

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

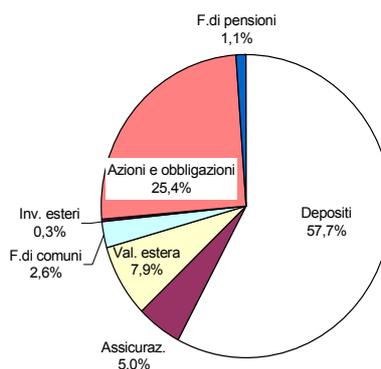
13

2005

12 aprile 2005

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

SLOVENIA: COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE
dicembre 2003



Fonte: Banca centrale slovena

- Per l'economia europea si consolida uno scenario di crescita solo moderata. A fronte di un saggio di sviluppo che potrebbe risultare inferiore al risultato del 2004 si conferma la previsione di una gestione prudente dei tassi di interesse di *policy* da parte della Banca centrale europea.
- Come investono i risparmi le famiglie nella Nuova Europa? Il caso della Slovenia.

Malesia: verso una moderazione della crescita

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- **L'economia malese continua a crescere anche se la dinamica del Pil risente in parte di alcuni fattori interni ed esterni che hanno moderato la crescita. Si prevede per il 2005 una crescita del Pil reale pari al 4,5 per cento.**
- **Sul fronte interno gli sforzi del governo di contenere il deficit di bilancio hanno portato a una riduzione degli stimoli fiscali e a una contrazione della spesa pubblica.**
- **Sul fronte internazionale l'export è stato penalizzato da un rallentamento della domanda di prodotti elettronici e dal calo delle quotazioni di alcune merci di cui il paese è esportatore.**

Malesia	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	25,1		
Pil (var. % annua in termini reali)	5,3	7,1	4,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,1	1,5	2,3
Cambio contro \$ Usa (media annua)	3,80	3,80	3,80
Riserve valutarie (mld. di \$)	44,5	66,7	88,6
Fonte: IIF, ADB e nostre elaborazioni su dati Datastream		(*) Previsioni	
Rating: A3 (Moody's), A- (Standard & Poor), A- (Fitch)			
Eca: classe 2			

Dopo un incremento dal 5,3 al 7,1 per cento nel 2004, il tasso di crescita del Pil malese mostra segni di rallentamento che dovrebbero portare a un valore compreso tra il 4 e il 5 per cento per il 2005, in una situazione di bassa inflazione e con una bilancia dei pagamenti che pur in rallentamento rimane solida.

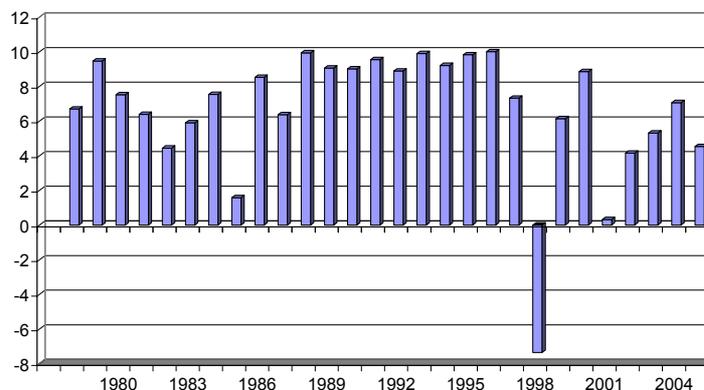
La dinamica dell'export ha sofferto sia per un'attenuazione nello slancio della domanda internazionale di prodotti elettronici, che hanno un peso rilevante sul totale dell'export, sia anche per il calo nelle quotazioni delle merci "non oil". L'economia continua nel contempo a beneficiare di un livello elevato dei consumi, di una significativa ripresa del turismo e del livello sostenuto degli investimenti. Una decelerazione dell'import ha aiutato il paese a mantenere elevato il surplus di parte corrente.

I dati più recenti evidenziano come la crescita del Pil reale nel IV trimestre del 2004 sia diminuita al 5,6 per cento dall'8 per cento del primo semestre, mentre la dinamica dell'export su base annua è passata da un +27 per cento del terzo trimestre a un +16 per cento nel quarto. Il livello delle riserve ufficiali a metà febbraio 2005 era arrivato a oltre 70 mld. di Usd. dai 47 miliardi dell'anno precedente.

Gli effetti derivanti dallo tsunami sono stati in Malesia molto meno accentuati rispetto ad altri paesi. Il governo ha potuto in parte isolare il paese dall'aumento dei prezzi degli input produttivi facendo anche ampiamente ricorso alle notevoli riserve di petrolio. Gli sforzi del governo di contenere il deficit di bilancio hanno sottratto risorse alla crescita a causa di un contenimento negli stimoli della politica fiscale. L'adozione di misure restrittive ha permesso la riduzione del deficit consolidato del settore pubblico in percentuale del Pil dal 3,2 per cento del 2003 al 2,1 per cento nel 2004 ed è stato prospettato un azzeramento nel corso del 2005. Il perseguimento di questo obiettivo impone il mantenimento di politiche restrittive nella dinamica della spesa pubblica per lo sviluppo che si manterrà nel 2005 sui medesimi livelli del 2004, anno in cui è stato operato un taglio del 23 per cento rispetto all'anno precedente. Questo orientamento di politica di bilancio comporterà un rallentamento nel finanziamento dei grandi progetti pubblici e un maggior coinvolgimento del settore privato.

Il peg del ringgit con il dollaro, introdotto nel 1998, al tasso di RM 3,8 per 1\$ per il momento verrà mantenuto. La debolezza del dollaro non sembra essere stata tale da far accrescere in modo significativo il costo degli input produttivi per gli esportatori o da generare nel paese un'inflazione tale da indurre le autorità monetarie a cercare maggiore flessibilità. Nonostante le discussioni circa un possibile riallineamento delle valute asiatiche ancorate al dollaro (prima tra tutte la valuta cinese), non sembra probabile una rivalutazione nel breve termine.

Crescita del Pil
(var% a/a)



Le esportazioni, che nel corso del 2004 hanno messo a segno il maggior tasso di crescita degli ultimi nove anni (22 per cento), nell'anno in corso dovrebbero rallentare su valori di poco superiori al 10 per cento. Nel contempo le esportazioni di petrolio e gas, che pesano per il 10% dell'export complessivo, dopo un aumento in valore del 33 per cento nel corso del 2004, continueranno ad espandersi a un ritmo superiore al 15 per cento anche nel 2005, con ulteriori margini di crescita nel caso in cui le quotazioni dovessero stabilizzarsi sui valori attuali. La dinamica dell'import presenterà una flessione passando dal +26 per cento del 2004 al +15 per cento nel 2005. Nel complesso il surplus di parte corrente registrerà una contrazione passando dai 14,5 mld. di Usd. registrati nel 2004 a 7,2 mld. di Usd. per il 2005, che ammontano tuttavia a un 5,5 per cento del Pil. Le positive prospettive di crescita, pur in una fase di moderazione, sono sostenute anche da una situazione di stabilità a livello politico. Il grande consenso popolare registrato a marzo del 2004 dalla coalizione di governo guidata dal Primo ministro Badawi ha segnato il completamento della transizione nell'era successiva al lungo governo Mahatir (1981-2003). L'orientamento di Badawi è rimasto ispirato a una moderazione nei toni e a un'apertura al dialogo internazionale che ha avuto riscontri positivi nella comunità internazionale.

L'outsourcing cerca altre strade

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

- **La pratica dell'outsourcing viene oggi sfruttata soprattutto per ridurre i costi di produzione. Il fenomeno è soggetto a numerose critiche, il timore è infatti che determini un peggioramento dell'occupazione nei paesi d'origine.**
- **Stati Uniti, Germania e Regno Unito sono i primi paesi al mondo sia in termini di volumi di attività date in gestione esterna, sia come destinatari. Cina e India compaiono solo dopo la decima posizione.**
- **Secondo recenti indagini, molte imprese si dichiarano insoddisfatte dei risultati raggiunti con l'outsourcing. Per queste l'evoluzione futura sarà verso un ritorno delle attività nell'impresa. Per altre, al contrario, si apre la possibilità di esternalizzare altri segmenti, tra questi la ricerca e sviluppo.**

La riduzione dei costi operativi non ha costituito il motivo originario delle delocalizzazioni, tuttavia negli ultimi anni il suo peso nella scelta delle imprese di tutto il mondo è andato crescendo.

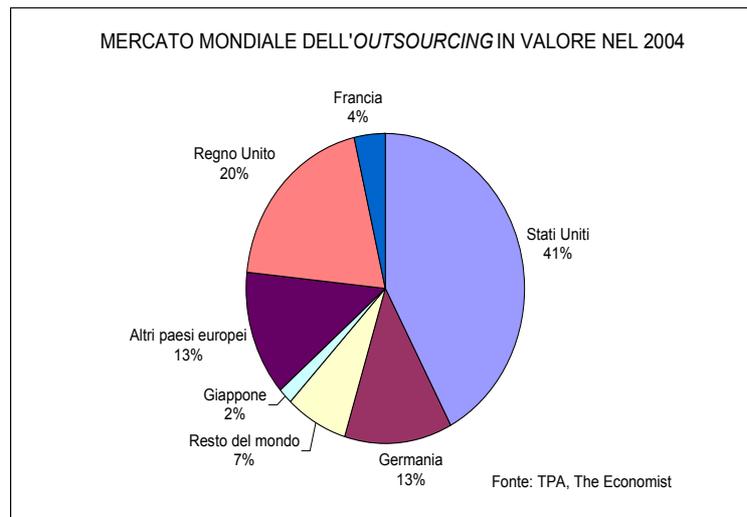
Secondo alcuni studi condotti negli Stati Uniti negli ultimi quattro anni le imprese di questo paese avrebbero risparmiato circa 6 miliardi di dollari attraverso il solo outsourcing verso l'India; le stesse stime parlano di un risparmio dei costi complessivo che arriverebbe a oltre 20 miliardi di dollari nel 2008.

Accanto a queste cifre compaiono anche quelle relative al malcontento legato alla presunta perdita di posti di lavoro nei paesi d'origine più colpiti dal fenomeno. Una stima preliminare rileva come una percentuale compresa tra l'1 e il 5% dei lavoratori del complesso dei paesi occidentali sia attualmente colpita dal fenomeno; nei soli Stati Uniti il numero di posti di

lavoro potenzialmente colpiti dal fenomeno potrebbe arrivare nei prossimi anni fino a 14 milioni.

Non mancano tuttavia opinioni che rilevano i benefici dell'outsourcing fuori dal paese, anche dal punto di vista occupazionale: questa pratica, infatti, libererebbe risorse che poi vengono reinvestite nel paese di origine creando nuovi posti di lavoro. Le stime non sono concordi, ma in generale, per gli Stati Uniti, vi sarebbe un rapporto di 2 a 1 o di 3 a 1 di posti di lavoro creati per ognuno spostato all'estero. L'impossibilità di identificare direttamente quali siano i nuovi occupati che hanno direttamente beneficiato di un tale processo di liberazione di risorse rende però talvolta tali affermazioni più deboli delle critiche.

In generale, l'opinione comune secondo cui l'outsourcing si configura come una cessione di attività da parte di imprese statunitensi e di altri paesi occidentali sviluppati verso i paesi in via di sviluppo è errata. In una classifica per paesi redatta nel 2002 da uno studio condotto dalle Università di Seattle e di Pittsburgh in termini volumi di attività gestite in *outsourcing* nel campo dei servizi alle imprese, Stati Uniti e Germania compaiono ai primi posti, ma India e Cina compaiono rispettivamente in undicesima e diciottesima posizione. Gli stessi Stati Uniti, d'altro canto, risultano primi nella corrispondente graduatoria dei principali paesi destinatari delle attività date in *outsourcing*, seguiti dal Regno Unito, mentre la Cina compare al quattordicesimo posto. Lo stesso studio riporta analisi secondo cui, se tutti i paesi riducessero di colpo il volume delle attività delegate in *outsourcing*, le maggiori perdite in termini di volumi di commercio di servizi si avrebbero proprio negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nel complesso, l'Europa è oggi il maggior mercato dell'outsourcing, (49% del totale di tutti i nuovi contratti nel 2004) seguita dagli Stati Uniti (41%), mentre le prime sei imprese in termini di valore gestito in *outsourcing* sono tutte statunitensi.



Nonostante ciò, l'efficacia di questa pratica nel migliorare l'efficienza delle imprese viene talvolta messa in dubbio. Secondo recenti indagini oggi circa l'82% delle imprese di maggiori dimensioni europee, nord americane e asiatiche sfrutta la pratica dell'outsourcing, di queste il 51% lo fa in paesi esteri. La percentuale di quelle che si dichiara soddisfatta dei risultati raggiunti, però, è in flessione. Un'indagine campionaria condotta fra le maggiori imprese mondiali ha rilevato come una percentuale elevata dichiara di non aver raggiunto i risultati che erano stati prefissati; tale insoddisfazione, inoltre, starebbe crescendo nel tempo. Secondo la ricerca si tratterebbe soprattutto di imprese che hanno dato in gestione esterna i servizi legati all'information technology, considerandola un'area non strategica e fonte di elevati costi.

L'alternativa che tali imprese si trovano davanti a questo punto è di riportare integralmente l'attività in madrepatria.

Viceversa, per altre imprese si è rilevata la tendenza a dare in gestione esterna gli ultimi segmenti d'impresa rimasti al riparo dal fenomeno, ad esempio la ricerca e lo sviluppo.

Le aziende del settore elettronico sono state le prime a percorrere questa strada, e oggi sono più avanti delle altre, ma il fenomeno tocca ormai anche le grandi imprese dei settori della meccanica, della farmaceutica, delle biotecnologie, del largo consumo e della chimica. L'idea è di utilizzare un nuovo modello di innovazione, che preveda una rete globale in cui si

impiegano le risorse migliori ai costi inferiori: ad esempio i produttori di microchip statunitensi insieme agli ingegneri thailandesi, agli informatici indiani e così via.

In questo processo, paesi come India e Cina, dove vi sono ingegneri preparati e bassi salari, diverranno nei prossimi anni una fonte importante di lavoro intellettuale. Presso la casa madre rimarrebbero quindi tutte e solo le attività che richiedono una vicinanza fisica con il mercato, ossia attività che implicano empatia con i clienti e creatività.

Il principale rischio da fronteggiare risiede nella possibilità che l'estrema frammentazione del processo di sviluppo faciliti la diffusione di informazioni riservate e permetta ai concorrenti di trarne vantaggio, soprattutto tra le imprese originarie dei paesi ospiti.

Famiglie slovene: grandi proprietarie di immobili

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

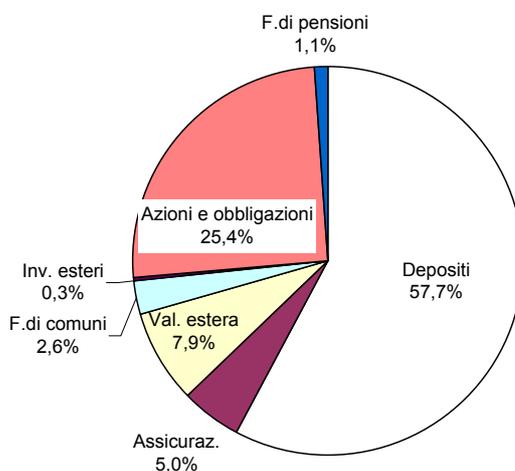
- **Il cammino di preparazione della Slovenia per l'ingresso nell'Unione europea ha determinato un miglioramento del quadro macroeconomico del paese. Con l'aumento dei redditi e del Pil pro capite sono aumentati anche i consumi delle famiglie.**
- **Nel paese il 92% delle famiglie è proprietario della casa di abitazione. L'ampia disponibilità di alloggi di taglio grande e la carenza di quelli medio/piccoli crea, però, alcuni squilibri nel mercato degli immobili, soprattutto per l'elevato numero di nuclei familiari composti da 1-3 persone.**
- **La ricchezza finanziaria è collocata prevalentemente nei tradizionali depositi bancari (57,7%), mentre per un quarto è investita in titoli azionari e obbligazionari. Altre forme di investimento stanno gradualmente avanzando.**

Nel 2004 il tasso di crescita reale della Slovenia (+4,6%) è risultato significativamente superiore a quello, pur buono, conseguito nei primi anni del millennio. Al cammino di preparazione per l'ingresso del paese nell'Unione europea possono essere attribuiti molti dei miglioramenti intervenuti nel quadro macroeconomico del paese: l'inflazione sta rallentando (3,5% nel 2004), il rapporto deficit/pil è sceso al 2%, la disoccupazione è in lieve rallentamento (6%). Una crescita del reddito disponibile delle famiglie e l'incremento dell'8% del Pil pro capite nel triennio 2001-03 (a €16.500) hanno favorito una costante crescita dei consumi stimolati comunque anche da altri fattori. Infatti, oltre alla riduzione dei tassi di interesse (tradottasi in minori depositi e maggiori prestiti) e all'apprezzamento della valuta locale, che ha favorito maggiori acquisti di merci importate, nel 2004 si è concluso il primo ciclo di rimborso di prestiti per l'acquisto di beni durevoli iniziato nel 1999 (anno di introduzione dell'IVA). Dallo scorso anno, inoltre, le famiglie possono attingere alle somme depositate nel piano nazionale per il risparmio immobiliare (*Nacionalna stanovanjska varčevalna shema*), uno strumento di politica abitativa istituito dal governo sloveno nel 1999. Si tratta di un piano di risparmio a medio/lungo termine (5/10 anni) remunerato con un tasso di interesse minimo ma alla scadenza rimborsato con un contributo statale che incrementa a 2,1 volte l'ammontare dei depositi effettuati. I primi contratti sono giunti a scadenza nel corso dello scorso anno e si stima che nel periodo 2004-05 le erogazioni ammontano a 63 mld. di talleri sloveni (€260 mln.) considerato che la facoltà di utilizzo delle somme avviene entro un anno e che il 70% degli aventi diritto ha già espresso l'intenzione di procedere in tal senso. In Slovenia, infatti, malgrado l'elevato livello di proprietari di abitazioni (92%) raggiunto grazie a un diffuso sistema di sussidi statali (ora abolito) e alla privatizzazione del patrimonio immobiliare pubblico, sono presenti alcune anomalie. Da una parte, infatti, esiste un'ampia disponibilità di abitazioni che si rivelano essere troppo grandi rispetto alle esigenze degli attuali nuclei familiari. Dall'altra, invece, esiste una rigidità nel mercato delle abitazioni acquistate nell'ambito dei programmi di privatizzazione: chi ne è divenuto proprietario in quella occasione, infatti, non ha, spesso, la liquidità necessaria per entrare nel mercato degli immobili. In generale, comunque, nel paese si registra una diffusa attitudine a non cambiare casa anche quando se ne presenta la necessità. Si deve poi aggiungere che il numero di nuove abitazioni costruite è in costante diminuzione tanto che dei 10mila nuovi alloggi annui preventivati dal piano abitativo nazionale ne sono stati realizzati meno di 8mila, situazione che accentua alcuni squilibri dovuti a cambiamenti nella struttura demografica della popolazione. In definitiva, nel

mercato immobiliare da un lato si registra un surplus di abitazioni di taglio grande (costruite prevalentemente da privati per ospitare più generazioni) dall'altro resta insoddisfatta parte della domanda per quelle medio/piccole sollecitata dall'aumento di nuclei familiari con pochi componenti (quelli formati da 1-3 persone sono il 68% delle famiglie).

Relativamente alla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie slovene continua (dicembre 2003) la prevalenza dei tradizionali depositi nei conti bancari (57,7%), pur in sensibile riduzione dopo aver raggiunto il livello massimo a metà del 2001 (75,5%). Oltre un quarto del patrimonio è investito in azioni e obbligazioni (era il 33,5% a inizio millennio) mentre aumenta la quota di liquidità in valuta estera (7,9%). Alle altre forme alternative di investimento (fondi comuni, investimenti esteri, assicurazioni vita e piani previdenziali integrativi) è riservata ancora una quota del portafoglio marginale ma in graduale aumento. Nel complesso le attività finanziarie risultano in forte crescita (+23% nel periodo 2001-03) e hanno superato il 64% del Pil e il 128% del reddito disponibile annuo.

SLOVENIA: COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE
dicembre 2003



Fonte: Banca centrale slovena

Il Toro diventa selettivo

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

I mercati azionari procedono contrastanti tra classici timori inflattivi da una parte e utili in aumento dall'altra. Anche se il prezzo del petrolio si è ultimamente raffreddato la pressione sulle prospettive dell'azionario a medio termine resta intatta, e si combina con le recenti preoccupazioni sul ciclo dei tassi, da mantenersi graduale per non strozzare il flusso di liquidità pro crescita. Sul lato opposto, la nuova stagione della Corporate America riesce a dare ossigeno ai bilanci aziendali mantenendo un trend di ascesa dei profitti delle imprese nell'ultimo trimestre. Il fronte europeo mostra segni di stanchezza fisiologica dopo le migliori performance di marzo, con multipli ormai tirati e ipercomprato diffuso. In aumento quindi il rischio di downside o comunque di alleggerimento e presa di profitto. Anche perché si avvicina una stagione (maggio) statisticamente poco remunerativa per l'investimento azionario puro. L'ingente livello di liquidità tenderà comunque a compensare e stabilizzare i flussi in uscita, aiutato anche da bassi indicatori di volatilità. Mercato americano, invece, ancora stimolante per le diverse opportunità di diversificazione settoriale. I comparti a premio dell'energia (vedi petrolio) sono pronti a passare il testimone alle aree più sottovalutate del listino, o maggiormente penalizzate dall'eccessiva attenzione verso difensivi ed utilities. Il nuovo sentiment di acquisti selettivi negli Stati Uniti dovrebbe premiare i titoli

growth, soprattutto quelli tecnologici a larga capitalizzazione che raccolgono i frutti dei programmi di buy-back e stacco cedole. Il ritorno ai piani di riacquisto di titoli è



avvantaggiato dal forte clima di prudenza negli investimenti nell'era post-bolla speculativa. Inoltre, riacquistando azioni proprie, le imprese creano una riserva di valore da utilizzare per fusioni e acquisizioni, tramite scambi azionari. Infatti, la quasi totalità delle operazioni annunciate negli ultimi 12 mesi sono state effettuate "stock for stock", cioè azione per azione. Una prassi molto diffusa specie tra le aziende del comparto tecnologico e dei semiconduttori in particolare. Il leader mondiale di settore, Intel, prevede di continuare a remunerare i suoi investitori attraverso la generosa miscela di buy-back e aumenti di dividendi malgrado sia reduce da un dispendioso 2004, caratterizzato cioè da due raddoppi del dividendo trimestrale e dall'annuncio in novembre di un buy-back da \$11 mld, dopo aver già ricomprato titoli per \$6,6 mld nei mesi precedenti. A finanziare simili operazioni restano comunque gli oltre \$600 mld accumulati nelle casse di Intel, peraltro in aumento (+19%) nell'ultimo anno. Anche se, pur confermandosi in testa alla classifica 2004 dei produttori mondiali di silicio (13,7%), Intel continua a perdere quote importanti di mercato in favore della coreana Samsung. E ha dovuto rinunciare al progetto del tanto atteso microprocessore a 4 Giga per problemi di eccessivo riscaldamento, rumorosità ed interferenze elettromagnetiche. Ma l'intera industria dei chip, dopo 20 anni di corsa al raddoppio della velocità di calcolo, si vede costretta ad abbandonare la mentalità della continua miniaturizzazione dei circuiti per puntare invece in orizzontale, cioè sui multi-processori. Ma a dispetto dei segnali di stagnazione del comparto e della continua pressione sui prezzi, lo sviluppo del settore dei chip è previsto in aumento dell'8% nel 2005, sia per le richieste dei consumatori asiatici sia per il contributo degli studiosi cinesi, indiani e dell'est Europa al sistema, nonché per i cauti finanziamenti post-bolla che tendono a escludere ulteriori aumenti dell'utilizzo della capacità produttiva. La sempre maggior correlazione tra l'andamento dell'economia mondiale ed il trend dei semiconduttori dovrebbe inoltre scongiurare ulteriormente le possibilità di drastiche implosioni o arretramenti.

Le previsioni su tassi e cambi

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

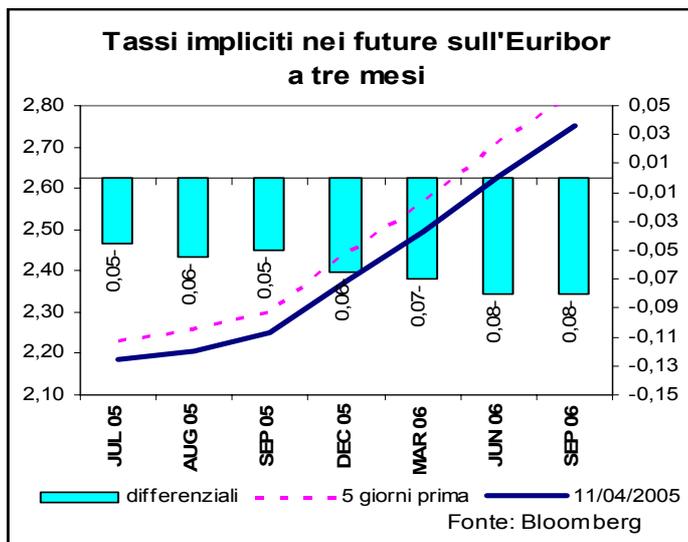
- **Non si rilevano chiari segnali di miglioramento congiunturale nell'area dell'euro. Le previsioni di consenso puntano ad una crescita del Pil nell'ordine dell'1,6% per il 2005 in decelerazione rispetto alla performance archiviata nel 2004.**
- **Una settimana povera di dati macroeconomici negli Stati Uniti ha lasciato i tassi sui principali titoli di Stato poco variati sulle due sponde dell'Atlantico. C'è attesa per una serie di rilevazioni negli Usa: bilancia commerciale, produzione industriale e vendite al dettaglio in calendario la prossima settimana, insieme alle minute del Fomc del 22 marzo.**

I dati congiunturali provenienti dall'area dell'euro continuano ad inviare segnali misti, ma sintomatici di una persistente debolezza. Il PMI di marzo relativo ai servizi è rimasto invariato a 53 per gli Euro-12, ma dopo il sensibile calo registrato da quello manifatturiero, l'indice PMI sintetico dell'attività dell'area ha registrato una flessione a 52,5 in marzo da 53,2 del mese precedente. Nel I trimestre 2005 il PMI generale ha oscillato intorno a 53 in leggero recupero rispetto al 52,7 di ottobre-dicembre 2004, segnalando la prosecuzione di una dinamica congiunturale che potrebbe rivelarsi moderatamente positiva. Le vendite al dettaglio dell'area dell'euro sono cresciute più delle attese in febbraio dello 0,3% m/m, replicando la performance di gennaio. Nella media di gennaio-febbraio l'aumento tendenziale è stato dello 0,25%, solo leggermente superiore ai progressi dell'ultimo trimestre del 2004.

Peggiori del previsto sono stati, invece, i risultati della produzione industriale di febbraio in Germania dove si è registrata una flessione congiunturale del 2,2% corrispondente a un +1,5% tendenziale con riferimento ai dati destagionalizzati e in Francia dove si è materializzato un calo dello 0,5% m/m corrispondente ad un aumento dell'1,2% tendenziale. In Germania anche gli ordini all'industria non hanno dato spunti per sperare in un imminente miglioramento, essendo diminuiti in febbraio del 2,6% m/m, che si è riflesso in un modesto incremento tendenziale dell'1,3%. Gli ordini dall'interno hanno trainato il calo (-2,8% m/m e -3% a/a), ma anche quelli dall'estero non hanno dato prova di particolare vivacità (-2,3% m/m e 6,2% a/a).

Non stupiscono quindi le revisioni al ribasso delle stime di crescita per l'anno in corso. La scorsa settimana, ad esempio, la Commissione europea ha presentato le sue previsioni sulle principali macrovariabili dei paesi dell'Unione europea e dei candidati limitando l'incremento atteso del Pil degli Euro-12 all'1,6% nel 2005 dal 2% stimato in precedenza. Le proiezioni si pongono sostanzialmente in linea con il più recente quadro macroeconomico di riferimento pubblicato dalla Banca centrale europea.

La Bce ha lasciato il saggio guida invariato al 2% come era nelle aspettative. Nelle dichiarazioni rilasciate a margine del Consiglio Direttivo del 7 aprile il presidente della Bce, Jean Claude Trichet, ha confermato le attese di una crescita moderata per l'anno in corso, pur dovendo ammettere di non rilevare ancora chiari segnali di rafforzamento della dinamica congiunturale. Ha sottolineato la preoccupazione per l'impatto dei corsi petroliferi, stabilmente superiori ai 50 dollari al barile da marzo, sia in termini di minore crescita che di maggiori pressioni sui prezzi. Ha, inoltre, auspicato politiche fiscali equilibrate e l'accelerazione delle riforme strutturali. La fiacca congiuntura in atto e l'assenza finora di tensioni sulla filiera dei prezzi interni, nonostante i record recentemente raggiunti dai valori energetici, ci confermano nell'ipotesi di un periodo di stabilità del saggio guida in attesa di verificare se i pronostici di recupero congiunturale si materializzeranno nel 2005 e supponendo che la politica fiscale non diventi eccessivamente espansiva.



I tassi impliciti nei *future* sull'Euribor a tre mesi sono ulteriormente diminuiti dopo le ultime evidenze congiunturali e scontano al momento un solo aumento del saggio guida da 25 centesimi posizionato verso fine 2005.

Negli Stati Uniti si è chiusa una settimana povera di dati macroeconomici. L'assenza di spunti di rilievo ha contribuito a lasciare i tassi sui titoli di Stato poco variati sulle due sponde dell'Atlantico. L'attenzione è concentrata sulle evidenze statunitensi in calendario nei prossimi giorni: la bilancia commerciale di febbraio, le vendite al dettaglio e la produzione industriale di marzo che, insieme alle minute del Fomc del 22 marzo, potrebbero lanciare messaggi contrastanti.

In Giappone, dove il clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere, la produzione industriale e le vendite al dettaglio hanno recentemente evidenziato nuovi segnali di debolezza, è invece aumentato il *surplus* di parte corrente in febbraio a 1,66 trilioni di yen con riferimento ai dati destagionalizzati (circa 15,4 miliardi di dollari statunitensi) dagli 1,51 registrati in gennaio.

	dati storici		11/04/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	107,6	103,3	107,7	105,0	104,0
dollaro-euro	1,200	1,312	1,298	1,330	1,310
yen-euro	129,1	135,5	139,8	139,7	136,2
sterlina-euro	0,665	0,699	0,686	0,700	0,705
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,15	2,66	3,14	3,40	3,64
euro	2,05	2,15	2,14	2,20	2,45
yen	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07
sterlina	4,39	4,87	4,94	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,32	4,21	4,45	4,60	4,60
Germania	4,11	3,59	3,56	3,85	4,10
Giappone	1,50	1,37	1,37	1,56	1,60
Italia	4,25	3,67	3,69	4,00	4,25
Gran Bretagna	4,93	4,55	4,69	4,90	4,75

Previsioni sulla crescita economica

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

AREA EURO

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

ITALIA

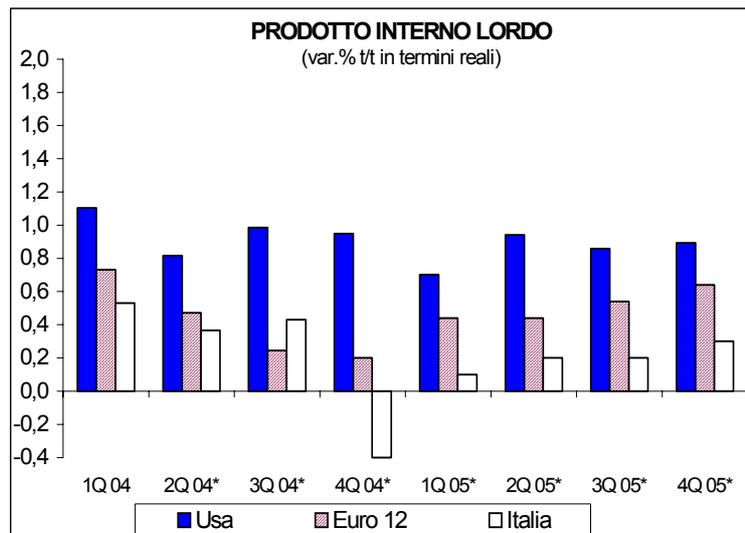
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,3
var.% trim su trim annualizzato				2,2	1,4	1,7	-1,6	0,4	0,8	0,8	1,2
var.% anno su anno	0,4	1,2**	1,1	0,8	1,3	1,4	0,8	0,6	0,8	1,0	1,8

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

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

* Previsioni

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



Le previsioni sui prezzi

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,5	117,4	117,7	118	118	117,9	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	-0,6	0,3	0,8	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,0	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	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	108,2	108,1	109,2	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	-1,0	-0,1	1,0	0,9	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	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,1

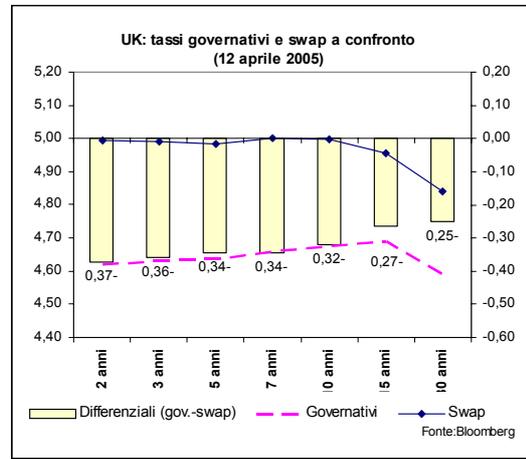
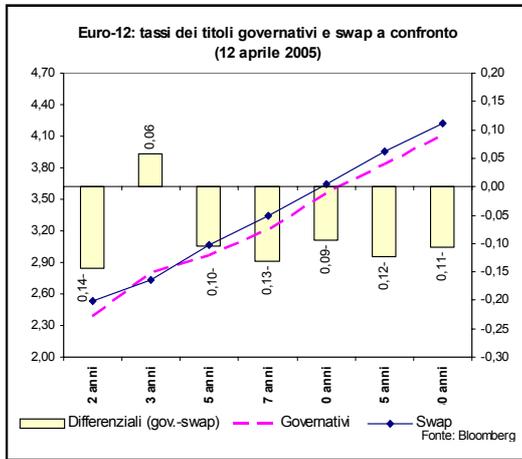
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	120,6	120,8	121,2	121,5	121,8	121,9	122,1	122,4	122,6	122,7	123	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,4	126,8	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	0,3	0,3	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	1,9	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

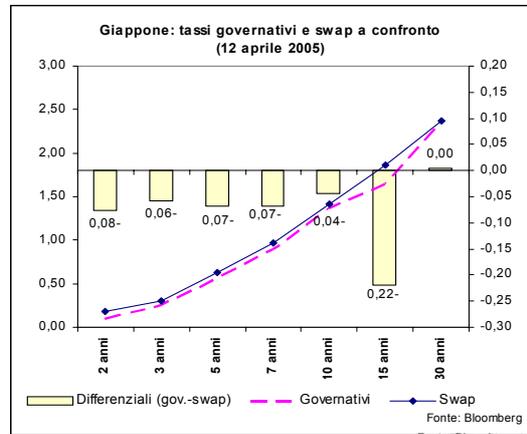
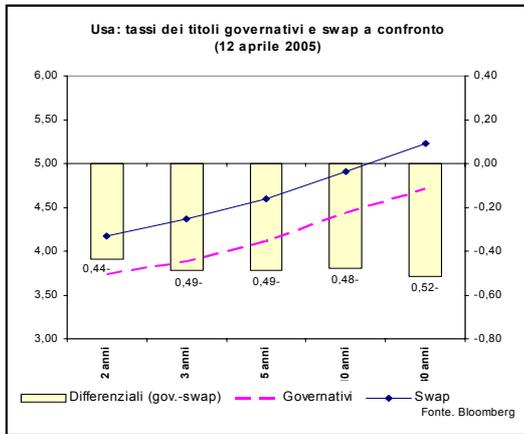


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	11/4/05	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,297	1,288	1,342	1,210	1,263	1,179	0,7	-3,3	7,2	2,7
Canada	1,593	1,569	1,618	1,601	1,623	1,800	1,5	-1,5	-0,5	-1,9	-11,5
Australia	1,675	1,678	1,694	1,592	1,680	1,910	-0,2	-1,2	5,2	-0,3	-12,3
Nuova Zelanda	1,800	1,821	1,817	1,841	1,924	2,223	-1,2	-0,9	-2,2	-6,5	-19,0
Giappone	139,8	139,2	139,7	128,4	135,1	133,7	0,4	0,1	8,9	3,5	4,5
Argentina	3,747	3,743	3,930	3,395	3,699	1,180	0,1	-4,7	10,4	1,3	217,6
Svizzera	1,549	1,554	1,550	1,552	1,558	1,617	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-4,2
Regno Unito	0,686	0,687	0,699	0,660	0,705	0,711	-0,1	-1,8	4,0	-2,6	-3,5
Svezia	9,170	9,182	9,063	9,165	9,080	9,470	-0,1	1,2	0,1	1,0	-3,2
Danimarca	7,449	7,450	7,446	7,447	7,445	7,450	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Norvegia	8,173	8,198	8,177	8,362	8,414	8,855	-0,3	0,0	-2,3	-2,9	-7,7
Cipro	0,583	0,585	0,583	0,586	0,586	0,582	-0,3	0,1	-0,6	-0,6	0,1
Repubblica Ceca	29,90	30,02	29,48	32,58	32,41	35,11	-0,4	1,4	-8,2	-7,8	-14,8
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	245,9	247,4	243,2	248,8	262,5	251,5	-0,6	1,1	-1,2	-6,3	-2,2
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,651	0,673	0,667	0,0	0,0	6,9	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	0,430	0,430	0,433	0,425	0,432	0,443	0,0	-0,6	1,3	-0,3	-2,9
Slovacchia	38,72	38,89	37,65	40,08	41,17	42,99	-0,4	2,8	-3,4	-6,0	-9,9
Slovenia	239,7	239,7	239,7	238,4	236,7	189,0	0,0	0,0	0,5	1,3	26,8
Polonia	4,0879	4,111	3,952	4,734	4,702	4,071	-0,6	3,4	-13,6	-13,1	0,4
Russia	35,99	35,78	36,95	34,51	36,89	25,32	0,6	-2,6	4,3	-2,4	42,1
EURO cambio effettivo nominale	93,1	92,7	94,5	89,3	92,8	93,3	0,4	-1,5	4,2	0,2	-0,3

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										
	11/4/05	- 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	1,234	1,223	1,205	1,329	1,293	1,598	-0,9	-2,3	7,7	4,8	29,5
Australia (*)	0,775	0,767	0,793	0,763	0,753	0,516	1,1	-2,2	1,5	2,9	50,3
Nuova Zelanda (*)	0,721	0,707	0,740	0,660	0,656	0,425	2,0	-2,5	9,2	9,9	69,6
Giappone	107,8	108,3	104,0	106,4	107,2	131,8	0,4	-3,5	-1,3	-0,6	22,2
Corea del Sud	1.014	1.013	998	1.141	1.198	1.320	-0,1	-1,5	12,5	18,1	30,2
Filippine	54,32	54,74	54,13	56,28	55,54	51,60	0,8	-0,3	3,6	2,2	-5,0
Indonesia	9.493	9.479	9.362	8.586	8.418	10.370	-0,1	-1,4	-9,6	-11,3	9,2
Singapore	1,651	1,665	1,619	1,679	1,700	1,849	0,9	-1,9	1,7	3,0	12,0
Thailandia	39,63	39,49	38,27	39,18	39,61	44,05	-0,4	-3,4	-1,1	-0,1	11,2
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,70	43,72	43,51	43,55	45,63	48,27	0,0	-0,4	-0,3	4,4	10,4
Argentina	2,89	2,92	2,92	2,81	2,94	1,00	0,9	0,9	-2,9	1,6	-65,6
Brasile	2,59	2,64	2,72	2,89	2,89	2,30	2,1	5,2	11,6	11,9	-11,2
Cile	575,5	590,1	583,7	600,6	593,0	646,3	2,5	1,4	4,4	3,0	12,3
Colombia	2.333	2.377	2.334	2.656	2.780	2.297	1,9	0,1	13,9	19,2	-1,5
Messico	11,09	11,21	11,03	11,19	11,24	9,11	1,1	-0,6	0,9	1,3	-17,9
Perù	3,26	3,26	3,26	3,46	3,46	3,44	0,0	-0,1	6,3	6,2	5,6
Uruguay	25,38	25,48	25,49	29,61	29,32	14,75	0,4	0,4	16,7	15,5	-41,9
Venezuela	2.822	2.938	2.810	3.002	2.852	759	4,1	-0,4	6,4	1,0	-73,1
Israele	4,37	4,37	4,30	4,52	4,39	4,48	0,0	-1,7	3,4	0,4	2,5
Sud Africa	6,13	6,25	5,85	6,27	6,62	12,37	1,9	-4,6	2,3	8,0	101,8
Turchia	1,3440	1,3633	1,2620	1,3279	1,3966	1,4298	1,4	-6,1	-1,2	3,9	6,4
Area dell'Euro (*)	1,297	1,288	1,342	1,210	1,263	0,904	0,7	-3,3	7,2	2,7	43,5
Regno Unito (*)	1,891	1,876	1,926	1,834	1,786	1,439	0,8	-1,8	3,1	5,9	31,4
Svizzera	1,194	1,209	1,150	1,282	1,239	1,650	1,3	-3,6	7,4	3,8	38,3
Danimarca	5,74	5,80	5,53	6,16	5,91	8,28	0,9	-3,6	7,2	2,9	44,3
Norvegia	6,30	6,36	6,10	6,93	6,68	8,87	1,0	-3,3	10,0	5,9	40,7
Svezia	7,06	7,14	6,73	7,58	7,18	10,28	1,2	-4,6	7,4	1,7	45,6
Russia	27,88	27,88	27,46	28,52	29,45	30,14	0,0	-1,5	2,3	5,7	8,1
Polonia	3,16	3,20	2,94	3,92	3,73	3,96	1,3	-6,8	24,1	18,3	25,4
Repubblica Ceca	23,05	23,29	21,97	26,77	25,65	35,27	1,0	-4,7	16,1	11,3	53,0
Ungheria	189,7	192,2	180,9	205,0	209,3	272,9	1,3	-4,7	8,0	10,3	43,8
DOLLARO USA	92,3	92,6	89,3	96,0	94,6	122,0	-0,3	3,4	-3,9	-2,4	-24,3

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte: Datastream.

Il calendario della settimana economica (dal 12 al 18/4/2005)

D. Felicetti ☎ 06-47028424 - daniela.felicetti@bnlmail.com

Giorno	Eventi
Martedì 12	Stati Uniti: discorso di Guynn della Federal Reserve sull'etica delle imprese Stati Uniti: la Fed pubblica i verbali della riunione del FOMC del 22 marzo 📌
Mercoledì 13	Stati Uniti: discorso di Santomero della Federal Reserve sull'economia
Giovedì 14	Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile Stati Uniti: discorso di Bernanke sul deficit di partite correnti
Lunedì 18	Stati Uniti: discorso di Bies

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Mercoledì 13	Francia	IPCA	marzo	0,7% m/m; 1,9% a/a	0,5% m/m; 1,9% a/a
	Regno Unito	Retribuzioni (media ult.3 m)	febbraio	4,4% a/a	4,4% a/a
		Tasso di disoccupazione	marzo	2,6%	2,6%
Giovedì 14	Italia	Produzione industriale destag.	febbraio	0,1% m/m	0,2% m/m
	Spagna	Prezzi al consumo	marzo	0,2% m/m; 3,3% a/a	0,8% m/m; 3,4% a/a
	Area Euro	Pil (2 stima)	IV tr. 04	0,2% m/m; 1,9% a/a	0,2% m/m; 1,6% a/a
Venerdì 15	Italia	Bilancia commerciale	febbraio	-1982 mln euro	-1338 mln euro
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 12	Stati Uniti	Bilancia commerciale	febbraio	-58,3 mld \$	-59,0 mld \$
Mercoledì 13	Stati Uniti	Vendite al dettaglio 📌	marzo	0,4% m/m	0,8% m/m
		Vendite al dettaglio (exauto) 📌	marzo	0,4% m/m	0,5% m/m
Giovedì 14	Stati Uniti	Scorte delle imprese	febbraio	0,9% m/m	0,5% m/m
		Richieste sussidio disoccupaz.	9 aprile	334.000	330.000
Venerdì 15	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	marzo	0,8% m/m	1,4% m/m
		Indice Empire Manufacturing	aprile	19,6	18,0
		Indice di fiducia Univ. Michigan	aprile	92,6	91,8
	Giappone	Produzione industriale	marzo	0,3% m/m	0,3% m/m
		Impiego capacità produttiva	marzo	79,4%	79,6%
		Produzione industriale	febbraio	-2,1% m/m	-2,1% m/m