto all'euro (in quanto legate al dollaro). Gli altri due mercati Nafta, Messico e Canada, sono stati contrassegnati da risultati opposti: -32,6% e +7,8% rispettivamente. In Europa, i singoli mercati hanno mostrato anche in questo caso evoluzioni di segno opposto: da un lato gli incrementi da parte di Svizzera (26,8%), Grecia (15,5%), Spagna (15%), Francia (4,4%), dall'altro, le contrazioni di Regno Unito (-6,4%), Belgio (-2,8%), e Germania (-2,6%). Tra i paesi asiatici spicca la consistente crescita dell'export diretto in Cina (+28,7%) unitamente all'incremento di vendite a Hong Kong (+4,6%). In espansione, come per tutto il *made in Italy*, è apparso il mercato russo che, con un aumento dell'import di gioielli italiani del +30,5%, è entrato a far parte dei primi 20 mercati di sbocco del settore.

L'industria orafa italiana, come pure quella europea, ha mostrato un andamento meno brillante di quello registrato nelle altre aree mondiali competitive nel settore. Secondo il World Gold Council, a fronte di una flessione del 5% di consumi di gioielli nel nostro paese, i consumi mondiali sono cresciuti, nel III trimestre 2004, del 6% in quantità e del 17% in valore. India, Turchia e Cina hanno avuto una parte influente su questo risultato. Nonostante l'aumento del prezzo dell'oro, la domanda di gioielli in India, nella sola "wedding season", che pesa per il 60% sulle 600 tonnellate vendute nel paese ogni anno, ha superato il 5%. Le aziende orafe asiatiche, Cina in testa, stanno organizzando una seria concorrenza all'Italia con un netto miglioramento del *design* dei preziosi, anche grazie all'utilizzo di macchinari sofisticati forniti dall'Italia stessa. Ma sul mercato conquistano spazi crescenti anche Indonesia, Corea, Israele e i grandi *buyer* internazionali che arrivano in Italia per acquistare campionature affidano poi la produzione a questi nuovi attori del mercato.

Per tutti, il modello da imitare e da superare è l'Italia. Le aziende orafe nazionali strette tra i limiti di un tessuto produttivo troppo frammentato, i ritardi sul fronte delle politiche commerciali e la mancanza grandi aziende in grado di conquistare la distribuzione, puntano su ciò che ha fatto della gioielleria italiana la più prestigiosa a livello mondiale: il *design*, la creatività e l'alta qualità delle lavorazioni.

### ESPORTAZIONI ITALIANE DI OREFICERIA E ARGENTERIA

Principali 20 paesi di destinazione

periodo gennaio-ottobre

PAESI	MILIONI DI EURO		VAR. % 2004/03	In % sul totale
	2003	2004		
Stati Uniti	946,34	773,87	-18,2	23,9
Svizzera	246,71	312,73	26,8	9,6
Emirati Arabi	221,50	246,71	11,4	7,6
Regno Unito	232,70	217,74	-6,4	6,7
Francia	196,46	200,29	1,9	6,2
Hong Kong	149,26	156,16	4,6	4,8
Spagna	110,74	127,37	15,0	3,9
Germania	112,71	109,81	-2,6	3,4
Cina	85,18	109,63	28,7	3,4
Giappone	89,17	87,53	-1,8	2,7
Turchia	48,36	60,64	25,4	1,9
Giordania	27,47	58,16	111,7	1,8
Panama	53,66	55,61	3,6	1,7
Messico	74,72	50,35	-32,6	1,6
Canada	44,52	48,00	7,8	1,5
Israele	42,50	45,23	6,4	1,4
Australia	42,53	45,10	6,0	1,4
Grecia	28,11	32,46	15,5	1,0
Russia	27,09	30,50	12,6	0,9
Belgio	30,99	30,12	-2,8	0,9
Altri Paesi	457,82	445,65	-2,7	13,7
<b>Totale</b>	<b>3.268,54</b>	<b>3.243,66</b>	<b>-0,8</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Banca dati Fiera di Vicenza; elaborazioni su dati Istat.

## I CATALIZZATORI

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

L'ingente livello di liquidità, accumulatosi in un triennio di scarsità di investimenti, ha il suo peso nel recente rialzo dei mercati azionari, ma certo non esclusivo.

Non avrebbe infatti tardato a canalizzarsi su comparti alternativi, anche meno remunerativi nel breve (più sicuri, meno rischio), se i listini non avessero altri driver. Rintracciabili facilmente tra i numerosi indicatori di sottovalutazione dei titoli e gli ottimi margini rientrati ai livelli di dieci anni fa, tra la nuova dirompente ondata di fusioni e acquisizioni (legata a doppio filo a liquidità e valutazioni attraenti) e la seconda giovinezza della Corporate America, tra i primi ritorni dopo i sacrifici delle ristrutturazioni aziendali ed il riavvio della ripresa nell'ultimo quadrimestre. Tutti ottimi ingredienti della ricetta rialzista, ma forse il più determinante è dato dall'andamento dei tassi. Più esattamente, dall'atteggiamento più o meno aggressivo in materia da parte di Greenspan.

Infatti, la chiave resta l'aspettativa sul ritmo di crescita dei saggi d'interesse Usa.

Se sono previsti ad un tasso di rialzo costante, morbido e graduale (come sconta attualmente il mercato) le borse si alimentano di liquidità senza doversi preoccupare di questioni macro, in qualche modo rassicurate e protette da eventuali strette repentine di politica monetaria.

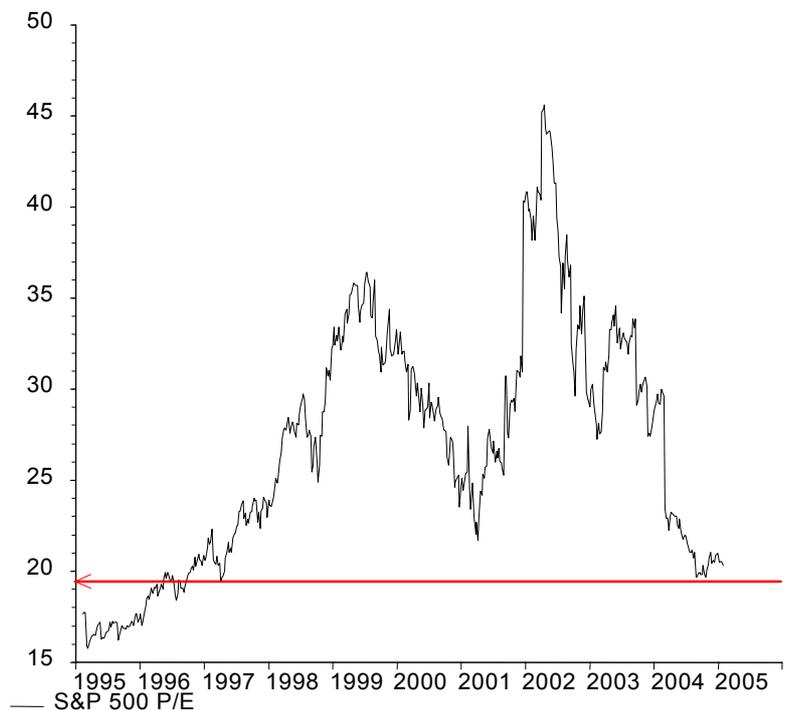
Se invece le attese fossero per una politica nervosa di "stop and go" sul fronte tassi (come non è l'attuale) le piazze finanziarie ne risentirebbero, incorporando volatilità crescente e perdendo direzionalità; proprio quando hanno invece bisogno di chiarezza e disciplina, di sentire il controllo da parte dell'autorità monetaria (Fed), una mano ferma che trasmetta fiducia ad investitori oltremodo sensibilizzati dalle recenti minusvalenze.

Il fine tuning graduale della Federal Reserve assicura quindi la necessaria stabilità al sistema immunizzando i listini da shock macro.

Se il trend dei tassi al rialzo subisse invece una brusca accelerazione, magari per spinte inflazionistiche, tutte le attività finanziarie ne risentirebbero a pioggia, partendo dall'azionario, passando per l'immobiliare fino ai bond a lunga scadenza, i più danneggiati.



### 10 anni di P/e a Wall Street



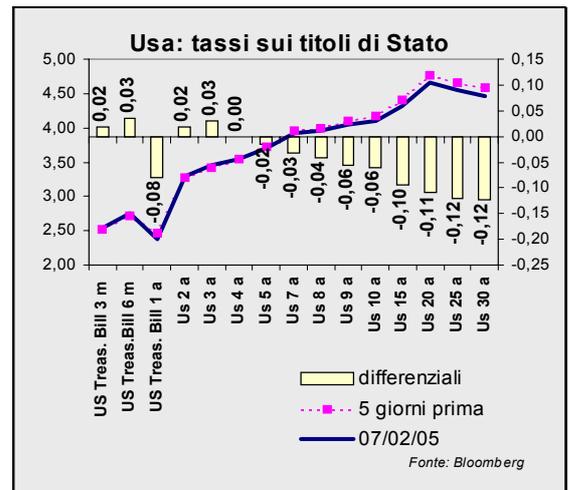
HIGH 45.61 18/4/02, LOW 15.77 9/3/95, LAST 20.32 27/1/05

Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, S&P's

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- I ministri finanziari e i governatori riuniti al G7 di Londra hanno pronosticato il proseguimento di una positiva fase di crescita nel 2005, anche se a un ritmo più modesto rispetto al 2004.
- La fiducia espressa da Alan Greenspan sulla capacità delle forze di mercato di contribuire a una riduzione del deficit di parte corrente nel lungo periodo e sull'attivazione di una politica fiscale finalizzata a ridimensionare il disavanzo interno, seguita dalla presentazione del *Budget 2006* dell'Amministrazione Bush, hanno sostenuto il dollaro. Il calo dei rendimenti a lungo termine sulle due sponde dell'Atlantico, ma soprattutto negli Usa, insieme al rafforzamento della valuta americana fanno pensare a un significativo aumento degli afflussi di capitale in acquisto di attività finanziarie. Va comunque sottolineato che gli squilibri dei conti con l'estero Usa potranno correggersi solo nel lungo termine – come ha affermato Alan Greenspan – mentre gli afflussi di capitali potrebbero essere affetti da volatilità.
- Negli Usa i dati macroeconomici forniscono evidenze di una crescita sostenuta, che potrebbe in prospettiva subire limitature. L'indice ISM relativo ai servizi, che testa l'umore del settore, è calato in gennaio a 59,2 da 63,9 segnalando la prosecuzione di una positiva fase di espansione, individuata da valori superiori a 50, ma avvalorando anche l'ipotesi di una graduale decelerazione. L'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan ha evidenziato un calo in gennaio a 95,5 da 97,1 trainato da un peggioramento delle aspettative, nonostante il miglioramento della percezione sulla situazione attuale. Gli ordini all'industria di dicembre sono aumentati dello 0,3% m/m, meno delle attese, e sono in rallentamento, ma rimane significativo il progresso rispetto a dicembre 2003 del 9,9%. Il mercato del lavoro ha creato nuova occupazione a gennaio 2005, ma non ha fugato completamente i sintomi di fragilità: ci si aspettava un numero superiore di nuovi occupati che sono stati 146.000, ha deluso la correzione al ribasso dei posti lavoro dell'ultimo trimestre dell'anno, il settore manifatturiero continua a distruggere occupazione da settembre. Inoltre, la percezione che la politica economica assumerà complessivamente un'intonazione meno espansiva nel 2005, contribuendo a un rallentamento della domanda interna, induce a confermare l'ipotesi del nostro scenario di una decelerazione del Pil verso il suo sentiero di crescita potenziale.
- Come era nelle attese, il **Fomc** (*Federal Open Market Committee*) del 2 febbraio ha aumentato il tasso sui *Fed Funds* di 25 centesimi al 2,5%, ma soprattutto non ha modificato il comunicato stampa rispetto al 14 dicembre confermando l'intenzione di procedere nella manovra di aumento del saggio guida ad un ritmo misurato. L'andamento dei prezzi impliciti nei consumi è risultato relativamente modesto anche nel IV trimestre e il comunicato del *Fomc* ha sottolineato che l'inflazione attesa rimane ben contenuta attenuando l'ipotesi che si concretizzino aumenti più consistenti nei prossimi mesi. Un'incidenza significativa sul sentiero di rialzo dei tassi monetari potrà avere la manovra di correzione del deficit di bilancio statunitense.
- La **Banca centrale europea** ha mantenuto il saggio guida invariato al 2% alla riunione del 3 febbraio confermando le attese di un tasso d'inflazione in discesa sotto il 2% nel 2005, ma anche sottolineando le preoccupazioni per l'andamento dei corsi petroliferi, per gli sviluppi della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati, per l'abbondanza di liquidità presente nel sistema al di sopra del livello necessario per finanziare una crescita non inflazionistica e per l'eventuale modifica del Patto di Stabilità e di Crescita. Il permanere dei tassi monetari reali vicini allo zero e un'abbondante liquidità riflettono il sostegno che la politica monetaria fornisce alla domanda interna ancora afflitta da una persistente debolezza nell'area dell'euro.
- Ci sono pochi indizi che fanno pensare ad un'accelerazione del ciclo economico degli **Euro-12**, dove è improbabile vedere progressi significativi sul mercato del lavoro. Un cenno di miglioramento può leggersi nel Pmi europeo dei servizi di gennaio in aumento a 53,4 da 52,6, dopo l'incremento registrato da quello manifatturiero. In Germania l'applicazione da gennaio della nuova normativa denominata "Hartz IV", che ha unificato i sussidi di disoccupazione con i programmi di assistenza sociale riducendone l'ammontare e il periodo di erogazione, ha trasformato molti beneficiari del *welfare* in disoccupati. A gennaio la Germania ha registrato oltre 5 milioni di disoccupati guardando ai dati grezzi con un aumento di 573.000 unità; il dato destagionalizzato ne ha contati 227.000 portandoli a 4,174 milioni e il tasso di disoccupazione è salito all'11,4%. Per contro, gli ordini all'industria a dicembre si sono confermati tonici (+7,1% m/m e 7,1% a/a).



	dati storici		previsioni		
	- 12 mesi	- 3 mesi	08/02/05	+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	106,68	104,69	104,9	102,0	104,0
dollaro-euro	1,265	1,299	1,278	1,330	1,330
yen-euro	134,9	136,0	134,0	132,6	138,3
sterlina-euro	0,677	0,699	0,687	0,700	0,704
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,12	2,31	2,77	3,10	3,14
euro	2,07	2,17	2,14	2,15	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,17	4,88	4,87	5,00	5,03
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,06	4,19	4,05	4,30	4,30
Germania	4,13	3,80	3,48	3,60	4,00
Giappone	1,25	1,46	1,32	1,50	1,50
Italia	4,25	3,95	3,60	3,75	4,15
Gran Bretagna	4,81	4,68	4,50	4,80	4,80

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

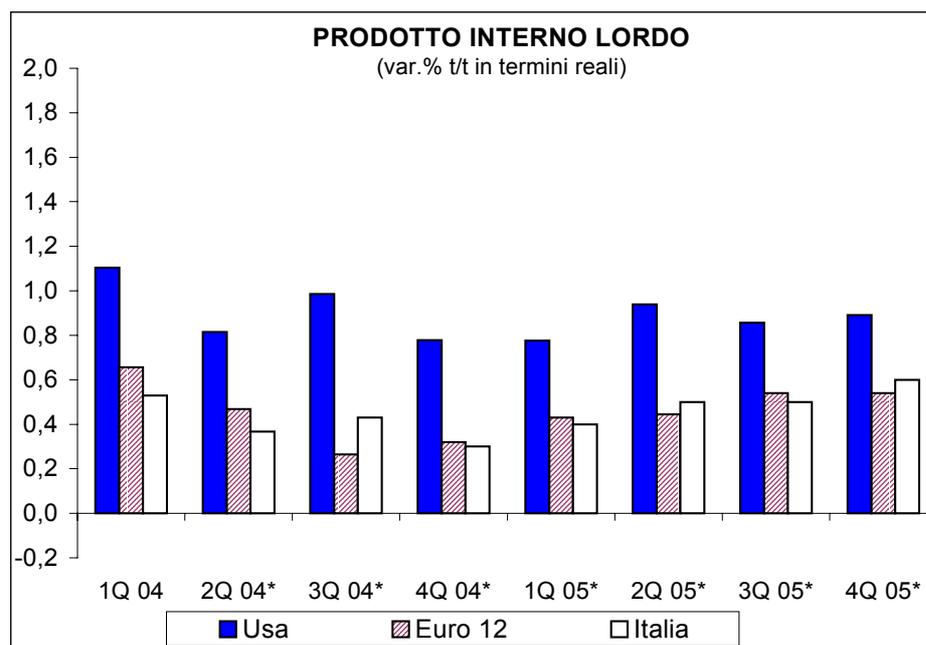
#### AREA EURO

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

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

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



## 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	116,4	116,7	117,3	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
<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	-0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	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	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	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	108,3	108,1	109,4	110,2	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	-0,9	-0,2	1,2	0,7	0,2	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	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,2

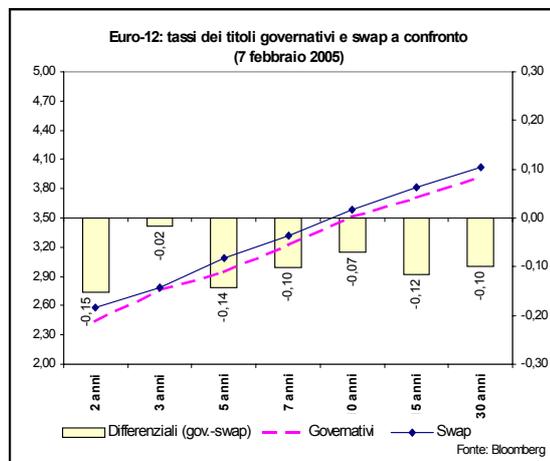
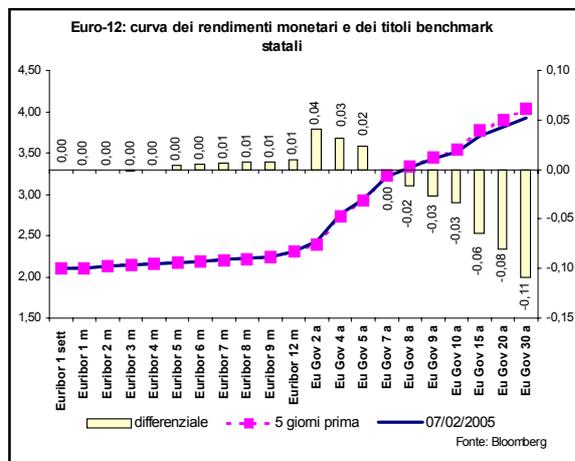
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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
<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	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	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	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



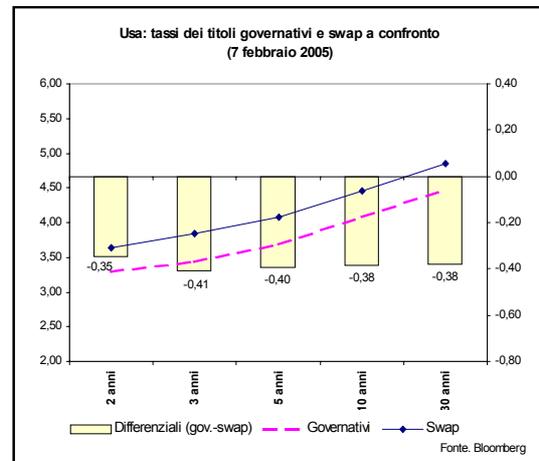
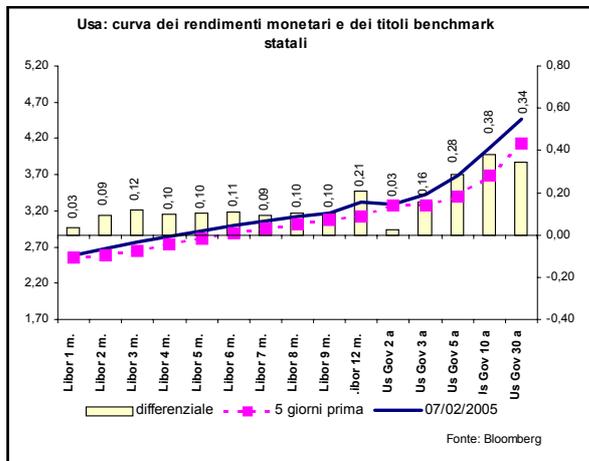
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	4/2/05	- 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	1,296	1,304	1,337	1,252	1,263	1,179	-0,6	-3,0	3,5	2,6	9,9
Canada	1,610	1,617	1,625	1,681	1,623	1,800	-0,4	-0,9	-4,2	-0,8	-10,6
Australia	1,684	1,685	1,730	1,641	1,680	1,910	-0,1	-2,7	2,6	0,2	-11,9
Nuova Zelanda	1,822	1,831	1,886	1,844	1,924	2,223	-0,5	-3,4	-1,2	-5,3	-18,1
Giappone	134,7	134,7	138,5	132,0	135,1	133,7	0,0	-2,7	2,0	-0,3	0,7
Argentina	3,778	3,804	3,946	3,677	3,699	1,180	-0,7	-4,3	2,7	2,1	220,2
Svizzera	1,559	1,546	1,548	1,569	1,558	1,617	0,8	0,7	-0,6	0,1	-3,6
Regno Unito	0,688	0,693	0,706	0,682	0,705	0,711	-0,6	-2,5	0,9	-2,3	-3,2
Svezia	9,085	9,088	9,039	9,184	9,080	9,470	0,0	0,5	-1,1	0,1	-4,1
Danimarca	7,444	7,442	7,435	7,451	7,445	7,450	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Norvegia	8,292	8,250	8,246	8,721	8,414	8,855	0,5	0,6	-4,9	-1,5	-6,4
Cipro	0,583	0,583	0,580	0,586	0,586	0,582	0,0	0,5	-0,5	-0,6	0,1
Repubblica Ceca	29,96	30,22	30,37	33,20	32,41	35,11	-0,9	-1,3	-9,7	-7,6	-14,7
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	243,8	245,1	245,4	264,5	262,5	251,5	-0,5	-0,6	-7,8	-7,1	-3,1
Lettonia	0,696	0,696	0,697	0,666	0,673	0,667	0,0	-0,1	4,4	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	0,431	0,431	0,434	0,429	0,432	0,443	-0,2	-0,7	0,4	-0,3	-2,8
Slovacchia	38,04	38,34	38,57	40,57	41,17	42,99	-0,8	-1,4	-6,2	-7,6	-11,5
Slovenia	239,7	239,8	239,8	237,3	236,7	189,0	0,0	0,0	1,0	1,3	26,8
Polonia	3,981	4,053	4,086	4,780	4,702	4,071	-1,8	-2,6	-16,7	-15,3	-2,2
Russia	36,18	36,53	36,85	35,67	36,89	25,32	-0,9	-1,8	1,4	-1,9	42,9
EURO	92,6	92,9	94,4	91,8	92,8	93,3	-0,3	-1,9	0,8	-0,3	-0,8

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						-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	4/2/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,249	1,239	1,223	1,335	1,293	1,598	-0,8	-2,1	6,8	3,5	27,9
Australia (*)	0,770	0,775	0,765	0,762	0,753	0,516	-0,6	0,8	1,1	2,3	49,4
Nuova Zelanda (*)	0,711	0,712	0,703	0,682	0,656	0,425	-0,2	1,1	4,3	8,3	67,1
Giappone	104,0	103,4	104,5	105,5	107,2	131,8	-0,6	0,4	1,4	3,1	26,8
Corea del Sud	1,028	1,028	1,037	1,166	1,198	1,320	0,0	0,9	13,5	16,5	28,5
Filippine	54,71	55,09	56,18	56,15	55,54	51,60	0,7	2,7	2,6	1,5	-5,7
Indonesia	9,194	9,149	9,295	8,452	8,418	10,370	-0,5	1,1	-8,1	-8,4	12,8
Singapore	1,635	1,635	1,650	1,694	1,700	1,849	0,0	1,0	3,6	4,0	13,1
Thailandia	38,33	38,46	39,15	39,06	39,61	44,05	0,3	2,1	1,9	3,3	14,9
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,37	43,68	43,50	45,30	45,63	48,27	0,7	0,3	4,4	5,2	11,3
Argentina	2,92	2,93	2,97	2,94	2,94	1,00	0,2	1,6	0,7	0,7	-65,9
Brasile	2,61	2,65	2,71	2,92	2,89	2,30	1,4	3,9	11,9	10,8	-12,1
Cile	575,8	587,9	571,5	587,5	593,0	646,3	2,1	-0,7	2,0	3,0	12,2
Colombia	2,363	2,372	2,315	2,739	2,780	2,297	0,4	-2,0	15,9	17,7	-2,8
Messico	11,15	11,27	11,33	11,05	11,24	9,11	1,1	1,6	-0,9	0,8	-18,3
Perù	3,26	3,26	3,27	3,49	3,46	3,44	0,1	0,5	7,1	6,3	5,7
Uruguay	24,38	24,98	26,06	29,52	29,32	14,75	2,5	6,9	21,1	20,3	-39,5
Venezuela	2,719	2,840	2,702	3,084	2,852	759	4,4	-0,6	13,4	4,9	-72,1
Israele	4,36	4,39	4,39	4,49	4,39	4,48	0,8	0,7	3,0	0,8	2,8
Sud Africa	6,15	5,95	5,84	6,90	6,62	12,37	-3,4	-5,1	12,0	7,5	101,0
Turchia	1,3145	1,3319	1,3459	1,3402	1,3966	1,4298	1,3	2,4	2,0	6,2	8,8
Area dell'Euro (*)	1,296	1,304	1,337	1,252	1,263	0,904	-0,6	-3,0	3,5	2,6	43,4
Regno Unito (*)	1,877	1,888	1,882	1,832	1,786	1,439	-0,6	-0,3	2,4	5,1	30,4
Svizzera	1,211	1,185	1,169	1,250	1,239	1,650	-2,1	-3,5	3,2	2,3	36,3
Danimarca	5,78	5,70	5,60	5,94	5,91	8,28	-1,4	-3,1	2,7	2,2	43,3
Norvegia	6,40	6,33	6,17	6,96	6,68	8,87	-1,1	-3,6	8,8	4,3	38,5
Svezia	7,05	6,98	6,82	7,32	7,18	10,28	-1,0	-3,3	3,9	1,8	45,8
Russia	28,01	28,00	27,75	28,62	29,45	30,14	0,0	-0,9	2,2	5,2	7,6
Polonia	3,08	3,11	3,10	3,82	3,73	3,96	0,7	0,4	23,9	21,1	28,3
Repubblica Ceca	23,11	23,19	22,74	26,50	25,65	35,27	0,3	-1,6	14,7	11,0	52,6
Ungheria	189,4	188,0	185,0	211,2	209,3	272,9	-0,7	-2,3	11,5	10,5	44,1
<b>DOLLARO USA</b>	<b>91,5</b>	<b>91,2</b>	<b>90,4</b>	<b>95,0</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-25,0</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'8 AL 14/2/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 8	Stati Uniti: discorso di Bies sulla politica monetaria
Mercoledì 9	Stati Uniti: discorso di Gramlich sulle tendenze dell'economia Regno Unito: riunione Mpc della Banca d'Inghilterra
Giovedì 10	Stati Uniti: intervento di Gelthner della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Stern della Federal Reserve sulla politica monetaria Area Euro: bollettino mensile della BCE
Venerdì 11	Stati Uniti: discorso di Yellen della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Bernanke
Sabato 12	Italia: Fazio interviene al convegno Forex
Lunedì 14	Area Euro: discorso di Tumpel-Gugerell della Bce

**A.**

**B.**

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	C. PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 8	Germania	Produzione industriale	dicembre	-1,5% <i>m/m</i> ;-0,5% <i>a/a</i>	1% <i>m/m</i> ;0,7% <i>a/a</i>
Mercoledì 9	Regno Unito	Produzione industriale	dicembre	0,2% <i>m/m</i> ;-0,9% <i>a/a</i>	0,2% <i>m/m</i> ;-0,7% <i>a/a</i>
		Produzione manifatturiera	dicembre	-0,1% <i>m/m</i> ;0% <i>a/a</i>	0,3% <i>m/m</i> ;0,1% <i>a/a</i>
Giovedì 10	Francia	Produzione industriale	dicembre	0,1% <i>m/m</i> ;2,1% <i>a/a</i>	0,3% <i>m/m</i> ;2,1% <i>a/a</i>
		Produzione manifatturiera	dicembre	-0,3% <i>m/m</i> ;2,6% <i>a/a</i>	0,4% <i>m/m</i> ;2,6% <i>a/a</i>
	Germania	Bilancia commerciale	dicembre	11,9 mld	11,7 mld
Venerdì 11	Francia	Pil (prel.) 	IV tr. 04	0% t/t	0,7% t/t

### STATI UNITI E GIAPPONE

Giovedì 10	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	5 febbraio	316.000	325.000
		Bilancia commerciale	dicembre	-60,3 mld	-57,0 mld