

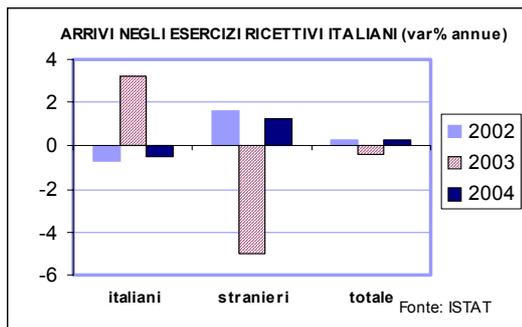
# Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**2 marzo 2005**  
**n. 8 - 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

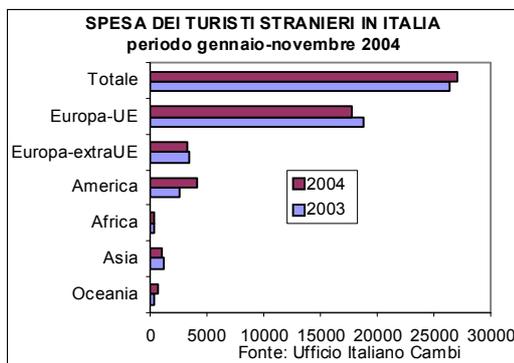
le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca



**PAESI PIU'RICHIESTI PRESSO I TOUR OPERATOR EUROPEI**  
% di richieste (risposte multiple)

PAESI	2003	2004
1° Italia	83,1	96,3
2° Spagna	48,1	39,7
3° Francia	44,2	39,4
4° Grecia	22,4	16,6
5° Regno Unito	15,6	15,9
6° Germania	28,2	12,8
7° Turchia	11,0	10,9
8° Portogallo	12,0	10,3
9° Egitto	8,1	8,4
10° Olanda	12,0	6,6

Fonte: Inart-Unioncamere, Osservatorio sul turismo, 2004



## EXPORT E PRIVATIZZAZIONI LANCIANO IL BRASILE

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

- A metà mandato del presidente Lula, l'economia del Brasile può vantare la crescita più significativa dell'ultimo decennio. Nel 2004, si stima che il Pil sia cresciuto poco oltre il 5%; l'avanzo di parte corrente dovrebbe aver sfiorato il 2%; il debito pubblico si è ridotto per la prima volta negli ultimi quindici anni, portandosi vicino al 50% del Pil.
- Il rilancio del *made in Brazil* costituirà nell'anno in corso un punto fondamentale della politica economica del paese. Il Brasile sta rapidamente incrementando il proprio peso nel mercato globale. Tra il 1998 e il 2004, la quota delle esportazioni sul Pil è quasi triplicata, passando dal 6,5 a circa il 17%.

Al giro di boa della presidenza Lula, il Brasile gode della ripresa più robusta dell'ultimo decennio. Nel 2004, la crescita è stimata poco oltre al 5%; il surplus di parte corrente dovrebbe aver sfiorato il 2%, il debito pubblico si è ridotto per la prima volta dall'inizio degli anni 90. Il governo si è peraltro impegnato e si prepara a ripartire con un ampio programma di privatizzazioni. A determinare la ripresa dell'economia è stato soprattutto l'andamento positivo delle esportazioni, che in media 2004 avrebbero registrato un incremento poco superiore al 20%. Il surplus commerciale del 2004 è stimato prossimo ai 35 miliardi di dollari ed è il più elevato in assoluto tra tutti i paesi emergenti ad eccezione di quello della Russia se si includono i proventi da petrolio. Anche i consumi privati e gli investimenti hanno recuperato decisamente terreno, con aumenti rispettivamente del 6% e del 5% circa. Gli investimenti in nuovi macchinari e impianti hanno favorito le importazioni che, anche per effetto degli elevati corsi del petrolio, sono cresciute di circa il 30% in media d'anno. La produzione industriale è aumentata di circa il 7%, trainata dal settore degli autoveicoli, dei macchinari e dall'agro-industria. Il settore agricolo è cresciuto del 6%; quello dei servizi di oltre il 5%. Il balzo dell'economia ha provocato una fiammata dell'inflazione che, dopo essersi mantenuta entro il target nel primo trimestre dello scorso anno, è risalita nei mesi estivi ed ha indotto la Banca Centrale ad elevare per cinque mesi consecutivi il tasso *Selic* di riferimento, fissandolo a gennaio 2005 al 18,25%. Le autorità monetarie non hanno escluso la possibilità di eventuali ulteriori rialzi qualora l'inflazione dovesse mantenersi molto al di sopra del tetto programmato. Il rafforzamento dell'economia e il giudizio positivo fornito alle politiche economiche del governo hanno indotto di recente le maggiori agenzie internazionali a migliorare il *rating* sul debito in valuta a lungo termine del Brasile. Lo *spread* tra i titoli brasiliani e i *benchmark* statunitensi si mantiene intorno a 450 punti base, inferiore di oltre 100 punti a quello della media dell'area latino-americana.

Anche per il 2005 si accredita al Brasile una crescita intorno al 4,5%. I consumi e gli investimenti potranno essere favoriti dall'espansione del credito. La nuova legge sui fallimenti delle imprese dovrebbe mirare a ridurre il rischio di credito e a stimolare la concessione di prestiti da parte delle banche. Gli alti tassi di interesse potrebbero comunque far sentire i loro effetti sui conti pubblici, che nel 2004 hanno ottenuto un surplus primario del 4,6%, oltre l'obiettivo del 4,25%. I tassi elevati, insieme alla debolezza del dollaro, dovrebbero contribuire a sostenere il *real*. Il rilancio del *made in Brazil* costituirà nell'anno in corso un punto fondamentale della politica economica del paese. Il Brasile sta infatti rapidamente incrementando il proprio peso nel mercato globale. Tra il 1998 e il 2004, la quota delle esportazioni sul Pil è quasi triplicata, passando dal 6,5 a circa il 17%. I paesi asiatici, e in particolare Cina e India, sono divenuti l'obiettivo di un'azione mirata del governo e delle imprese brasiliane, che puntano a una fascia crescente di possibili consumatori, stimata in quell'area intorno ai 400 milioni di unità. Nel 2004, l'export del Brasile verso la Cina è aumentato di circa il 30%. Le esportazioni brasiliane si sono andate peraltro assai diversificando negli anni. I prodotti manufatti rappresentano attualmente circa i tre quarti del totale delle esportazioni, mentre minerali di ferro e soia costituiscono le principali *commodities* vendute.

Determinanti ai fini dello sviluppo nel prossimo futuro saranno anche le scelte commerciali del Brasile in merito alla costituenda area di libero scambio delle Americhe, un progetto che gli Stati Uniti vorrebbero concretizzare al più presto. Il successo ottenuto da Lula al primo *round* delle elezioni municipali di ottobre potrà favorire il completamento del programma di riforme contenuto nell'agenda governativa. In particolare, le due importanti riforme strutturali di recente approvate, delle pensioni e del fisco, potranno anch'esse contribuire a incentivare la crescita. La riforma delle pensioni porterà peraltro benefici significativi al bilancio pubblico. Il rapporto deficit/Pil è stimato portarsi quest'anno al di sotto del 4%, dal 5,2% del 2003.

La situazione finanziaria del Brasile appare in miglioramento. Il debito estero non dovrebbe superare quest'anno il 40% del Pil. Il debito a breve è pari a meno del 10% del totale. Il servizio del debito, ancorchè piuttosto elevato (54% del totale delle esportazioni), è in decelerazione. Le riserve internazionali superano i 50 miliardi di dollari e coprono circa 6 mesi di importazioni.

### Brasile

	2003	2004*	2005**
Popolazione (milioni di abitanti)	176,9		
Pil pro capite (in US\$)	3.100		
Pil (var. % annua)	-0,2	5,2	4,4
Prezzi al consumo (var. % annua)	17	6,8	6,5
Cambio real/US\$ (media annua)	3,1	3,0	2,8
Saldo partite correnti (in % Pil)	0,8	1,9	1,2

Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's B1	S&P BB-	Fitch BB-
--	------------	---------	-----------

Rating Eca: classe 5

fonte: IIF, Bloomberg e ns. elaborazioni

\*stime

\*\*previsioni

## IL SISTEMA PREVIDENZIALE IN FRANCIA

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

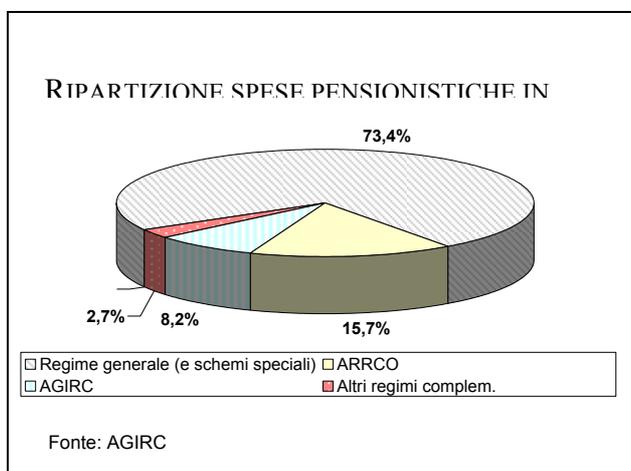
- Il sistema pensionistico francese si caratterizza per la presenza di uno schema previdenziale integrativo obbligatorio che si aggiunge al sistema pubblico.
- I due principali enti di previdenza integrativa sono l'ARRCO e l'AGIRC che pur avendo carattere privatistico utilizzano un sistema a ripartizione. A queste istituzioni federali aderiscono rispettivamente 16,2 e 3,9 milioni di lavoratori e in essi sono confluiti la maggior parte dei fondi pensione privati.
- Esistono inoltre dei fondi pensione collettivi a carattere volontario cui partecipano meno del 10 per cento dei lavoratori. Il terzo pilastro a carattere individuale e volontaristico è costituito in prevalenza da polizze vita.

Il sistema previdenziale francese, in linea con quelli dei principali paesi, si articola in tre pilastri. Presenta tuttavia una peculiarità derivante dall'obbligatorietà di un regime di previdenza integrativa privata a ripartizione, che si affianca allo schema pensionistico pubblico. A questi due elementi si aggiunge la possibilità di ampliare la rendita pensionistica attraverso l'adesioni a piani previdenziali individuali (terzo pilastro).

Per coloro che non dispongono di versamenti o che hanno una storia contributiva insufficiente alla maturazione di altre prestazioni pensionistiche esiste poi un gradino previdenziale di tipo assistenziale costituito dalla pensione minima di vecchiaia.

Il primo pilastro pubblico e obbligatorio (Régime Général e regimi speciali) copre tutti i lavoratori garantendo un tasso di sostituzione medio pari al 50 per cento calcolato sul salario dei migliori 15 anni, anche se progressivamente questo valore verrà portato fino a 25 anni. Il tasso di sostituzione oscilla in funzione del reddito e del periodo di contribuzione: è massimo dopo 40 anni di contribuzione per gli impiegati del settore privato e dopo 37 anni di contribuzione per quelli del settore pubblico. I contributi alla pensione pubblica ammontano al 14,75 per cento del salario ripartiti tra il datore di lavoro (8,2 per cento) e il lavoratore (6,55 per cento). Le spese dello stato per la pensione ammontano al 12,8 per cento del Pil e a seguito del trend demografico in atto si stima che nel 2040 raggiungeranno il 16,3 per cento del Pil. Secondo le stime della Commissione europea, mantenendo l'attuale regolamentazione il bilancio del sistema pensionistico passerebbe da un surplus dello 0,6 per cento nel 2005 a un deficit dell'1,8 per cento nel 2020 e del 3,8 per cento nel 2040, a meno di un aumento del tasso di contribuzione pari a dieci punti percentuali.

Alla pensione pubblica si aggiunge un secondo elemento del regime pensionistico obbligatorio costituito dai fondi pensioni. I regimi di pensione complementare (secondo pilastro obbligatorio) vengono erogati dall'ARRCO (Associazione per il regime pensionistico complementare dei subordinati) e dall'AGIRC (Associazione generale degli istituti pensionistici dei quadri). A queste due organizzazioni partecipano tutte le principali categorie di fondi pensione e uno dei ruoli che ricoprono è quello di armonizzare la regolamentazione dei piani pensioni dei fondi che ne fanno parte. L'ARRCO, nato nel 1962, raggruppa attualmente 76 istituti di previdenza integrativa, a questa cassa aderiscono 16,2 milioni di contribuenti e 9,5 milioni di pensionati. All'AGIRC, nato nel 1947 partecipano invece 3,5 milioni di persone e vengono erogate 1,9 milioni di pensioni. La previdenza integrativa obbligatoria in media garantisce un tasso di sostituzione pari a circa il 20 per cento per i percettori di redditi più bassi e al 25 per cento per i percettori di redditi più elevati e utilizza un meccanismo di calcolo "a punti". Il tasso di contribuzione all'ARRCO, cui partecipano i ruoli impiegatizi è pari al 7,5 per cento del salario, ma solo il 6 per cento della contribuzione (3,6% per il datore di lavoro e il 2,4% per l'impiegato) si applica al meccanismo dei punti pensione, la parte rimanente dei contributi viene versata a beneficio generale del fondo e per finanziarne il funzionamento. Nel caso dell'AGIRC, cui aderiscono i quadri, le aliquote contributive sono più elevate sia per il datore di lavoro che per il lavoratore. La contribuzione complessiva è pari al 20% del salario (di cui il 16% destinato all'acquisizione di punti), ripartita in misura del 12,5% per l'azienda e il 7,5% per il lavoratore. Occorre tuttavia specificare che nel caso dell'AGIRC il salario preso come riferimento è un sottoinsieme di quello complessivo. Il meccanismo dei "punti pensione" su cui si fonda il criterio a ripartizione prevede che: a) i contributi incassati nell'anno, derivanti dalla somma del contributo aziendale e di quello individuale, vengano divisi per il prezzo di acquisizione di un punto definito anche come "retribuzione di riferimento" per dare luogo al numero di punti acquisiti nell'anno; b) i punti acquisiti con i contributi vengano accumulati in un conto apposito con altri punti eventualmente acquisiti ad altro titolo (ex. ricostruzioni di carriera per periodi in cui non vigevo l'obbligo di adesione etc.); c) al momento del pensionamento il numero totale di punti moltiplicato per il valore del punto determini l'importo della pensione annua. Oltre alla previdenza complementare obbligatoria fanno parte del secondo pilastro alcuni schemi previdenziali collettivi a carattere volontario che possono essere a beneficio definito o a contributo definito, tuttavia il grado di diffusione di questi schemi è molto basso, inferiore al 10 per cento dei lavoratori. Sempre a carattere volontario è possibile infine sottoscrivere dei piani individuali che costituiscono il terzo pilastro della previdenza. In questo caso si tratta in prevalenza di prodotti offerti da compagnie assicurative sotto forma di polizza vita, la cui diffusione è agevolata anche da vantaggi in termini di trattamento fiscale.



## TURISMO, E' L'ITALIA LA META PREFERITA

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

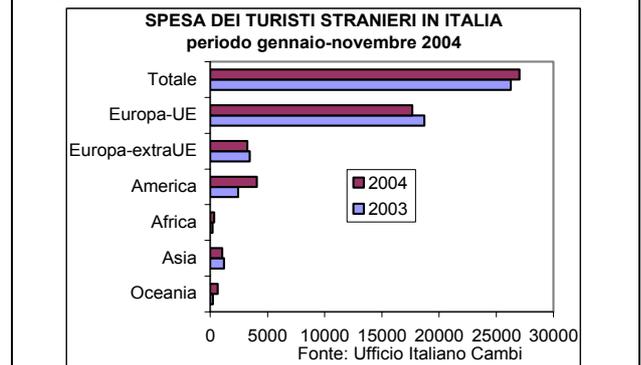
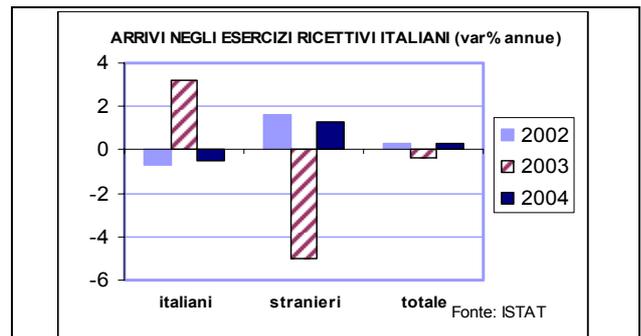
- L'industria turistica italiana, pur mostrando una crescita più contenuta di quella registrata da altre aree del mondo, ha chiuso il 2004 con un bilancio di sostanziale tenuta. Sono risultati in aumento gli arrivi (+0,3%) e la spesa effettuata dai turisti stranieri (+2,9%).
- Il Bel Paese resta la destinazione più richiesta ai *tour operator* europei, rafforzando la propria capacità competitiva rispetto anche alle sue rivali storiche, Spagna e Francia.
- A fronte di una perdita di turisti tedeschi (previsti tuttavia in recupero nel 2005), il mercato italiano può aprirsi ai cinesi, che hanno l'Italia tra le mete più desiderate e sono in grado di esprimere una capacità di spesa simile a quella degli americani.

Nel 2004, secondo i dati dell'Organizzazione Mondiale del Turismo, gli arrivi internazionali, pari a 760 milioni, hanno fatto registrare il tasso di incremento più elevato degli ultimi vent'anni (+10% rispetto al 2003) e per il 2005 è prevista un'ulteriore crescita dell'8% circa. Lo sviluppo del movimento turistico mondiale ha interessato tutte le aree del globo, trainato in particolare dall'Asia (+29%). L'Europa e l'area mediterranea hanno registrato il tasso di incremento meno rilevante (+4%) degli arrivi di turisti stranieri. L'Italia ha condiviso con i paesi europei la dinamica di crescita moderata e ha chiuso il 2004 con un bilancio in sostanziale tenuta, nonostante i problemi economici che hanno colpito vari paesi che alimentano le nostre attività alberghiere e l'elevata crescita del valore dell'euro rispetto a dollaro e yen. Nel complesso, gli arrivi sono aumentati dello 0,3% a fronte di un calo delle presenze e della permanenza media superiore al 2%. Lo scorso anno gli italiani non hanno rinunciato alle vacanze. Hanno, tuttavia, modificato i comportamenti: si è evidenziato un aumento del 4% del numero dei viaggi. È aumentato il numero di pernottamenti dedicati alle vacanze brevi (+5,1% rispetto al 2003 con un aumento del 15,1% nel secondo semestre), mentre le notti trascorse per vacanze lunghe sono risultate pressoché stabili (-0,9%). In altre parole sono risultati più numerosi i soggiorni di breve durata a discapito della vacanza lunga; le famiglie hanno puntato su un turismo meno dispendioso, privilegiando appartamenti, campeggi e stanze in affitto rispetto alle strutture ricettive, e, a fronte di investimenti crescenti nelle cosiddette seconde e terze vacanze (+22%), si è rilevata una ulteriore contrazione nella vacanza principale (-4%). Tra le destinazioni più richieste dagli italiani, si sono confermate Toscana, Emilia Romagna, Sicilia. Oltre confine, il numero dei vacanzieri che hanno varcato la frontiera è diminuito del 19,7%, come pure la loro spesa all'estero (-10%). Di un certo rilievo sono stati i flussi di connazionali diretti in l'Egitto (+4,7%) e America Latina (+4,1%).

Sul fronte estero, si è registrato un aumento dell'1,3% degli arrivi di stranieri con qualche defezione da parte di alcuni paesi europei, tra cui la Germania. I tedeschi, tuttavia, dopo qualche anno di stagnazione, hanno ripreso a viaggiare anche grazie alla crescita dell'offerta di voli *low cost* in Europa. Per il 2005 ne sono attesi in Italia circa 10 milioni, in netta ripresa sul 2004 (+16%), anche se resta significativa l'offerta competitiva di Turchia (+18%), Egitto (+56,8%), Tunisia e Spagna (+15% in media). Un andamento più vivace rispetto all'area europea è stato mostrato dalle aree extra-UE: sono aumentati del 13% i viaggiatori alla frontiera italiana provenienti dall'Asia, mentre un vero e proprio balzo, è stato registrato dalle Americhe (101%) e dall'Oceania (+189%), benché l'afflusso resti, in termini quantitativi, ancora limitato. Il segnale positivo più importante è quello giunto dagli statunitensi la cui presenza nel nostro paese è apparsa in netta ripresa: +12%, contro il calo del 3% del 2003. È inoltre risultata in ripresa la spesa effettuata dagli stranieri in Italia, aumentata, nei primi undici mesi 2004, del 2,9% grazie soprattutto al contributo dei turisti americani e britannici.

Il turismo organizzato sta intanto riprendendosi dagli effetti dello tsunami nel sud est asiatico, dove i *tour operator* italiani realizzano più del 15% del fatturato annuo, pari a circa 4,5 miliardi di euro. Dopo un avvio di stagione con aumenti delle partenze del 50%, gennaio ha accusato una battuta d'arresto del 70% per Maldive e Thailandia. Per entrambe le destinazioni, è prevista una graduale ripresa a partire da febbraio, sostenuta da promozioni.

Nonostante la perdita di competitività che l'industria turistica italiana accusa da almeno un triennio, il Bel Paese resta una destinazione competitiva richiesta sia sul mercato individuale che organizzato. Nel 2004, il turismo organizzato europeo ha visto l'Italia in vetta alle destinazioni più richieste ai *tour operator* del Vecchio Continente, rafforzando la propria capacità competitiva rispetto a tutte le mete concorrenti aumentando la sua quota di richieste (96,3% rispetto all'83,1% del 2003), a fronte di un calo di quella delle sue rivali storiche - Spagna e Francia - che scendono dal 48% al 39%. Inoltre l'Italia può contare su quel nuovo bacino turistico in forte espansione che è la Cina in grado anche di esprimere una spesa non trascurabile. Nel 2004, sono stati 28 milioni i cinesi che hanno viaggiato per turismo (+41% rispetto al 2003 e +71% rispetto al 2002), grazie anche all'allargamento delle "authorized destinations" concesse dal governo. Fra queste, dal settembre scorso, anche l'Unione Europea. L'Italia, insieme alla Francia, è tra le mete più ambite dai cinesi i quali sarebbero in grado di esprimere una spesa di oltre 400 euro in consumi: molto più dei russi e come gli americani.



PAESI PIU' RICHIESTI PRESSO I TOUR OPERATOR EUROPEI  
% di richieste (risposte multiple)

	PAESI	2003	2004
1°	Italia	83,1	96,3
2°	Spagna	48,1	39,7
3°	Francia	44,2	39,4
4°	Grecia	22,4	16,6
5°	Regno Unito	15,6	15,9
6°	Germania	28,2	12,8
7°	Turchia	11,0	10,9
8°	Portogallo	12,0	10,3
9°	Egitto	8,1	8,4
10°	Olanda	12,0	6,6

Fonte: Isnart-Unioncamere, Osservatorio sul turismo, 2004

## MATERIE PRIME CONTRO IL TECH

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

La fase di consolidamento prosegue con aggiustamenti a volte troppo emotivi ma comunque non ancora destabilizzanti. La pressione combinata dei tassi d'interesse in risalita e dei prezzi delle materie prime, in primis petrolio, contribuisce ad abbattere il driver rialzista degli utili aziendali, lasciando pochi margini di manovra ad un trend ormai logoro. Si riaffacciano così le preoccupazioni per la potenziale ripresa dell'inflazione e il negativo impatto su un consumer spending mai decollato.

Timori sbilanciati anche sul fronte valutario, dove pesano le ultime prese di posizione anti-dollaro e la volontà di diversificazione delle riserve da parte delle banche centrali dell'Estremo Oriente (Cina, Giappone, SudCorea e Taiwan), cioè i principali detentori di debito pubblico statunitense.

I listini ne risentono e perdono spunti importanti. I più colpiti risultano i settori dell'alta tecnologia - già caricati da multipli e p/e eccessivi - bloccati dalla crisi dell'indice di Philadelphia e dall'incapacità del Nasdaq di attaccare la resistenza critica a 2.220 punti, che invece darebbe un chiaro segnale rialzista. Il rischio di un nuovo affondo rimane quindi elevato, soprattutto se non si allenterà temporaneamente la morsa delle materie prime sulle prospettive di crescita annunciate.

In questo quadro viene rivalutata la piazza giapponese, che soffre certo di mal di consumi e deflazione, ma nel contempo può vantare una redditività straordinaria delle aziende e multipli economicissimi (p/e medio a 20) in un contesto peraltro di tassi di gran lunga inferiori a quelli Usa.

Questo scenario tende a favorire i titoli sensibili ai tassi come finanziari e utilities, lasciando sottopesate, come nel caso della borsa Usa, le azioni del comparto high tech.

A livello globale invece, la rotazione settoriale subirà un'accelerazione a danno dei titoli di valore con alta capitalizzazione (value), favorendo piuttosto le small-cap a rapida crescita (growth) meno esposte ai rischi inflazione e tassi.



P/e storico a Wall Street



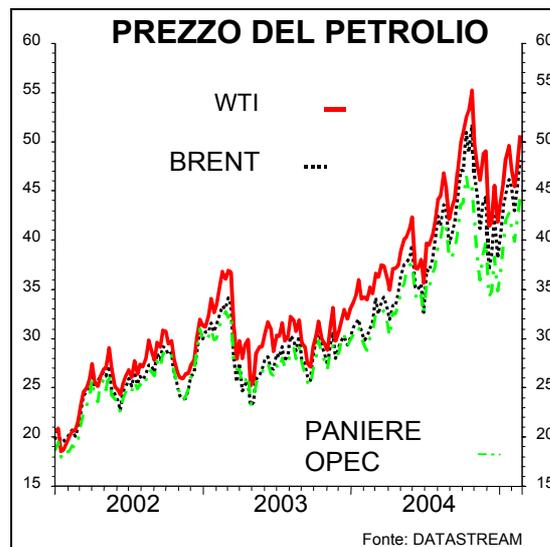
HIGH 45.61 18/4/02, LOW 15.77 9/3/95, LAST 20.32 27/1/05

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

- Non migliora la fiducia **nell'area dell'euro**. L'indice Pmi manifatturiero è risultato pressoché invariato a febbraio a 51,9 da 51,7 risentendo presumibilmente del nuovo aumento dei corsi petroliferi e del peggioramento del mercato del lavoro. Sempre in febbraio, l'indice di fiducia della Commissione europea ha ceduto verso un minimo (98,8) toccato a febbraio del 2004, trainato dal peggioramento dell'umore nel comparto manifatturiero e dei servizi, mentre la fiducia dei consumatori è rimasta stabile su livelli deboli.
- In **Germania** la disoccupazione è aumentata a livelli record: il tasso di disoccupazione di febbraio, corretto per i fattori stagionali, è salito all'11,7% e il numero dei senza lavoro è aumentato di 161.000 unità a 4,87 milioni, che su base grezza diventano 5,22 milioni. Inoltre, gli esperti economici legati al governo tedesco hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il 2005 all'1% dall'1,4% pronosticato a novembre del 2004.
- La debolezza della domanda interna nell'area dell'euro, accanto al rigore salariale, ha favorito in gennaio il ritorno dei prezzi al consumo sotto l'obiettivo della Banca centrale europea, grazie a un calo congiunturale del -0,6% corrispondente a un incremento tendenziale dell'1,9%. Un impatto significativo su questo calo hanno avuto i prezzi dei prodotti industriali non energetici. Ma già in febbraio, secondo la stima *flash* di Eurostat, la dinamica dei prezzi sarebbe tornata al 2% spinta da corsi energetici e alimentari. L'andamento complessivamente favorevole dell'inflazione lascia margini alla Bce per mantenere invariato il saggio guida in attesa di un recupero congiunturale.
- **L'economia Usa** ha registrato una crescita più elevata delle attese nel IV trimestre del 2004, pur confermando un incremento tendenziale del 4,4% nella media dello scorso anno. Il Pil Usa nel IV trimestre del 2004 è stato rivisto sensibilmente al rialzo: la variazione trimestrale annualizzata è stata portata al 3,8%, invece del precedente 3,1%, e corrisponde a un incremento tendenziale del 3,9%. Un aumento delle esportazioni del 2,4% trimestrale annualizzato, invece del precedente calo, ha ridotto il contributo netto negativo dall'estero, mentre gli investimenti sono stati rivisti al rialzo insieme all'accumulo di scorte. Una correzione al ribasso ha riguardato la spesa per consumi in crescita del 4,2% trimestrale annualizzato, dal precedente 4,6%.
- A inizio 2005 gli indicatori segnalano il proseguimento di un sostenuto ritmo di sviluppo, anche se non manca qualche sintomo di affaticamento. L'indice Ism di febbraio è inaspettatamente calato a 55,3 da 56,4, ma sopra il valore di 50 esprime comunque attesa di un'espansione del settore manifatturiero. Gli ordini di beni durevoli in gennaio hanno evidenziato un sensibile calo congiunturale (-0,9% m/m; +11,6% a/a), prevalentemente a causa della riduzione di richieste di aerei e automobili. Depurato di queste componenti il flusso è rimasto consistente e infatti gli ordini di beni durevoli esclusi trasporti sono aumentati dello 0,8% m/m e del 13,6% a/a; quelli di beni capitali esclusi aerei sono cresciuti del 2,9% m/m e del 17% a/a. Anche dal lato della domanda, sono emersi sintomi di rallentamento: in gennaio il mercato immobiliare ha accusato un inatteso calo del 9,2% nelle vendite di nuove case, le spese personali in gennaio non sono aumentate rispetto al mese precedente. Il mercato ha guardato con una certa apprensione all'incremento congiunturale dell'indice dei prezzi *core* (al netto di alimentari e energetici) relativo alla spesa per consumi aumentato dello 0,3% m/m e dell'1,6% a/a che però al momento risulta poco variato rispetto alle media del 2004 (1,5%). Piuttosto, preoccupa che in prospettiva le maggiori tensioni sulle componenti *core* dell'inflazione possano sommarsi a rinnovate pressioni sui corsi energetici. Per il momento continuiamo a ritenere probabile il proseguimento della manovra monetaria restrittiva ad un ritmo misurato, con un ulteriore aumento di 25 centesimi dei tassi sui *Federal Funds* al Fomc di fine marzo.
- In **Gran Bretagna**, il Pil del IV trimestre ha accelerato aumentando dello 0,7% congiunturale (dallo 0,5% del III trimestre) e del 2,9% tendenziale. Nella media del 2004 il Pil ha segnato un incremento del 3,1%. La crescita congiunturale è stata trinata dalla domanda interna (0,8%), cui un contributo netto dall'estero negativo ha sottratto lo 0,1%. All'accelerazione degli investimenti si è contrapposto un rallentamento dei consumi che hanno espresso l'incremento congiunturale più tiepido in due anni. Inoltre in febbraio i prezzi delle case hanno messo a segno un nuovo forte incremento dello 0,8% m/m e del 10,2% a/a, invertendo la rotta dopo due mesi consecutivi di cali congiunturali.



	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	0 2 / 0 3 / 0 5	+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	1 08,5	1 03,8	1 05,1	1 04,0	1 04,0
dollaro-euro	1,226	1,341	1,311	1,330	1,330
yen-euro	133,1	139,1	137,8	138,3	138,3
sterlina-euro	0,671	0,695	0,687	0,700	0,704
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,11	2,50	2,93	3,30	3,35
euro	2,03	2,17	2,14	2,18	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,30	4,87	4,94	5,00	5,03
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,82	4,22	4,38	4,40	4,30
Germania	3,93	3,65	3,73	3,80	4,00
Giappone	1,33	1,37	1,51	1,60	1,50
Italia	4,06	3,74	3,85	3,95	4,15
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,78	4,90	4,80

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

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

#### AREA EURO

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

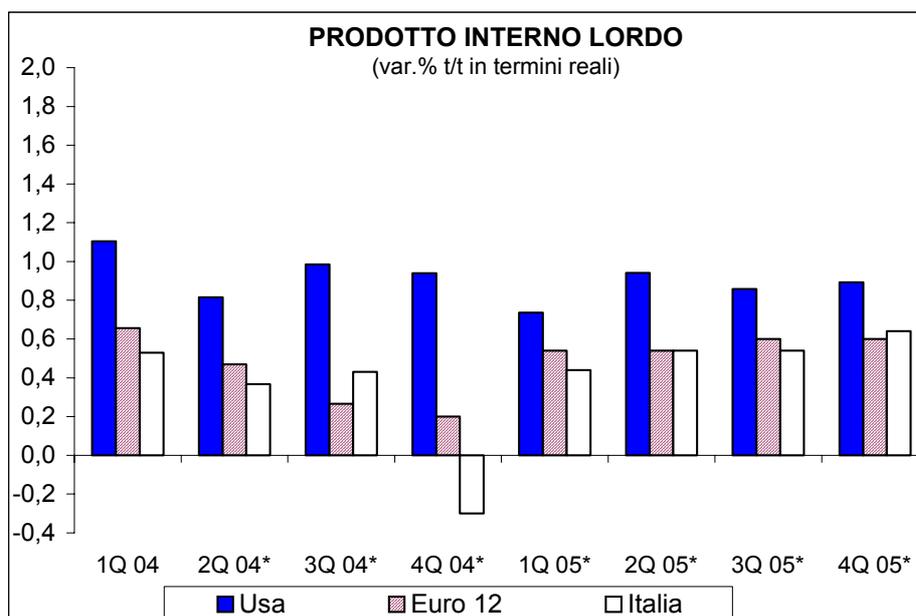
#### ITALIA

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

\*\* La variazione % anno su anno del Pil nell'Area dell'Euro e in Italia è una stima che fa riferimento ai dati grezzi (non corretti per i giorni lavorativi).  
Le restanti variazioni fanno invece riferimento ai dati di Pil destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

\* Previsioni

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](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

### PREZZI AL CONSUMO

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

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

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

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

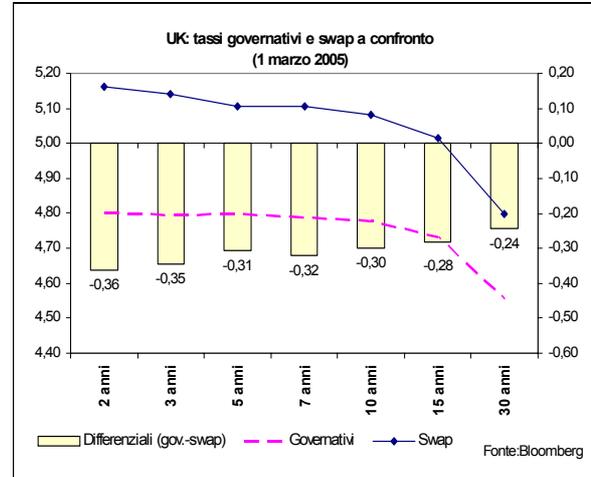
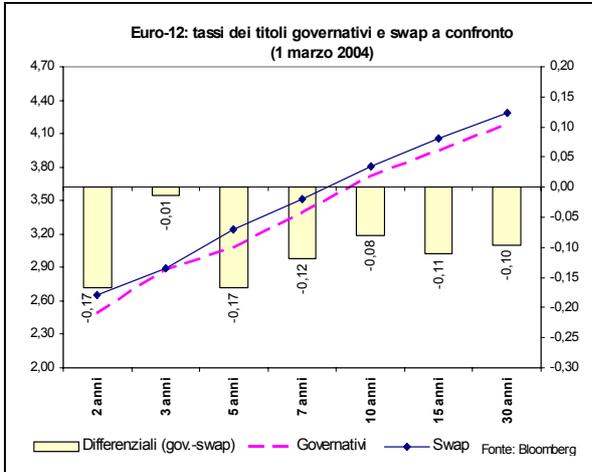
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PANORAMA TASSI & EURO

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



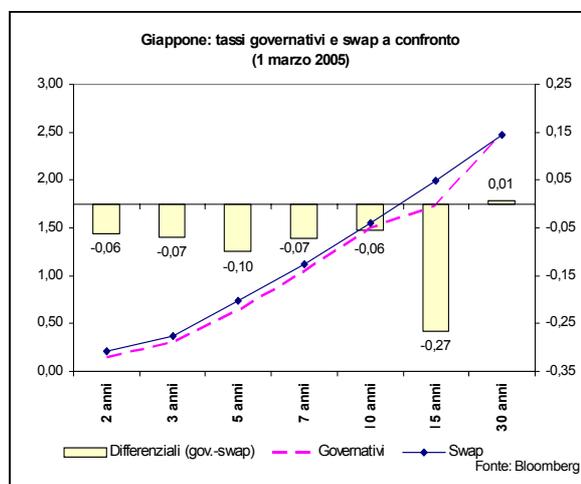
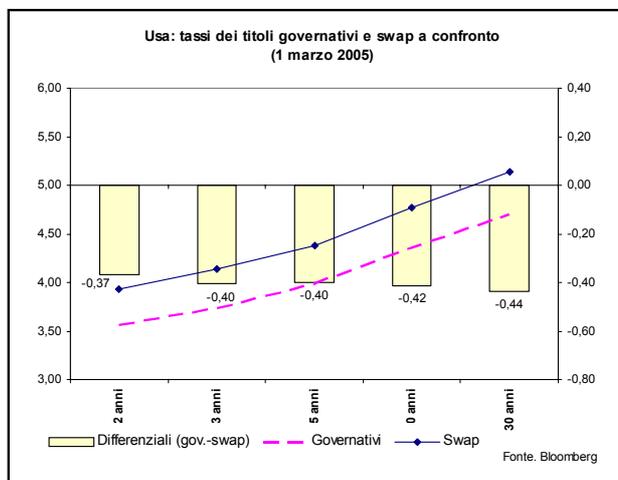
### Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute					
	28/2/05	- 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	1,326	1,306	1,304	1,242	1,263	1,179	1,5	1,7	6,8	5,0	12,5
Canada	1,634	1,607	1,617	1,676	1,623	1,800	1,7	1,1	-2,5	0,7	-9,2	
Australia	1,673	1,656	1,683	1,616	1,680	1,910	1,0	-0,6	3,5	-0,4	-12,4	
Nuova Zelanda	1,818	1,798	1,830	1,816	1,924	2,223	1,1	-0,7	0,1	-5,5	-18,2	
Giappone	138,0	137,8	135,0	135,6	135,1	133,7	0,2	2,3	1,8	2,2	3,2	
Argentina	3,888	3,812	3,815	3,631	3,699	1,180	2,0	1,9	7,1	5,1	229,5	
Svizzera	1,539	1,545	1,547	1,578	1,558	1,617	-0,4	-0,5	-2,5	-1,2	-4,8	
Regno Unito	0,690	0,689	0,691	0,670	0,705	0,711	0,1	-0,2	2,9	-2,1	-3,0	
Svezia	9,058	9,120	9,106	9,232	9,080	9,470	-0,7	-0,5	-1,9	-0,2	-4,4	
Danimarca	7,443	7,444	7,442	7,452	7,445	7,450	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	
Norvegia	8,220	8,286	8,260	8,737	8,414	8,855	-0,8	-0,5	-5,9	-2,3	-7,2	
Cipro	0,584	0,583	0,583	0,586	0,586	0,582	0,1	0,1	-0,4	-0,4	0,3	
Repubblica Ceca	29,74	29,92	30,14	32,44	32,41	35,11	-0,6	-1,3	-8,3	-8,2	-15,3	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	241,8	243,7	245,6	257,1	262,5	251,5	-0,7	-1,5	-5,9	-7,9	-3,8	
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,665	0,673	0,667	0,0	0,0	4,7	3,5	4,4	
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,432	0,431	0,431	0,427	0,432	0,443	0,1	0,1	1,1	0,0	-2,6	
Slovacchia	37,87	38,05	38,17	40,54	41,17	42,99	-0,5	-0,8	-6,6	-8,0	-11,9	
Slovenia	239,7	239,8	239,8	238,0	236,7	189,0	0,0	0,0	0,7	1,3	26,8	
Polonia	3,9066	3,988	4,081	4,872	4,702	4,071	-2,0	-4,3	-19,8	-16,9	-4,0	
Russia	36,73	36,51	36,53	35,42	36,89	25,32	0,6	0,6	3,7	-0,4	45,1	
EURO	93,5	93,2	93,0	91,5	92,8	93,3	0,4	0,6	2,2	0,8	0,2	

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 valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	28/2/05	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	Canada	1,236	1,234	1,241	1,336	1,293	1,598	-0,2	0,4	8,1	4,7
Australia (*)	0,791	0,790	0,775	0,774	0,753	0,516	0,2	2,0	2,2	5,0	53,4
Nuova Zelanda (*)	0,726	0,725	0,711	0,686	0,656	0,425	0,1	2,1	5,8	10,7	70,8
Giappone	104,6	105,5	103,6	109,4	107,2	131,8	0,8	-0,9	4,6	2,5	26,1
Corea del Sud	1.008	1.025	1.026	1.175	1.198	1.320	1,7	1,8	16,5	18,8	31,0
Filippine	54,78	54,88	55,08	56,33	55,54	51,60	0,2	0,6	2,8	1,4	-5,8
Indonesia	9.270	9.269	9.165	8.453	8.418	10.370	0,0	-1,1	-8,8	-9,2	11,9
Singapore	1,622	1,638	1,638	1,697	1,700	1,849	1,0	1,0	4,6	4,8	14,0
Thailandia	38,26	38,56	38,55	39,29	39,61	44,05	0,8	0,8	2,7	3,5	15,1
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,64	43,78	43,65	45,25	45,63	48,27	0,3	0,0	3,7	4,6	10,6
Argentina	2,92	2,92	2,92	2,92	2,94	1,00	-0,2	0,0	0,0	0,6	-65,9
Brasile	2,59	2,58	2,61	2,91	2,89	2,30	-0,3	0,9	12,3	11,7	-11,3
Cile	572,4	567,3	580,6	589,8	593,0	646,3	-0,9	1,4	3,0	3,6	12,9
Colombia	2.331	2.313	2.366	2.682	2.780	2.297	-0,8	1,5	15,1	19,3	-1,5
Messico	11,09	11,07	11,22	11,06	11,24	9,11	-0,2	1,1	-0,2	1,3	-17,9
Perù	3,26	3,24	3,27	3,47	3,46	3,44	-0,5	0,3	6,6	6,3	5,7
Uruguay	25,33	25,13	25,08	29,46	29,32	14,75	-0,8	-1,0	16,3	15,8	-41,8
Venezuela	2.770	2.749	2.855	3.293	2.852	759	-0,7	3,1	18,9	3,0	-72,6
Israele	4,34	4,36	4,39	4,49	4,39	4,48	0,5	1,0	3,4	1,1	3,2
Sud Africa	5,82	5,94	5,97	6,64	6,62	12,37	2,1	2,7	14,1	13,8	112,7
Turchia	1,2816	1,3047	1,3327	1,3245	1,3966	1,4298	1,8	4,0	3,3	9,0	11,6
Area dell'Euro (*)	1,326	1,306	1,304	1,242	1,263	0,904	1,5	1,7	6,8	5,0	46,7
Regno Unito (*)	1,920	1,896	1,884	1,868	1,786	1,439	1,3	1,9	2,8	7,5	33,4
Svizzera	1,164	1,183	1,188	1,263	1,239	1,650	1,6	2,1	8,5	6,4	41,8
Danimarca	5,63	5,70	5,70	5,97	5,91	8,28	1,2	1,3	5,9	4,9	47,1
Norvegia	6,20	6,35	6,34	7,04	6,68	8,87	2,4	2,2	13,5	7,7	43,0
Svezia	6,86	6,98	6,99	7,39	7,18	10,28	1,7	1,9	7,8	4,7	49,9
Russia	27,77	27,94	28,08	28,51	29,45	30,14	0,6	1,1	2,7	6,1	8,5
Polonia	2,95	3,05	3,11	3,92	3,73	3,96	3,7	5,7	33,0	26,8	34,4
Repubblica Ceca	22,45	22,93	23,12	26,12	25,65	35,27	2,1	3,0	16,4	14,3	57,1
Ungheria	183,1	186,5	188,3	205,5	209,3	272,9	1,9	2,8	12,3	14,3	49,1
<b>DOLLARO USA</b>	<b>90,3</b>	<b>91,3</b>	<b>91,1</b>	<b>96,3</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-26,0</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 2 AL 7/3/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 2	Stati Uniti: testimonianza di Greenspan
Giovedì 3	Stati Uniti: discorso di Gramlich sul risparmio nazionale Stati Uniti: discorso di Yellen sull'economia USA Area Euro: riunione BCE 📞
Venerdì 4	Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve di Chicago Stati Uniti: discorso di Stato della Federal Reserve

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<i>UNIONE EUROPEA</i>					
Giovedì 3	Area Euro	PMI (servizi)	febbraio	53,4	53,3
	Regno Unito	PMI (servizi)	febbraio	55,9	56,0
Venerdì 4	Area Euro	Vendite al dettaglio	gennaio	0,2% m/m	0,7% m/m
	Germania	Ordini all'industria 📞	gennaio	8,2% m/m	-4,5% m/m
	Area Euro	Disoccupazione	gennaio	8,9%	8,9%

### *STATI UNITI E GIAPPONE*

Giovedì 3	Stati Uniti	Produttività (escl. Agricoltura)	IV tr. 04	0,8%	1,5%
		Costo unitario del lavoro	IV tr. 04	2,3%	1,8%
		Indice ISM (non manifatturiero)	febbraio	59,2	60
Venerdì 4	Stati Uniti	Nuovi lavoratori dipendenti 📞	febbraio	146.000	225.000
		Tasso di disoccupazione	febbraio	5,2%	5,2%
		Indice di fiducia Univ. Michigan	febbraio	94,2	94,4
		Ordinativi industriali	gennaio	0,3% m/m	0,0% m/m