

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

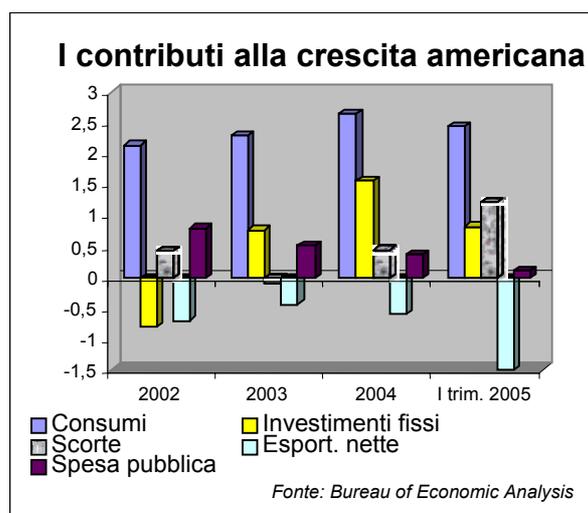
Le opinioni espresse  
non impegnano la  
responsabilità  
della Banca

# focus

## settimanale del Servizio Studi BNL

16  
2005

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



- I dati relativi ai primi mesi del 2005 tratteggiano l'immagine di un'economia mondiale ancora in crescita ma con alcuni segnali di debolezza. A un rallentamento superiore alle attese negli USA si associa l'assenza di chiari sintomi di ripresa nell'Area dell'euro. Rimangono intonati a prudenza gli scenari di sviluppo delle politiche monetarie.
- Si confermano positivi i risultati dell'economia cilena, grazie soprattutto alla spinta prodotta sulla crescita dagli investimenti e dalle esportazioni.

## Il vento dell'Asia soffia sul Cile

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

- **Il Cile ha registrato nel 2004 una crescita dell'economia del 6%. Lo stesso risultato potrebbe essere centrato anche nel corrente anno. Sempre nel 2004, il rapporto tra investimenti e prodotto interno lordo si è portato intorno al 26%, mentre le esportazioni sono aumentate del 50% rispetto all'anno prima.**
- **La posizione finanziaria del Cile appare buona, con una quota di debito estero sul Pil intorno al 50%. Il debito a breve rappresenta circa il 15% del totale. Il servizio del debito è pari al 18% delle esportazioni. Le riserve internazionali ammontano complessivamente a circa 18 miliardi di dollari.**

L'economia cilena ha chiuso il 2004 con una crescita lievemente superiore al 6%. Le cause dell'eccellente *performance* del Cile 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 (+5,5%) e degli investimenti fissi (+11,4%). Il rapporto tra investimenti e prodotto interno lordo si è portato intorno al 26%. Il saldo commerciale ha continuato ad aumentare grazie alla forte spinta delle esportazioni il cui ammontare complessivo è risultato pari a 32 miliardi di dollari, contro i 21 miliardi dell'anno prima. A spingere così in alto le vendite all'estero sono stati soprattutto i corsi particolarmente elevati del rame, la *commodity* che da sola costituisce circa il 40% del complessivo ammontare dell'export cileno. L'inflazione, a parte una leggera fiammata durante i mesi estivi, si è mantenuta entro il target programmato della Banca centrale, che comunque, per motivi precauzionali, nel secondo semestre ha iniziato ad alzare il tasso guida per la prima volta dopo sei anni portandolo al 2%. A febbraio 2005, il tasso di riferimento è stato fissato al 2,75%.

<b>CILE</b>			
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005*</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	15,8		
Pil pro capite (in US\$)	4.600		
Pil (var. % annua)	3,3	6,1	6,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	0,8	2,0	2,2
saldo estero conto corrente (%Pil)	-1,5	1,5	-0,5
Cambio pesos/US\$ (media annua)	691	610	585
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	<b>Moody's</b> Baa1	<b>S&amp;P</b> A	<b>Fitch</b> A
Rating Eca: classe 2			

Fonti: IIF Bloomberg e ns.elaborazioni

\* previsioni

Sempre nel 2004, i capitali hanno continuato ad affluire in Cile, favoriti anche dalle importanti recenti riforme in materia fiscale. Gli investimenti diretti esteri nel 2004 hanno superato di poco i 3 miliardi 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, ai grandi lavori infrastrutturali, con il maxi-progetto della Costanera Norte, l'autostrada urbana di 42 chilometri che taglia la capitale Santiago.

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 nonché imprimere un'accelerazione alla competitività e alla crescita nel medio termine. Le previsioni per 2005 sono positive. Il prodotto interno lordo potrà aumentare ancora di circa il 6%, come conseguenza di un ulteriore buon incremento delle esportazioni e una domanda interna sostenuta. Le migliorate condizioni del mercato del lavoro e un rinnovato clima di fiducia da parte delle famiglie dovrebbero sostenere la dinamica dei consumi mentre il rapido incremento della capacità produttiva potrebbe favorire un ulteriore sviluppo degli investimenti. 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. Gli elevati prezzi delle *commodity* registrati nel 2004 dovrebbero lievemente ripiegare mentre proseguirebbe il favorevole impatto sul saldo commerciale dell'accordo di libero scambio siglato con l'Unione europea e con gli Stati Uniti e di quello altrettanto interessante con la Cina previsto per l'immediato futuro. La politica monetaria potrebbe divenire più restrittiva per contenere le pur lievi pressioni inflazionistiche dovute essenzialmente alla forte domanda interna. Sebbene le prospettive per l'economia cilena restino favorevoli, occorre sottolineare come esse siano fortemente legate alle quotazioni del rame. Il tasso di sviluppo della Cina di questi ultimi anni e il suo impatto sui prezzi delle *commodity* sui mercati internazionali è particolarmente importante per un'economia aperta come quella cilena. 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 18 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. Solo una sensibile decelerazione del tasso di sviluppo asiatico, e in particolare della Cina, potrebbe compromettere il proseguimento della favorevole fase economica che sta vivendo il Cile da inizio decennio.

## Corea del Sud: una crescita a metà tra Cina Giappone

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

- **L'economia coreana continua a crescere ma nel 2005 si prevede un incremento del Pil del 3,3 per cento, inferiore a quello registrato nel corso del 2004.**
- **La situazione di indebitamento delle famiglie ed alcuni fattori di debolezza nel mercato del lavoro manterranno contenuti i consumi privati. Anche la dinamica dell'export è attesa in rallentamento in seguito alla contrazione della domanda internazionale.**

L'economia della Corea ha mostrato nel corso del 2004 una buona ripresa dopo il rallentamento del 2003 dovuto alla crisi di indebitamento delle famiglie indotta dall'eccessivo ricorso al credito al consumo con le carte di credito. Il Pil reale nel 2004 è aumentato in media del 4,8 per cento, ma nel terzo e quarto trimestre ci sono stati segnali di una nuova fase di rallentamento che potrebbe limitare la crescita economica del 2005 a un valore inferiore al 3,5 per cento.

Corea del Sud	2004	2005*	2006*
Popolazione (milioni di abitanti)	48,2		
Pil (var. % annua in termini reali)	4,8	3,3	3,8
Prezzi al consumo (var. % annua)	3,6	2,6	2,4
Consumi privati (var%annua)	-0,5	1,4	2,7
Export (in mid. di Usd.)	253,8	275,1	291,4
Fonte: EIU, ADB e nostre elaborazioni su dati Datastream		(*) Previsioni	
<b>Rating:</b> A3 (Moody's), A- (Standard &Poor), A (Fitch)			

Il buon andamento delle esportazioni di beni e servizi (+20,9% nel 2004) è stato attenuato dall'andamento negativo dei consumi delle famiglie (-0,5 per cento) pur in miglioramento rispetto al -1,2 per cento dell'anno precedente. Nonostante i progressi nella ristrutturazione del debito, le famiglie continuano infatti a mostrare una certa riluttanza ad accrescere le proprie spese. L'aumento del reddito per consumi dopo la crisi del 1997 continua a crescere a un ritmo del 5 per cento annuo, ma questa dinamica non appare sufficiente a consentire il ripianamento del debito accumulato dalle famiglie (73,8 per cento del Pil) e nel contempo a sostenere un aumento nella spesa per consumi.

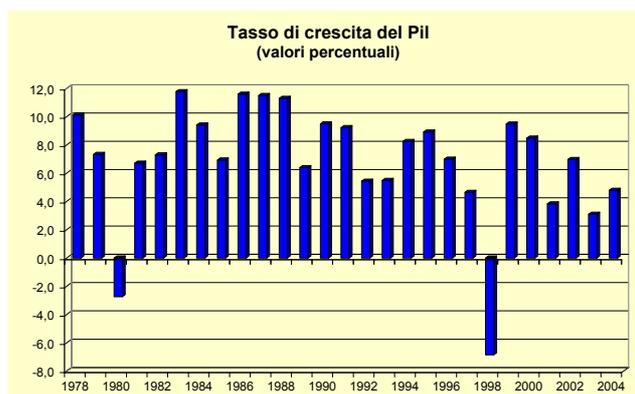
Un ulteriore fattore di freno alla domanda delle famiglie è costituito dal mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è rimasto quasi inalterato nel corso dell'ultimo anno (3,5 per cento nel 2004 a fronte di un 3,4 per cento nel 2003), ma è aumentata in modo significativo la quantità di posti di lavoro temporanei rispetto a quella di posti permanenti. Il gap salariale tra le due categorie di lavoratori e l'incertezza sulla stabilità del posto di lavoro hanno limitato l'effetto espansivo sui consumi pur in una fase di crescita economica.

Sul fronte del commercio internazionale, la crescita dell'export di beni e servizi nel 2005 potrebbe passare dal 20,9 per cento del 2004 al 9-10 per cento in considerazione di una moderazione nelle dinamiche di sviluppo dei principali paesi di destinazione delle esportazioni coreane: Cina (19,6 per cento del totale), Stati Uniti (16,9 per cento), Giappone (8,5 per cento).

Per sostenere la domanda in presenza di bassi consumi e in prospettiva di un minor slancio dell'export, il governo ha attuato alcuni interventi di politica fiscale. I provvedimenti più recenti riguardano: a) il taglio di un punto percentuale della tassazione sul reddito, introdotto a febbraio; b) un aumento del 12 per cento della spesa pubblica presentato nel budget 2005; c) la riduzione di alcune imposte sui beni di lusso.

L'inflazione continua ad essere sotto controllo, nel 2004 il tasso di crescita annuo è stato del 3,6 per cento. Per il 2005 si prevede una crescita dei prezzi al consumo più contenuta, nell'ordine del 2,5 per cento, per effetto di una domanda interna debole e di un possibile apprezzamento dello won contro dollaro che potrebbe compensare l'effetto di pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime.

Nel complesso lo scenario di previsione per il 2005 rimane positivo anche se si attende una riduzione nello slancio dell'espansione economica per effetto sia di fattori esterni che interni. Tra i primi troviamo: il livello elevato nel prezzo del petrolio, il rallentamento della domanda globale e di quella di prodotti high-tech che andranno a influire sull'export; tra i fattori interni: il contenuto livello dei consumi e la debolezza strutturale nel mercato del lavoro.



Le modalità di risoluzione di alcuni problemi di natura strutturale che caratterizzano l'economia del paese è al centro del dibattito politico. Il Presidente Roh Moo-hyun, entrato in carica nel febbraio 2003, appartiene allo stesso partito (Uri Party) del suo predecessore di cui vuole mantenere le linee di governo. Uno dei nodi della politica di Roh Moo-hyun è quello di privilegiare gli aspetti redistributivi e di riequilibrio della struttura economica nazionale, attraverso : 1) promozione dello sviluppo regionale (circa il 50 per cento del Pil viene prodotto nella regione di Seul); 2) favorire la crescita delle piccole e medie imprese; 3) limitare la posizione dominante dei grandi conglomerati industriali (le chabeol). I progressi verso il perseguimento di questo programma, osteggiato dall'opposizione conservatrice e da parte della stampa, dipenderanno anche dall'esito delle elezioni del 30 aprile in cui l'Uri Party deve difendere l'esigua maggioranza dei saggi in Parlamento (151 su 299). Una eventualità sconfitta costringerebbe il partito a stipulare delle alleanze in cambio di alcuni cambi di rotta nella strategia di governo.

## Dove va l'auto in Europa?

S.Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

- **Nonostante le difficoltà degli ultimi anni, in Europa il settore automobilistico continua a rappresentare uno dei comparti più importanti del manifatturiero, in termini di valore aggiunto, di occupazione e di stimolo ad altri settori a valle.**
- **Il settore presenta una forte concentrazione geografica (il 93% della produzione è realizzato in 6 paesi) e il contributo dei nuovi paesi membri è ancora limitato.**
- **La domanda matura e fortemente dipendente dal ciclo economico, insieme all'eccesso di capacità produttiva, rappresentano i principali problemi del settore.**

In Europa il settore automobilistico continua a rappresentare uno dei principali comparti del manifatturiero, al cui valore aggiunto contribuisce per circa il 7%. Tale valore è rimasto piuttosto stabile negli ultimi anni (era pari al 6% all'inizio degli anni Novanta) ed è superiore alla percentuale realizzata negli Stati Uniti (sebbene in termini assoluti il valore aggiunto registrato dalle imprese europee sia inferiore a quello statunitense e superiore a quello giapponese). Il peso del settore risulta consistente anche in termini di addetti (2 milioni circa nella Ue-15) contro 1,1 milioni negli Stati Uniti e 0,65 milioni in Giappone.

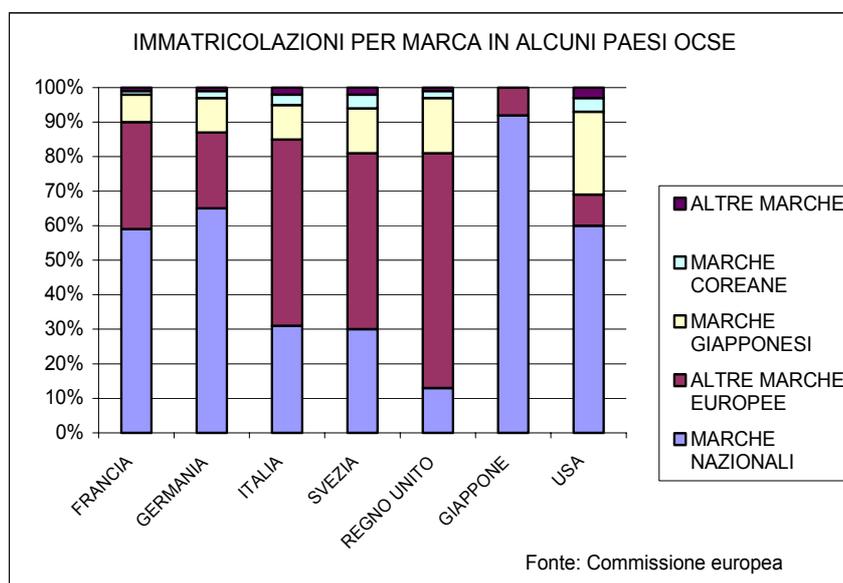
Nei paesi della Ue-15, il settore presenta un'elevata concentrazione: il 45% circa del valore aggiunto è infatti realizzato nella sola Germania, mentre oltre il 93% della produzione proviene da soli sei paesi (Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Spagna e Svezia). Nei nuovi paesi membri viene realizzata una quota ancora modesta della produzione complessiva europea, ma nonostante ciò molti di essi traggono dall'industria automobilistica una quota rilevante della propria ricchezza nazionale: è il caso ad esempio della Repubblica Ceca, dove la percentuale di valore aggiunto creato dall'industria automobilistica è pari a circa l'11% di quello complessivo manifatturiero, o dell'Ungheria (10%), Slovacchia e Polonia.

Oltre che per la ricchezza prodotta direttamente, il settore svolge un'importante funzione di stimolo per numerosi comparti a valle. Secondo recenti stime della Commissione europea, per ogni euro direttamente prodotto nell'industria automobilistica si associano 2 euro di lavorazioni indotte. Tra i settori principalmente coinvolti vi sono soprattutto quello della produzione di acciaio e metalli, le manifatture *high tech*, i prodotti chimici e i servizi finanziari.

Nonostante gli elementi positivi che lo caratterizzano, il settore continua tuttavia a soffrire di un consistente eccesso di capacità produttiva. Secondo stime recenti, le imprese produttrici di auto raggiungerebbero il pareggio di bilancio qualora riuscissero a impiegare almeno l'80% della capacità produttiva. Attualmente gli impianti europei (ma la situazione è comune al resto del mondo) lavorano a ritmi ben inferiori. L'eccesso di capacità produttiva dipende in parte dall'andamento ciclico della domanda, ma appare sempre più un fenomeno strutturale. Negli ultimi quindici anni la percentuale di utilizzo degli impianti ha avuto un andamento simile in tutti i paesi della Ue-15: il picco più basso si è registrato durante la prima metà degli anni Novanta, con una graduale ripresa verso il 2000. Da allora la capacità utilizzata è declinata nuovamente, con una leggera ripresa solo nel 2003. Anche nei periodi di forte

crescita della domanda, tuttavia, i tassi di utilizzo degli impianti sono rimasti ampiamente al di sotto del 100%, con i punti di minimo nelle fasi di assemblaggio finale delle auto, e situazioni relativamente più sostenibili nelle fasi intermedie della produzione. Nei nuovi paesi membri della Ue il problema risulta anche più grave: secondo alcuni studi, la percentuale di utilizzo degli impianti in Polonia è del 50%, in Slovacchia del 40%. Nei prossimi anni è prevista una riduzione della percentuale inutilizzata, ma ciò dovrebbe realizzarsi più per la riduzione della capacità stessa che per un aumento della domanda che, al contrario, continua a mostrare segnali di debolezza. Nel periodo gennaio-marzo le immatricolazioni di nuove auto nei paesi della Ue sono scese del 3,3% rispetto allo stesso periodo del 2004. La flessione ha risentito del dato molto negativo registrato nei paesi di recente ingresso (-17,9%, a causa soprattutto del dato polacco: -33%); ma flessioni consistenti si sono registrate anche nei principali mercati quali Germania, Spagna, Regno Unito e Italia (nel nostro paese le immatricolazioni sono scese dell'8,6% rispetto al primo trimestre del 2004). Come si è detto, la domanda di auto presenta una forte correlazione con l'andamento del ciclo economico e, soprattutto nei paesi europei con un reddito pro capite più elevato, è diretta principalmente alla sostituzione di vetture esistenti. Nei paesi della Ue-15, in media quattro persone su dieci posseggono un'automobile (nel complesso circolano oltre 200 milioni di auto). La percentuale sale in Italia, Lussemburgo e Germania.

La domanda di auto dipende ovviamente dalla necessità di trasporto, (circa l'80% dei chilometri percorsi ogni anno dai cittadini della Ue-15 sono percorsi in auto), ma non solo: la varietà di modelli proposti dalle case produttrici ha contribuito a fare dell'automobile un fattore di distinzione sociale. Un'indagine condotta dalla Commissione europea ha rilevato come nella maggior parte dei paesi il livello del Pil pro capite sia tra le determinanti maggiori della densità di auto, mentre in altri (tra cui Paesi Bassi, Belgio, Germania e Italia) sembrano rilevanti anche motivazioni che prescindono dalle necessità pratiche che l'utilizzo dell'auto soddisfa.



Al contrario, per francesi, spagnoli e svedesi l'auto viene vista soprattutto come utile strumento per il trasporto e meno come uno *status symbol*. La conoscenza diretta dei mercati potrebbe rappresentare un vantaggio competitivo per i produttori di auto locali. In realtà, ciò accade solo in alcuni paesi: in Germania, ad esempio, ma meno in Svezia, in Italia e nel Regno Unito, dove la percentuale di auto acquistate da produttori locali non supera il 30%.

## Il rischio dei tecnologici

G. Pedone ☎ 06-4702 7055 – [giovanni.pedone@bnlmail.com](mailto:giovanni.pedone@bnlmail.com)

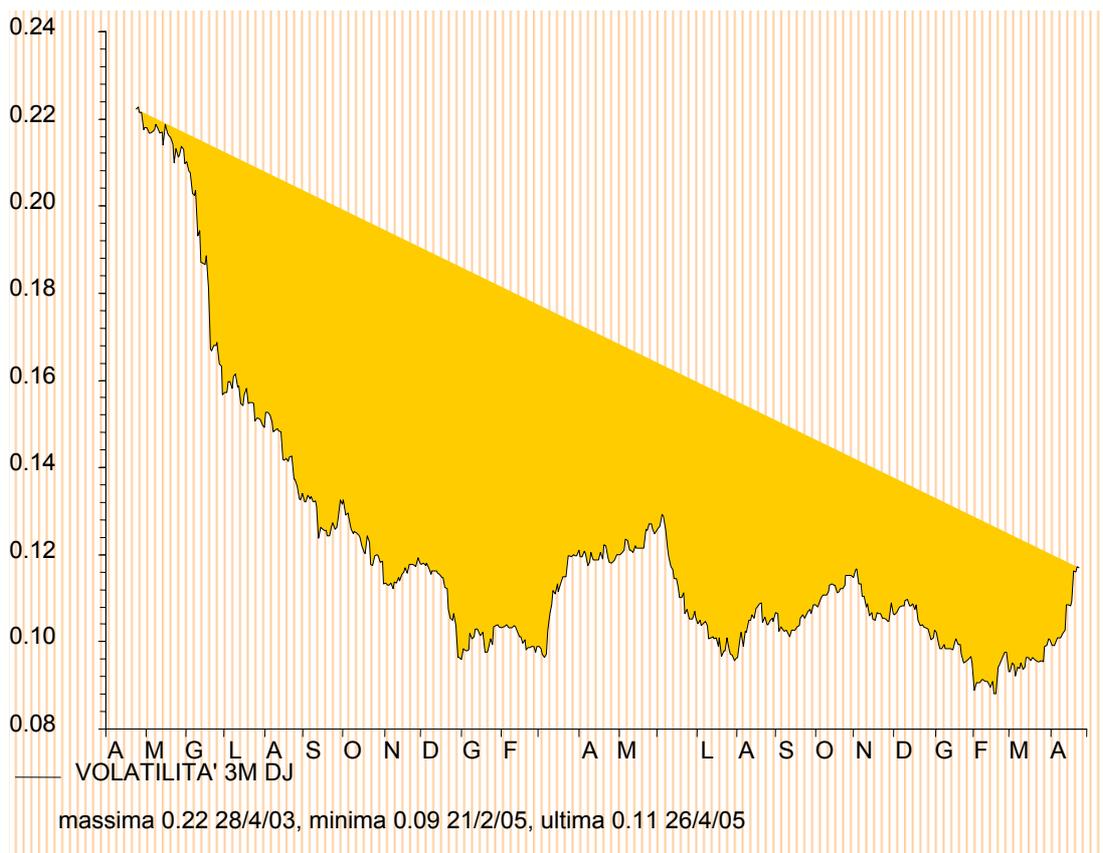
Il trend ribassista prende forma sul cedimento dei supporti chiave ma soprattutto sul fallimento della rotture delle prime resistenze, le più facili da violare e quindi segnale ancor più forte statisticamente. Così il mercato resta impantanato in assenza di volumi e alta volatilità.

La direzionalità è debole e preclude strade rialziste degne di nota. Gli indici azionari sentono ancora il peso dell'abbandono dei semiconduttori come guida per il tanto atteso rilancio. La situazione critica dei chip si diffonde e si allarga dall'epicentro dell'alta tecnologia alla periferia dei comparti più conservativi, quelli della old economy, chiamati adesso ad una difesa maggiore degli argini per non farsi trascinare dalla forza ribassista.

Vengono quindi premiate strategie attendiste anche in vista del rallentamento macro nella seconda metà dell'anno e soprattutto dei timori di nuove recrudescenze inflattive ai danni della gradualità del trend di rialzo dei tassi Usa.

Un bilanciamento in positivo potrebbe comunque arrivare da un ulteriore raffreddamento dei corsi del greggio, in grado di alleggerire la pressione sui prezzi.

L'elevato livello di volatilità gioca contro i settori high-tech e accentua la vulnerabilità dei titoli tecnologici, soprattutto se a media o piccola capitalizzazione. Le risorse vengono così canalizzate verso i comparti ciclici e difensivi in ottica di parcheggio.



Il recente andamento dei listini, anche per la politica monetaria della Federal Reserve più dinamica della Bce, evidenzia ancora la superiorità delle performance continentali su quelle statunitensi, gravate dal peso del deficit. Oltre infatti ai timori per una crisi contagiosa del colosso General Motors sui mercati obbligazionari, lo stato di salute della finanza pubblica mette in risalto gli squilibri di fondo del sistema americano nel lungo periodo. Tra le righe di una solida crescita Usa, avviata su un sentiero del 3-4%, si possono intravedere le contraddizioni di una congiuntura non pienamente avviata.

I mercati segnalano infatti una volatilità in netto incremento, con un tasso di accelerazione che non si registrava da oltre 48 mesi.

Questo, secondo la statistica di lungo periodo, indica che gli investitori iniziano a prepararsi ad abbandonare l'azionario per il segmento obbligazionario.

Diagnosi confermata dall'analisi degli andamenti dell'ultimo quinquennio, con la volatilità inversamente correlata agli indici di Borsa. La logica vorrebbe quindi un riposizionamento in tempi brevi, oltre che in direzione del reddito fisso, verso i settori più difensivi e i comparti a basso beta in grado di attutire le oscillazioni dei mercati.

Ma l'aumento della volatilità non risparmia neppure la ex zona franca dei rendimenti obbligazionari, coinvolgendo anche il tratto a lungo della curva.

Il recente (marzo) cambio di passo della politica monetaria da parte della Fed motivato da una nuova attenzione al quadro inflattivo aumenta le tensioni sulle prospettive dei titoli pubblici.

Il ritorno delle pressioni inflazionistiche, per effetto dell'aumento dei prezzi delle materie prime ma anche e soprattutto per il maggior potere di mercato delle aziende Usa, ha portato a surriscaldare la volatilità sia sui rendimenti a breve termine sia sui titoli con duration meno ravvicinata, accentuando la tendenza all'appiattimento della curva Usa.

In effetti, la variabile inflazione riveste un ruolo chiave proprio perché l'economia statunitense è così fortemente indebitata.

Al di là di limiti sopportabili per il settore delle imprese, la posizione debitoria netta complessiva preoccupa i mercati finanziari con un deficit corrente a ridosso del 6% del Pil.

In uno scenario di rialzo dei tassi, un'economia indebitata è sempre chiamata ad esorcizzare lo spettro della spirale debito-interessi-debito.

Per questo la Federal Reserve ha cercato di mantenere per anni i saggi guida a livelli così contenuti e accomodanti per la crescita.

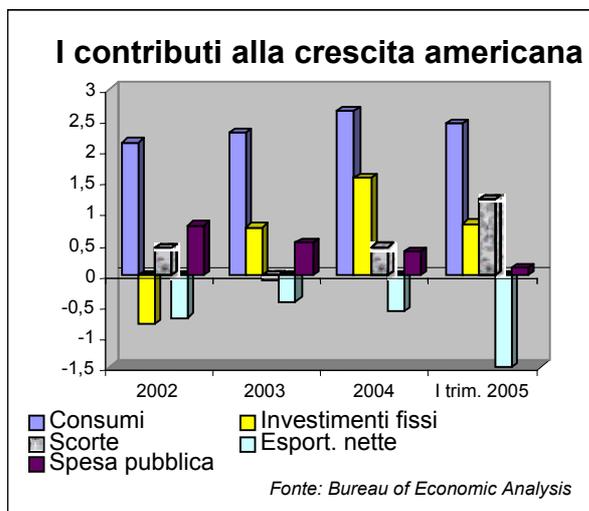
Ora invece che l'inflazione si fa sentire e spinge per un rialzo dei fed funds, la Banca Centrale Usa si vede intrappolata nella scelta, perché un'eccessiva stretta monetaria porterebbe ad un appesantimento del servizio del debito tale da inibire a cascata la propensione alla spesa delle famiglie.

## Le previsioni su tassi e cambi

**P. Ciocca** ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

- **I dati relativi ai primi mesi del 2005 confermano uno scenario caratterizzato da un'economia mondiale che invia segnali di decelerazione.**
- **Gli Stati Uniti sembrano avviati verso una crescita robusta ma in rallentamento rispetto al 2004. Nel I trimestre il Pil è cresciuto del 3,1%, dal 3,8% del periodo ottobre-dicembre. Il contributo netto dall'estero continua a frenare la crescita mentre prosegue la riduzione della propensione al risparmio degli americani.**
- **L'area euro continua invece ad essere caratterizzata da andamenti contrastanti sintomatici dell'assenza di un chiaro segnale di rafforzamento delle dinamiche di fondo.**
- **In un tale scenario la Fed dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi una manovra gradualmente restrittiva, mentre la Bce dovrebbe mantenere la politica di invarianza del tasso di riferimento.**

Negli **Stati Uniti** la crescita economica del I trimestre ha registrato un rallentamento superiore alle attese; il Pil è aumentato del 3,1% trimestrale annualizzato dal precedente 3,8%. E' proseguita, quindi, quella fase di decelerazione che aveva caratterizzato la fine dello scorso anno. Continua a pesare il deterioramento del contributo netto dall'estero che ha sottratto alla crescita l'1,5%. L'accelerazione delle esportazioni è stata, infatti, più che compensata dall'aumento delle importazioni. Sul fronte della domanda interna significativo è risultato il rallentamento degli investimenti fissi il cui contributo si è praticamente dimezzato rispetto al IV trimestre 2004 a fronte di un forte incremento dell'apporto proveniente dalla variazione delle scorte. I consumi, sebbene anch'essi in decelerazione, hanno comunque sostenuto la crescita con un contributo pari a circa il 2,5%.



L'economia americana sembra quindi vivere una fase di decelerazione come peraltro confermato dall'andamento degli ordinativi di beni durevoli: il dato non positivo del primo trimestre pone incertezze sull'evoluzione futura degli investimenti e, quindi, sulla tenuta della crescita statunitense. Dal lato della domanda le informazioni risultano contrastanti. Mentre la fiducia dei consumatori appare debole, la crescita delle spese per consumi personali è proseguita robusta nel I trimestre seppur in decelerazione rispetto al periodo ottobre-dicembre (+6% da +6,4%). Contemporaneamente continua a ridursi l'incidenza dei risparmi personali degli americani sul loro reddito disponibile (0,4% a marzo).

Sul fronte dell'inflazione statunitense, nonostante la moderata accelerazione registrata nell'ultimo periodo, la dinamica appare ancora sostanzialmente sotto controllo. Il deflatore delle spese per consumi core ha conosciuto, infatti, a marzo una variazione dello 0,3% m/m (+1,7% a/a) con un valore medio per i primi tre mesi del 2005 in linea con quello relativo al IV trimestre del 2004.

Negli Stati Uniti, quindi, con una crescita in decelerazione su livelli comunque sostenuti e con un'inflazione sotto controllo ma che invia segnali di attenzione, riteniamo che la **Fed** compia anche nei prossimi mesi altri passi nel proprio cammino misurato verso un livello dei tassi neutrale.

Dall'**area euro** non giungono invece segnali di un rafforzamento della crescita. Dal lato della domanda pesano i dati contrastanti sull'evoluzione della disoccupazione in alcune delle principali economie europee che confermano uno scenario di un mercato del lavoro che permane debole. Mentre in Spagna è proseguita nel I trimestre la graduale riduzione del tasso di disoccupazione, a marzo lo stesso indice misurato dall'Istituto nazionale di statistica francese è aumentato al 10,2%. In Germania, invece, nonostante il calo registrato nel numero dei senza lavoro ad aprile il dato rimane su livelli storicamente molto elevati. Le prospettive di una crescita che tarda a rafforzarsi pesano, inoltre, sulla fiducia dell'intero sistema economico. L'indice della Commissione europea ha registrato ad aprile la terza contrazione consecutiva. Nello stesso mese la fiducia delle imprese è diminuita sia in Italia che in Francia. Positive indicazioni sono giunte, invece dalle vendite al dettaglio tedesche: dopo la contrazione registrata nel 2004 il I trimestre del 2005 ha conosciuto una variazione media positiva.

Sul fronte del livello generale dei prezzi l'area dell'euro si caratterizza per una moderata evoluzione del tasso di inflazione. La stima flash di Eurostat per aprile è stata pari al 2,1%, invariata rispetto a marzo. Nello stesso mese anche l'indice armonizzato per l'Italia è rimasto fermo al 2,1%, mentre la Spagna continua a registrare un'inflazione stabilmente superiore a quella media degli euro-12.

Nell'area dell'euro con un'economia caratterizzata da una crescita che avanza debole e contrastata in un contesto di moderata evoluzione del livello generale dei prezzi, riteniamo che la **Bce** prosegua anche nei prossimi mesi la politica di invarianza del tasso di riferimento

rimanendo in attesa di segnali provenienti dall'economia indicativi di una fase di sviluppo e di consolidamento della crescita.

Sui mercati valutari i dati provenienti dall'economia dell'area euro e da quella americana continuano ad influenzare l'andamento del cambio del dollaro nei confronti della valuta comune. Il pesante squilibrio dei conti con l'estero statunitensi tende ad indebolire la valuta americana mentre la debolezza della crescita degli euro-12 congiuntamente al crescente differenziale tra i tassi di interesse nelle due aree pesano sulla valuta comune contribuendo a determinare una situazione di sostanziale bilanciamento.

	dati storici		03/05/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	112,0	103,0	105,0	104,0	104,0
dollaro-euro	1,201	1,301	1,285	1,335	1,310
yen-euro	134,5	134,0	134,9	138,8	136,2
sterlina-euro	0,672	0,690	0,678	0,680	0,700
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,25	2,82	3,23	3,60	3,63
euro	2,09	2,14	2,13	2,25	2,50
yen	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07
sterlina	4,53	4,89	4,91	5,00	5,03
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,69	4,17	4,20	4,30	4,50
Germania	4,27	3,56	3,40	3,50	3,90
Giappone	1,49	1,38	1,24	1,40	1,50
Italia	4,50	3,68	3,57	3,65	4,05
Gran Bretagna	5,09	4,61	4,52	4,90	4,75

## Previsioni sulla crescita economica

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

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

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

#### AREA EURO

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

#### ITALIA

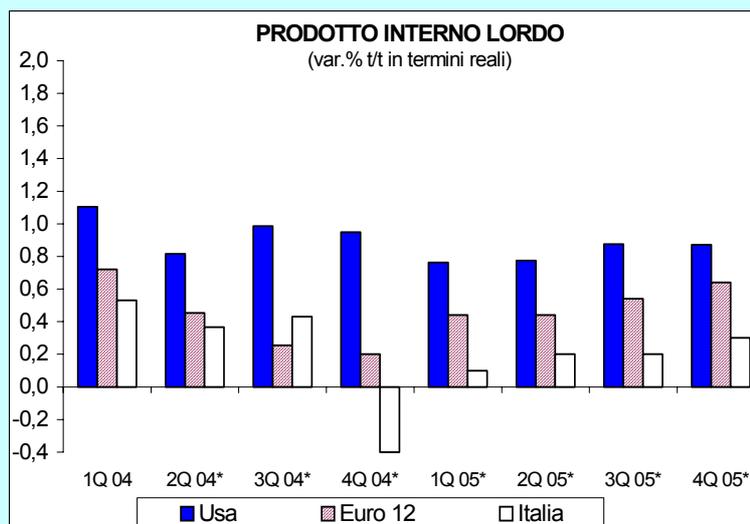
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,3
var.% trim su trim annualizzato				2,2	1,4	1,7	-1,6	0,4	0,8	0,8	1,2
var.% anno su anno	0,4	1,2**	1,1	0,8	1,3	1,4	0,8	0,6	0,8	1,0	1,8

\*\* 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	0,7	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	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,1

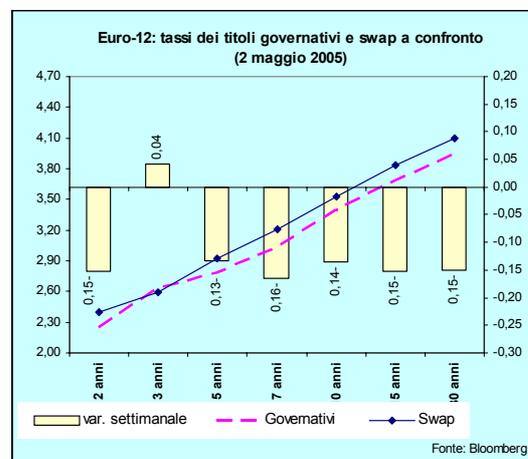
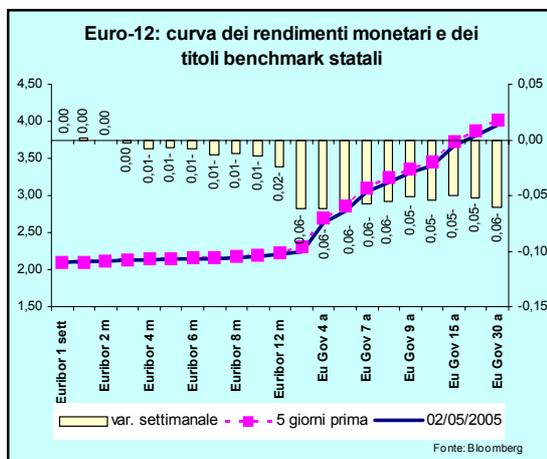
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Panorama Tassi & Euro

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



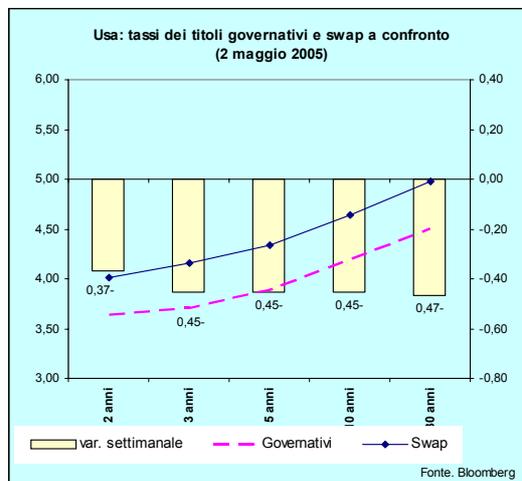
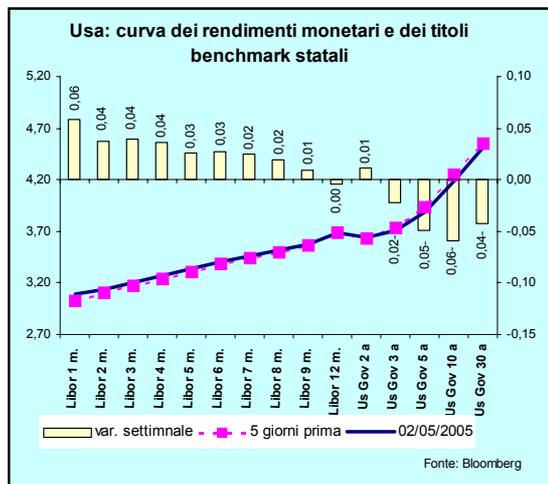
### Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	29/4/05	-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	1,296	1,308	1,293	1,183	1,263	1,179	-0,9	0,2	9,6	2,6	9,9
Canada	1,619	1,615	1,568	1,624	1,623	1,800	0,3	3,2	-0,3	-0,3	-10,1
Australia	1,657	1,677	1,674	1,653	1,680	1,910	-1,2	-1,0	0,2	-1,4	-13,3
Nuova Zelanda	1,767	1,791	1,820	1,919	1,924	2,223	-1,4	-2,9	-7,9	-8,2	-20,5
Giappone	136,2	139,0	138,6	130,9	135,1	133,7	-2,0	-1,7	4,1	0,9	1,9
Argentina	3,765	3,795	3,776	3,417	3,699	1,180	-0,8	-0,3	10,2	1,8	219,1
Svizzera	1,537	1,544	1,552	1,545	1,558	1,617	-0,4	-1,0	-0,5	-1,3	-4,9
Regno Unito	0,678	0,683	0,690	0,671	0,705	0,711	-0,8	-1,8	0,9	-3,9	-4,7
Svezia	9,181	9,170	9,120	9,119	9,080	9,470	0,1	0,7	0,7	1,1	-3,1
Danimarca	7,446	7,450	7,449	7,440	7,445	7,450	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1
Norvegia	8,143	8,163	8,219	8,171	8,414	8,855	-0,2	-0,9	-0,3	-3,2	-8,0
Cipro	0,582	0,582	0,584	0,587	0,586	0,582	-0,1	-0,4	-0,8	-0,8	-0,1
Repubblica Ceca	30,50	30,28	30,21	32,71	32,41	35,11	0,7	1,0	-6,7	-5,9	-13,1
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	252,5	249,2	248,3	253,8	262,5	251,5	1,3	1,7	-0,5	-3,8	0,4
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,649	0,673	0,667	0,0	0,0	7,3	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	0,429	0,430	0,431	0,425	0,432	0,443	-0,2	-0,3	0,9	-0,6	-3,1
Slovacchia	39,44	39,59	39,15	40,33	41,17	42,99	-0,4	0,7	-2,2	-4,2	-8,3
Slovenia	239,6	239,6	239,7	238,6	236,7	189,0	0,0	-0,1	0,4	1,2	26,7
Polonia	4,2715	4,182	4,157	4,787	4,702	4,071	2,1	2,8	-10,8	-9,2	4,9
Russia	35,86	36,24	35,98	34,59	36,89	25,32	-1,1	-0,3	3,7	-2,8	41,6
EURO	92,1	93,0	93,0	89,7	92,8	93,3	-1,0	-1,0	2,6	-0,8	-1,3

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						- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
	29/4/05	- 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	1,258	1,236	1,211	1,370	1,293	1,598	-1,8	-3,8	8,9	2,8	27,0
Australia (*)	0,780	0,781	0,772	0,722	0,753	0,516	-0,1	1,1	8,1	3,6	51,3
Nuova Zelanda (*)	0,730	0,732	0,710	0,623	0,656	0,425	-0,2	2,8	17,2	11,4	71,8
Giappone	104,7	106,0	107,4	109,9	107,2	131,8	1,3	2,6	5,0	2,4	26,0
Corea del Sud	1.003	1.007	1.016	1.156	1.198	1.320	0,4	1,4	15,3	19,5	31,7
Filippine	54,14	54,19	54,62	56,03	55,54	51,60	0,1	0,9	3,5	2,6	-4,7
Indonesia	9.565	9.678	9.522	8.719	8.418	10.370	1,2	-0,4	-8,8	-12,0	8,4
Singapore	1,646	1,647	1,653	1,704	1,700	1,849	0,1	0,4	3,5	3,3	12,3
Thailandia	39,45	39,45	39,29	40,00	39,61	44,05	0,0	-0,4	1,4	0,4	11,7
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,49	43,67	43,77	44,38	45,63	48,27	0,4	0,6	2,0	4,9	11,0
Argentina	2,91	2,90	2,92	2,87	2,94	1,00	-0,4	0,3	-1,6	1,0	-65,8
Brasile	2,53	2,54	2,70	2,96	2,89	2,30	0,3	6,7	17,1	14,4	-9,2
Cile	582,9	576,6	587,1	627,3	593,0	646,3	-1,1	0,7	7,6	1,7	10,9
Colombia	2.349	2.344	2.400	2.665	2.780	2.297	-0,2	2,2	13,5	18,4	-2,2
Messico	11,09	11,03	11,28	11,40	11,24	9,11	-0,5	1,8	2,8	1,3	-17,8
Perù	3,25	3,26	3,26	3,48	3,46	3,44	0,1	0,2	7,0	6,4	5,8
Uruguay	25,08	25,08	25,38	29,69	29,32	14,75	0,0	1,2	18,4	16,9	-41,2
Venezuela	2.747	2.726	2.917	2.905	2.852	759	-0,8	6,2	5,8	3,8	-72,4
Israele	4,37	4,35	4,37	4,59	4,39	4,48	-0,4	0,1	5,0	0,5	2,5
Sud Africa	6,09	6,05	6,34	6,88	6,62	12,37	-0,8	4,1	13,0	8,7	103,1
Turchia	1,3877	1,3531	1,3871	1,4436	1,3966	1,4298	-2,5	0,0	4,0	0,6	3,0
Area dell'Euro (*)	1,296	1,308	1,293	1,183	1,263	0,904	-0,9	0,2	9,6	2,6	43,4
Regno Unito (*)	1,909	1,914	1,875	1,774	1,786	1,439	-0,3	1,8	7,6	6,9	32,7
Svizzera	1,195	1,181	1,200	1,292	1,239	1,650	-1,2	0,4	8,1	3,7	38,1
Danimarca	5,78	5,70	5,76	6,22	5,91	8,28	-1,4	-0,4	7,5	2,1	43,2
Norvegia	6,28	6,24	6,36	6,91	6,68	8,87	-0,7	1,2	9,9	6,2	41,1
Svezia	7,13	7,01	7,06	7,64	7,18	10,28	-1,7	-1,0	7,1	0,7	44,1
Russia	27,79	27,71	27,82	28,86	29,45	30,14	-0,3	0,1	3,8	6,0	8,4
Polonia	3,33	3,20	3,21	4,00	3,73	3,96	-3,8	-3,8	19,9	12,1	18,8
Repubblica Ceca	23,54	23,15	23,35	27,66	25,65	35,27	-1,6	-0,8	17,5	9,0	49,9
Ungheria	196,2	191,3	191,8	211,1	209,3	272,9	-2,5	-2,2	7,6	6,7	39,1
<b>DOLLARO USA</b>	91,9	91,3	92,0	98,7	94,6	122,0	0,7	-0,1	-6,9	-2,9	-24,7
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(\*) Dollaro Usa per valuta locale. Fonte: Datastream.

## Il calendario della settimana economica (dal 3 al 9/5/2005)

D. Felicetti ☎ 06-4702 8424 - [daniela.felicetti@bnlmail.com](mailto:daniela.felicetti@bnlmail.com)

Giorno	Eventi
Martedì 3	Stati Uniti: riunione FOMC 📌
Mercoledì 4	Area Euro: riunione politica monetaria della BCE 📌
Giovedì 5	Stati Uniti: Moskow della Federal Reserve introduce conferenza sul sistema bancario Stati Uniti: discorso di Greenspan a conferenza sul sistema bancario 📌 Stati Uniti: intervento di Olson della Federal Reserve Regno Unito: elezioni politiche
Venerdì 6	Area Euro: Tumpel-Gugerell parla negli Stati Uniti
Sabato 7	Stati Uniti: discorso di Guynn della Federal Reserve
Lunedì 9	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra annuncia la decisione sui tassi

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 3	Area Euro	Prezzi alla produzione	marzo	0,4% m/m;4,2% a/a	0,6% m/m;4,2% a/a
	Regno Unito	PMI (manifatturiero)	aprile	52,0	51,5
Mercoledì 4	Area Euro	PMI (servizi)	aprile	53,0	52,6
		Vendite al dettaglio	marzo	0,3% m/m	-0,2% m/m
Giovedì 5	Regno Unito	PMI (servizi)	aprile	57,0	56,5
Venerdì 6	Germania	Ordini all'industria 📌	marzo	-2,1% m/m	0,1% m/m
<b>STATI UNITI</b>					
Martedì 3	Stati Uniti	Vendite di automobili	aprile	16,8	16,8
		Ordinativi industriali	marzo	0,2% m/m	-1,2% m/m
Mercoledì 4	Stati Uniti	Indice ISM (non manifatt.) 📌	aprile	63,1	61,0
Giovedì 5	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	30 apr.	320.000	323.000
		Costo unitario del lavoro ann.	I tr. 05	1,3% a/a	2,0% a/a
		Produttività (escl. agric.)	I tr. 05	2,1% a/a	1,8% a/a
Venerdì 6	Stati Uniti	Nuovi lavoratori dipendenti 📌	aprile	110.000	175.000
		Tasso di disoccupazione	aprile	5,2	5,2
Lunedì 9	Stati Uniti	Scorte delle imprese	marzo	0,6%	0,8%