

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

25
2005

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

Paese	N. medio di figli per donna		Età media del ritiro dal lavoro	Stock pensioni integrative in% Pil
	1970	2000	2002	2000
Austria	2,29	1,32	59,3	12,0
Belgio	2,25	1,65	58,5	14,7
Danimarca	1,95	1,76	60,9	80,0
Finlandia	1,83	1,73	60,5	8,9
Francia	2,47	1,89	58,8	6,6
Germania	2,03	1,34	60,7	16,3
Grecia	2,39	1,30	59,4	4,2
Irlanda	3,93	1,89	62,4	51,0
Italia	2,42	1,25	59,9	2,6
Lussemburgo	1,98	1,78	59,3	0,2
Olanda	2,57	1,72	62,2	166,0
Portogallo	2,83	1,54	62,9	11,9
Spagna	2,90	1,22	61,5	7,0
Svezia	1,92	1,54	63,2	56,6
Regno Unito	2,43	1,64	62,3	80,9
Media	2,38	1,53	60,8	29,2

Fonte: Eurostat yearbook 2002 (colonne 1-2), EFRP (colonna 4), Eurostat (colonna 4)

- Regno Unito, Paesi Bassi, Germania: sono questi i tre paesi dove al momento si concentra oltre l'ottanta per cento degli "assets" dei piani pensionistici integrativi a livello di UE-15. Ma lo scenario di evoluzione degli anni a venire sarà caratterizzato da una decisa crescita della previdenza complementare in tutta la "vecchia" Europa.
- Negli ultimi tre mesi negli USA i tassi a breve sono aumentati di mezzo punto percentuale mentre i rendimenti a lunga sono calati di una analoga misura. Continua la manovra di gradualità aumenti dei saggi guida da parte della Fed anche se una pausa di riflessione potrebbe intervenire dopo la riunione del FOMC di agosto.

Marocco: il tessile in difficoltà

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

- **I principali problemi del Marocco riguardano lo sviluppo del settore privato, la disoccupazione e la riduzione della cronica dipendenza dell'economia dai volatili risultati del settore agricolo che rappresenta più del 20% del Pil.**
- **Le prospettive di crescita del paese per l'anno in corso sono pesantemente condizionate dall'atteso calo delle esportazioni nel tessile, settore guida dell'industria marocchina, a seguito della scadenza dell'Accordo Multifibre.**
- **Da tempo il paese persegue una politica di apertura verso l'estero come confermato, tra gli altri, dai numerosi trattati bilaterali per la promozione degli investimenti diretti dall'estero, dall'adesione all'Organizzazione per il Commercio Mondiale, dall'accordo di associazione con la Ue e da un accordo di libero scambio con gli Stati Uniti.**

Nel 2004 il Marocco ha realizzato un tasso di crescita del 3,7% grazie al contributo del settore energetico e di quello minerario e ad una parziale ripresa del turismo. Il rallentamento rispetto al 2003 (+5,5%), attribuibile all'agricoltura, continua a testimoniare l'eccessiva dipendenza dell'economia del paese da questo settore, che costituisce il 22% del Pil ed occupa circa il 40% della forza lavoro.

Per il 2005 ci si attende una crescita intorno al 3%, sia per la debolezza dell'agricoltura a seguito di un lungo periodo di freddo atipico per il paese all'inizio dell'anno, sia per l'atteso calo delle esportazioni dovuto alla scadenza dell'Accordo Multifibre, già evidente nei primi dati disponibili per il 2005. Le esportazioni di prodotti tessili verso l'Unione Europea, principale partner commerciale del Marocco verso il quale sono diretti i 3/4 delle esportazioni e dal quale proviene la metà delle importazioni, sono infatti calate del 16% nel primo trimestre 2005. Il dato è particolarmente pesante se si considera che il tessile è il settore guida dell'industria. La produzione si aggira intorno ai 3 mld di euro, vi operano 1673 imprese che occupano circa 205.000 lavoratori, il 43% della forza lavoro in Marocco. La produzione è prevalentemente orientata alle esportazioni.

Marocco	2003	2004	2005*
Popolazione (in milioni)	30,6	31,1	31,6
Pil (variazione % annua in termini reali)	5,5	3,7	3,0
Prezzi al consumo (variazione % annua)	1,2	1,5	1,6
Saldo di bilancio (in % del Pil)	-5,8	-5,9	-6,9
Saldo di parte corrente (in % del Pil)	3,3	1,3	-0,4
Debito estero (in % del Pil)	37,2	30,5	25,5
Dhram contro dollaro (media annua)	9,6	8,9	8,3
Fonte: EIU	(*) previsioni		
Rating: Baa1 (Moody's), BB (S&P's e Fitch)			

Il saldo commerciale, tradizionalmente in deficit (-11,6% nel 2004), viene bilanciato dalle rimesse dall'estero (circa l'8% del Pil) e dagli introiti del turismo, consentendo di mantenere un saldo delle partite correnti ancora positivo per il 2004, ma atteso in leggero deficit per quest'anno.

La politica economica del governo continua ad essere incentrata sullo sviluppo del settore privato, sulla creazione di posti di lavoro e sulla riduzione della dipendenza dai volatili risultati del settore agricolo.

I principali problemi riguardano la povertà, l'affollamento delle grandi città, l'inadeguatezza delle infrastrutture, la disoccupazione. Quest'ultima è ufficialmente stimata al 10,4%, ma raggiunge il 18% nelle città e il 24% tra i laureati. A ciò si aggiunge un tasso di analfabetismo del 50%, che raggiunge picchi dell'83% tra le donne nelle aree rurali. Stime indicano che ogni anno dovrebbero essere creati circa 400.000 nuovi posti di lavoro per raggiungere l'ambizioso target governativo di un tasso di disoccupazione del 6% nel 2010. La riduzione della disoccupazione è una delle priorità dell'ultimo programma della Banca Mondiale, approvato a maggio, che stanZIA US\$ 300 mln all'anno per i prossimi quattro anni. Dal lato fiscale, il controllo della spesa pubblica è un obiettivo prioritario se si considera che più del 50% della spesa è destinata agli stipendi nel pubblico impiego. Una crescita inferiore alle attese dovrebbe rendere difficile per il governo il contenimento del deficit fiscale al 3,2% (inclusi i ricavi da privatizzazioni), atteso invece al 4,4%. Il dato è stimato intorno al 6,9% se si escludono i ricavi da privatizzazioni. Il lento processo avviato per la riduzione del deficit ha portato a 66 il numero di imprese interamente o parzialmente privatizzate dal 1993 al 2005. Le più recenti riguardano la società di distribuzione dei tabacchi Régie des Tabacs, la Banque Centrale Populaire e la vendita della Maroc Telecom a Vivendi. Grazie alle privatizzazioni, nel 2003 il Marocco ha attirato il 15% (US\$ 2,3 mld) dei flussi di investimenti diretti dall'estero (IDE) verso l'Africa e la quota di consistenze di IDE sul Pil è passata al 26% contro appena il 18% del 2000 e il 3,5% del 1990.

Da tempo il Marocco persegue una politica di apertura verso l'estero come confermato dai numerosi trattati bilaterali per la promozione degli IDE, dall'adesione nel 1995 all'Organizzazione per il Commercio Mondiale, dall'accordo di associazione con la Ue e da un accordo di libero scambio con gli Stati Uniti in vigore da luglio 2005.

La recente approvazione da parte del parlamento della riforma del sistema bancario volta ad attribuire alla banca centrale maggiori poteri di controllo e all'adozione degli standard internazionali rientra nell'ambito di un lungo processo di liberalizzazione del sistema bancario, avviato nel 1993.

Ad oggi il sistema bancario è formato da banche commerciali ed enti specializzati (prevalentemente pubblici), il cui livello di competizione è molto basso. E' un settore altamente regolamentato con l'imposizione di requisiti di solvibilità, di liquidità e limiti alla concentrazione dei rischi. Le banche commerciali rispettano ampiamente gli standard di Basilea, sono supervisionate a livello consolidato e rilasciano bilanci certificati da società di revisione. Le uniche note negative riguardano casi di corruzione in alcuni enti pubblici specializzati (in particolare Caisse National de Crédit Agricole e Crédit Immobilier et Hôtelier).

Gli investitori esteri possono liberamente entrare nel mercato e in borsa, possono ottenere finanziamenti sul mercato locale, ma le banche commerciali devono essere a capitale prevalentemente nazionale.

Ad oggi, inoltre, gli esportatori esteri e gli emigrati possono aprire conti in valuta estera presso le banche del paese, contribuendo all'aumento delle riserve, che hanno superato i \$16 mld, corrispondenti a circa dieci mesi di importazioni. In generale la posizione sull'estero del paese è soddisfacente, il debito estero è circa il 30% del Pil e il paese presenta un buon rapporto tra servizio del debito ed esportazioni (pari a circa il 15%).

Imprese di proprietà estera

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

- **Nella crescita degli investimenti diretti esteri nei paesi Ocse un ruolo importante è svolto dai processi di fusione e acquisizione di imprese *cross border*. Nei primi cinque mesi del 2005 le principali operazioni di fusione e acquisizione nei paesi Ocse hanno riguardato il settore finanziario, quello immobiliare e la farmaceutica, mentre è rimasto più marginale il contributo delle telecomunicazioni e, soprattutto, del manifatturiero.**
- **In Italia negli ultimi venti anni il numero di imprese a proprietà estera è aumentato a ritmi consistenti; tali imprese sono presenti soprattutto nei servizi, ma è nell'industria che il loro contributo è più rilevante.**
- **Dimensione e contributo al valore aggiunto superiori alla media delle imprese nazionali sono caratteristiche che accomunano le imprese a proprietà estera in Italia e in altri paesi europei.**

Secondo i dati più recenti diffusi dall'Ocse, nel 2004 gli investimenti diretti esteri (IDE) netti dai paesi Ocse al resto del mondo hanno raggiunto i 261 mld di dollari, in crescita rispetto al 2003.

Nella composizione degli IDE le operazioni di fusione e acquisizione *cross border* rappresentano la componente più consistente e dinamica; nei primi cinque mesi del 2005 le operazioni condotte all'esterno hanno raggiunto i 217 mld di dollari circa, quelle verso l'interno 222 mld. Se nei prossimi mesi questo andamento venisse confermato il 2005 sarebbe l'anno di maggiore crescita di tali operazioni successivo al boom del 2001. Le imprese del settore manifatturiero, soprattutto quelle produttrici di beni destinati ai consumatori finali, sono rimaste escluse dalle maggiori operazioni, che invece hanno riguardato il settore finanziario e quello della produzione e distribuzione di energia, il settore immobiliare (tradizionalmente meno coinvolto in questo tipo di processi) e quello farmaceutico e delle telecomunicazioni, anche se a ritmi molto inferiori rispetto a quelli registrati negli anni passati.

In Italia nel 2004 gli investimenti diretti dall'estero hanno raggiunto i 16,8 mld di dollari, in leggero aumento rispetto ai 16,4 del 2003; nello stesso periodo, quelli diretti all'esterno sono stati pari a 19,3 mld di dollari.

Nel nostro paese a partire dal 1986 si è assistito a un graduale aumento di acquisizioni di imprese nazionali da parte di aziende straniere: dal 1986 al 2002 il numero di filiali italiane di compagnie straniere è cresciuto di oltre il 73%, quello degli stabilimenti produttivi di proprietà estera del 108%. Nella maggior parte dei casi il soggetto controllante risiede in uno dei paesi della Ue-15 (poco meno di due terzi dei casi), mentre solo il 14% delle imprese controllate fa capo a soggetti residenti negli Stati Uniti. Le imprese a controllo Ue-15 sono presenti soprattutto nelle industrie conciarie e del cuoio e nella fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche.

Secondo le più recenti rilevazioni dell'Istat (2004), in Italia le imprese di proprietà estera sono circa 11.400. Si tratta di una quota modesta in termini numerici (0,3% sul complesso delle imprese attive nell'industria e nei servizi), ma il loro contributo all'economia del paese è piuttosto consistente: esse infatti occupano il 6,4% degli addetti totali e realizzano il 12% circa del valore aggiunto complessivo, con punte superiori al 50% per addetti, fatturato e valore aggiunto in alcuni comparti dell'industria. Il contributo più rilevante delle imprese a proprietà estera sull'economia italiana deriva dalla loro attività di ricerca e sviluppo (33% della spesa totale italiana) e dall'ammontare degli investimenti fissi lordi.

Nell'industria la presenza delle imprese a proprietà estera è rilevante soprattutto nei comparti della fabbricazione del coke, nelle raffinerie di petrolio e nella fabbricazione di prodotti chimici e fibre sintetiche, mentre è modesta nei settori tradizionali del *made in Italy*, (tessile e abbigliamento, industrie conciarie, fabbricazione di prodotti in cuoio, calzature, industrie del legno e dei prodotti in legno). Nei servizi il numero delle imprese straniere è più consistente (circa due terzi delle imprese a controllo estero operano nel commercio e nei servizi alle imprese, mentre un numero più modesto si registra negli alberghi e ristoranti, nell'istruzione, sanità, servizi sociali e immobiliari), tuttavia il loro contributo agli indicatori economici dei rispettivi settori è decisamente più contenuto.

Incidenza percentuale delle imprese manifatturiere a controllo estero sul complesso delle imprese residenti in Italia						
Settori	Imprese	Addetti	Fatturato	Valore aggiunto	Investimenti	Spesa in ricerca e sviluppo
Totale attività manifatturiere	0,6	10,9	22,3	17,1	16,9	37,3
Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco	0,3	8,1	13	14,7	10,8	25,1
Industrie tessili e dell'abbigliamento	0,2	2	3,1	3	3,5	3
Industrie conciarie, fabbric. Di prodotti in cuoio pelli e similari	0,3	1,8	5,4	3,6	1,7	39,8
Industria del legno e dei prodotti in legno	-	0,2	0,3	0,2	„	2,6
Fabbr. pasta carta e prodotti di carta, stampa, editoria	0,7	7,3	13	11,8	9	24,3
Fabbr. coke, raffinerie di petrolio, fabbricazione di prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali	8	43,1	68,2	55,7	52,4	55,6
Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	1,8	15,9	19,5	18,7	19,5	11,7
Fabbr. di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	0,4	7,8	13,4	13,4	12,4	18,8
Produzione di metalli e fabbricazione di prodotti in metallo	0,4	6	10,4	8	10,1	23,4
Fabbr. macch.e appar. Meccaniche, inst. Montaggio riparazione e manutenzione	1,6	16,4	21,8	18,2	17,3	33,9
Fabbricazione di macchine elettriche e apparecchiature elettriche ed ottiche	0,9	20,8	30,7	26,8	26,6	31,6
Fabbricazione di mezzi di trasporto	2,6	18	14,8	19,9	15,2	41,6
Altre industrie manifatturiere	0,2	3,6	6,7	4,9	4,5	36,6

Fonte: Istat

In un paese come l'Italia in cui le microimprese (fino a 9 addetti) rappresentano circa il 95% del totale (contro l'89,1% della media Ue), la dimensione media delle imprese straniere è decisamente superiore: assumendo come riferimento il numero di addetti, nella manifattura la loro dimensione è venti volte superiore a quella delle imprese a controllo nazionale (34 volte nell'industria alimentare). Nei servizi i valori sono ancora più ampi: 60 volte nel comparto degli alberghi, 40 in quello delle attività professionali e imprenditoriali. La maggiore dimensione, la minore presenza nei settori più maturi e la più elevata spesa in ricerca e sviluppo hanno fatto sì che nelle imprese a controllo estero la produttività del lavoro presenti differenziali positivi rispetto alle imprese nazionali sia nel manifatturiero (soprattutto nelle industrie conciarie, nella fabbricazione dei prodotti in cuoio e pelle, in quelle alimentari e nella produzione di prodotti minerali non metalliferi), sia nei servizi (soprattutto nel commercio).

La maggiore dimensione delle imprese estere rispetto alle nazionali è un dato che risalta anche dall'analisi di altri paesi europei: in Francia, ad esempio, per le prime la dimensione media è pari a 145 addetti, contro i 6 delle imprese nazionali.

In generale, il valore aggiunto realizzato dalle imprese di proprietà estera in Europa è più alto di quello delle imprese nazionali, come pure il fatturato. La differenza con i valori registrati dalle imprese nazionali, in linea con il caso italiano, è molto più pronunciata per le imprese che operano nel comparto manifatturiero che per quelle che operano nei servizi. La principale differenza con l'Italia riguarda la spesa per investimenti: in Europa nelle imprese controllate dall'estero, infatti, il valore degli investimenti (sia in termini assoluti, sia per addetto) non sempre è maggiore del corrispondente valore realizzato dalle imprese nazionali.

La previdenza integrativa nella “vecchia” Europa

S. Ambrosetti ☎ 06-4702.8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- Le tendenze demografiche in atto in Europa indicano un progressivo invecchiamento della popolazione e una percentuale di pensionati rispetto alla popolazione attiva che potrebbe raddoppiare in meno di cinquant’anni.
- Il rapporto tra pensione pubblica e ultimo reddito da lavoro è destinato a diminuire in tutti i paesi, di qui la necessità di sviluppare il segmento della previdenza complementare.
- Lo stock dei fondi pensione in Europa è concentrato per oltre l’80 per cento in tre paesi (Regno Unito, Olanda e Germania). Il peso degli altri paesi è molto ridotto: Francia e Spagna superano di poco il 2 per cento dello stock complessivo, mentre l’Italia detiene appena l’1,6 per cento.

In tutti i paesi sviluppati sono in corso processi di riforma o di ridefinizione dei sistemi di welfare, che, pur avendo come obiettivo il mantenimento di un elevato livello di protezione sociale, di fatto tendono in linea generale ad una riduzione della tutela previdenziale pubblica e all’affidamento di funzioni previdenziali integrative alla previdenza complementare, con affidamento della gestione, di norma, a soggetti privati.

Pur con soluzioni diverse, tutti i paesi dell’Unione Europea stanno convergendo verso un modello misto in cui, accanto alla componente di base, pubblica e gestita a ripartizione, assume un peso sempre maggiore la previdenza integrativa privata a capitalizzazione, in forma sia collettiva che individuale. Lo sviluppo della previdenza complementare viene visto come una condizione imprescindibile per attuare riforme che tendano a riequilibrare i sistemi pubblici a ripartizione, assicurando nel contempo un reddito adeguato ai cittadini nel periodo della quiescenza.

Le informazioni e le statistiche sullo stato della previdenza integrativa nei paesi dell’Unione europea hanno evidenziato una crescente diffusione negli ultimi anni, grazie anche al contributo delle numerose istituzioni europee, tuttavia descrivere e comparare i sistemi pensionistici dei diversi stati membri rimane un compito assai delicato e non privo di difficoltà. In particolare è possibile osservare come i vari sistemi pensionistici appaiono caratterizzati da diverse logiche di principio, di costruzione e di gestione che rendono talvolta poco significativo un confronto meramente quantitativo.

Paese	N. medio di figli per donna		Età media del ritiro dal lavoro	Stock pensioni integrative in% Pil
	1970	2000		
Austria	2,29	1,32	59,3	12,0
Belgio	2,25	1,65	58,5	14,7
Danimarca	1,95	1,76	60,9	80,0
Finlandia	1,83	1,73	60,5	8,9
Francia	2,47	1,89	58,8	6,6
Germania	2,03	1,34	60,7	16,3
Grecia	2,39	1,30	59,4	4,2
Irlanda	3,93	1,89	62,4	51,0
Italia	2,42	1,25	59,9	2,6
Lussemburgo	1,98	1,78	59,3	0,2
Olanda	2,57	1,72	62,2	166,0
Portogallo	2,83	1,54	62,9	11,9
Spagna	2,90	1,22	61,5	7,0
Svezia	1,92	1,54	63,2	56,6
Regno Unito	2,43	1,64	62,3	80,9
Media	2,38	1,53	60,8	29,2

Fonte: Eurostat yearbook 2002 (colonne 1-2), EFRP (colonna 4), Eurostat (colonna 4)

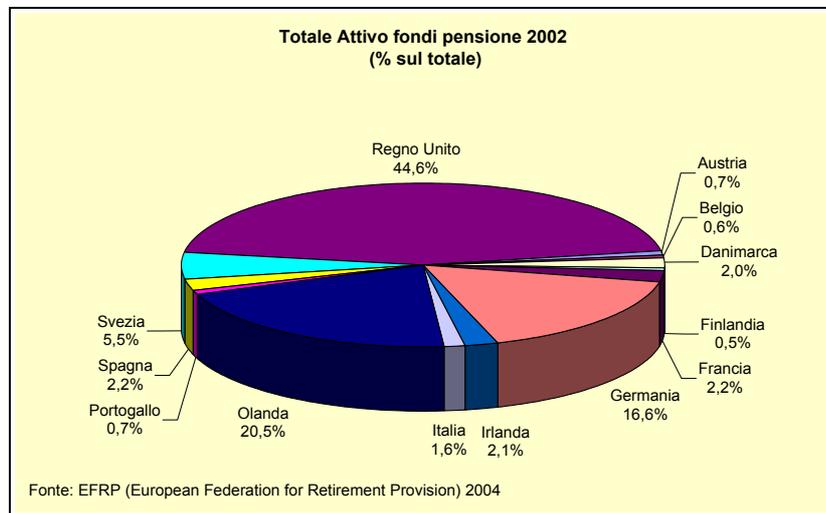
Resta comunque il fatto che i trend demografici e il peso crescente della spesa per pensioni mostrano una dinamica comune, seppure caratterizzata da intensità diverse nei vari paesi. Il primo punto di riflessione deriva dall’osservazione del marcato rallentamento del tasso di natalità e del costante aumento della speranza di vita. Tra il 1970 e il 2000 in Europa il numero medio di figli per donna è passato da 2,38 a 1,53. In Italia questa dinamica è stata ancora più accentuata: mentre nel 1970 il valore dell’indicatore era pari a 2,42 superiore,

seppure di poco, alla media europea, nel 2000 è sceso a 1,25 figli per donna, al di sotto della media europea.

Anche le aspettative di vita all'età di 65 anni continuano ad allungarsi. In Europa solo tra il 1991 e il 2002 tale aspettativa si è allungata in media di circa un anno e mezzo (da 14,8 anni a 16,3 per gli uomini e da 18,5 a 19,9 anni per le donne). In questa particolare graduatoria l'Italia supera di circa sei mesi la media europea.

L'effetto congiunto dell'allungamento della vita media e del calo delle nascite porta a un sistema caratterizzato da un numero crescente di pensionati e da una riduzione della popolazione in età lavorativa.

Osservando la piramide della popolazione europea si nota una forte concentrazione nella fascia di età compresa tra i 35 e i 55 anni: nei prossimi 10-15 anni una parte di essa cesserà l'attività lavorativa e percepirà la pensione, senza che ci sia un appropriato ricambio generazionale. L'indice di dipendenza degli anziani, che misura il rapporto tra il numero dei pensionati ultrasessantacinquenni e il numero delle persone in età lavorativa indica che mentre nel 2000 i pensionati ammontavano a circa il 25 per cento dei lavoratori nel 2050 si avvicineranno al 50%. Le dinamiche appena evidenziate risultano difficilmente sostenibili nel lungo periodo, di qui la necessità di riformare il sistema e di incentivare forme di risparmio aggiuntivo.



Se da un lato la necessità di un riequilibrio del sistema previdenziale risulta evidente già da tempo, dall'altro gli effetti delle scelte finora poste in essere non sembrano rispondere in modo adeguato alle esigenze presenti e prospettiche del "vecchio continente". A fronte di trend demografici piuttosto omogenei tra i paesi europei, permangono sensibili differenze sul grado di copertura offerto dalla previdenza integrativa. Gli ultimi dati disponibili a livello europeo (2002) mostrano come i piani pensionistici integrativi di Regno unito, Olanda e Germania insieme detengono oltre l'80 per cento del capitale totale per la UE-15, mentre paesi come la Spagna e la Francia superano appena il 2 per cento e l'Italia si ferma all'1,6 per cento.

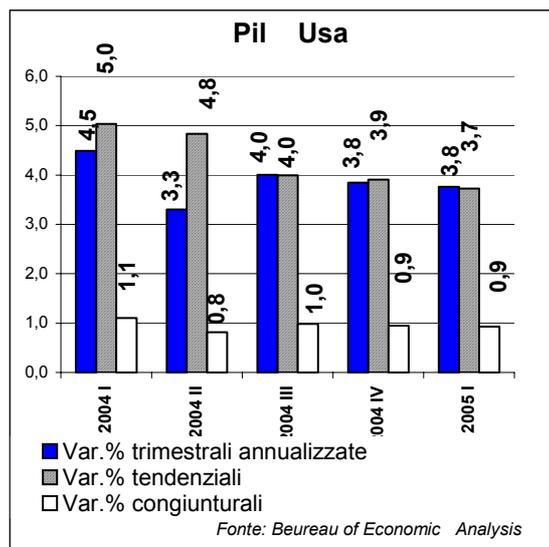
Rispetto ai dati 2002 in Italia lo stock dei fondi pensione è passato da 34,5 mld. di euro a 40,8 mld. di euro (a fine 2004). Nonostante la dinamica di sviluppo del settore, il valore assoluto rimane ancora contenuto, pari a circa il 3 per cento del pil e all'1,3 per cento delle attività finanziarie detenute dalle famiglie. Una scossa decisa al sistema è attesa all'inizio del prossimo anno, successivamente all'approvazione e all'entrata in vigore del decreto attuativo della previdenza complementare che darà ai lavoratori la facoltà di trasferire il Tfr maturando nei fondi pensioni. Il flusso annuale complessivo di Tfr è stimato in 14 mld. di euro circa e l'ammontare di esso che andrà ad alimentare i fondi pensioni dipenderà dalle scelte effettuate dai lavoratori che saranno chiamati a scegliere tra capitale (tfr) o rendita (fondi pensione), tra la rivalutazione offerta dal Tfr e la performance offerta da coloro che saranno chiamati a gestire questo ingente flusso di attività finanziarie.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **L'economia statunitense conferma un atterraggio morbido su ritmi di crescita sostenuti e la Fed dichiara di proseguire la manovra di graduale rialzo del saggio guida, ma potrebbe essere in prossimità di una fase di riflessione.**
- **La Bce rimane orientata alla stabilità della politica monetaria.**
- **L'economia del Regno Unito rallenta, ma l'inflazione è in aumento da marzo consigliando un periodo di stabilità del saggio guida.**
- **Luci e ombre per l'economia giapponese.**

L'economia Usa si conferma sostenuta in un contesto inflazionistico complessivamente sotto controllo, nonostante i corsi energetici rimangano su livelli persistentemente elevati. Nel I trimestre del 2005 il Pil Usa è stato rivisto al rialzo e ha confermato lo stesso ritmo di sviluppo di ottobre-dicembre 2004 al 3,8% trimestrale annualizzato, invece del 3,5% evidenziato dalla stima preliminare, grazie prevalentemente al miglioramento del contributo netto dall'estero che rimane negativo. Guardando alle variazioni tendenziali il Pil Usa conferma un moderato rallentamento tra il IV trimestre 2004 e il I del 2005 dal 3,9% al 3,7% che dovrebbe essersi accentuato nel II trimestre del 2005.



In giugno gli indici di fiducia del settore manifatturiero (Ism) e dei consumatori (indice dell'Università del Michigan) hanno messo a segno un miglioramento rispetto al mese precedente, anche se la media del II trimestre è inferiore a quella del I, a conferma di una probabile ulteriore decelerazione dell'economia su livelli di sviluppo ancora sostenuti.

La Riserva federale si è mossa secondo le attese aumentando il tasso di riferimento al 3,25% al Federal Open Market Committee di fine giugno. Il comunicato conferma l'intenzione di proseguire al rialzo dei tassi in modo graduale.

Il nostro scenario di base proietta un rallentamento del ritmo di espansione nell'arco dell'anno, guidato anche dall'intonazione meno espansiva delle politiche economiche, a fronte di pressioni inflazionistiche che pur inviando segnali di attenzione rimangono contenute. Di conseguenza, non escludiamo che dopo un aumento dei 25 centesimi al Fomc di agosto la Fed possa decidere una pausa di riflessione. Una guida utile per meglio valutare gli sviluppi della politica monetaria statunitense potrà essere desunta dal "Monetary Policy Report" che verrà presentato al Congresso il 20 luglio.

Il clima di fiducia in **Europa** rimane contrastato, con cenni di stabilizzazione in giugno. L'indice rilevato dalla Commissione europea, che era ininterrottamente in calo da gennaio, è

salito a 96,3 di giugno dal 96,1 del mese precedente, ma la media del II trimestre è in inferiore a quella del I. Il Pmi manifatturiero è aumentato in giugno a 49,9, pur rimanendo sotto la soglia di 50 che separa espansione e contrazione dell'attività economica, quello dei servizi è calato a 53,1; nella media del II trimestre il primo segnala un sensibile calo rispetto al gennaio-marzo, il Pmi dei servizi rimane stabile. Le indicazioni sembrano avvalorare l'ipotesi del proseguimento di una crescita estremamente moderata che potrebbe tradursi in una politica monetaria invariata per il resto del 2005.

Nel **Regno Unito**, il Pil del I trimestre (0,4% t/t e 2,1% a/a) è in netto rallentamento rispetto alla fine del 2004 ed anche inferiore alle stime preliminari a causa del doppio impatto di una domanda interna in rallentamento e di un'attenuazione del ritmo di espansione del commercio mondiale che ha frenato le esportazioni. In un mercato del lavoro caratterizzato da sostenuta occupazione, le pressioni salariali sono rimaste contenute. L'inflazione però è andata lentamente crescendo e da marzo la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo armonizzati è aumentata dall'1,6% all'1,9% confermato anche a maggio, contestualmente i prezzi delle case hanno inviato segnali di moderazione. Il quadro farebbe ipotizzare un periodo d'invarianza del saggio guida considerando che la politica fiscale rimarrà tendenzialmente lasca nel 2005-2006. Il mercato sta, invece, scontando crescenti attese di un allentamento monetario.

In **Giappone** la fiducia delle grandi imprese manifatturiere (Tankan) è risultata superiore alle attese nel II trimestre del 2005, ma vi è il timore che il miglioramento possa essere eroso in futuro dagli elevati corsi petroliferi. In maggio l'indice dei prezzi al consumo ha evidenziato il primo incremento tendenziale (0,2%) del 2005, mentre l'indice dei prezzi cui guarda la Banca centrale (Boj), che esclude gli alimentari freschi, non è aumentato. Sintomi di miglioramento sono evidenziati dal Pil del I trimestre 2005 che ha registrato uno degli incrementi congiunturali migliori negli ultimi dieci anni (1,2% t/t) grazie alla robusta spinta della domanda interna, anche se va sottolineato che il paese proveniva da tre trimestri di recessione-stagnazione. I miglioramenti della profittabilità delle imprese e del sistema finanziario farebbero supporre una crescita meno incerta nei prossimi mesi, ma la persistente deflazione e la delicata posizione dei conti pubblici agiscono da freni sulle prospettive di sviluppo. Boj ha recentemente assunto misure in deroga alla sua politica quantitativa estremamente lasca nella gestione della liquidità. La manovra viene interpretata come il preludio a una rivisitazione in senso più restrittivo di tale provvedimento, nonostante le smentite di Boj, e alimenta il timore che la banca centrale possa lasciare aumentare anche i tassi di interesse. Tuttavia, la debolezza della situazione congiunturale rende poco probabile questa seconda ipotesi.

	dati storici		04/07/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	109,4	105,3	111,4	108,0	105,0
dollaro-euro	1,214	1,318	1,190	1,230	1,260
yen-euro	132,8	138,9	132,6	132,8	132,3
sterlina-euro	0,664	0,693	0,676	0,680	0,690
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,50	3,03	3,55	3,63	3,90
euro	2,11	2,13	2,11	2,14	2,22
yen	0,05	0,05	0,06	0,06	0,08
sterlina	4,79	4,99	4,70	4,70	4,45
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,72	4,50	4,04	4,20	4,50
Germania	4,33	3,72	3,17	3,40	3,60
Giappone	1,74	1,41	1,23	1,50	1,70
Italia	4,54	3,84	3,39	3,60	3,80
Gran Bretagna	5,18	4,80	4,23	4,20	4,00

Previsioni sulla crescita economica

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO (variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

AREA EURO

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

ITALIA

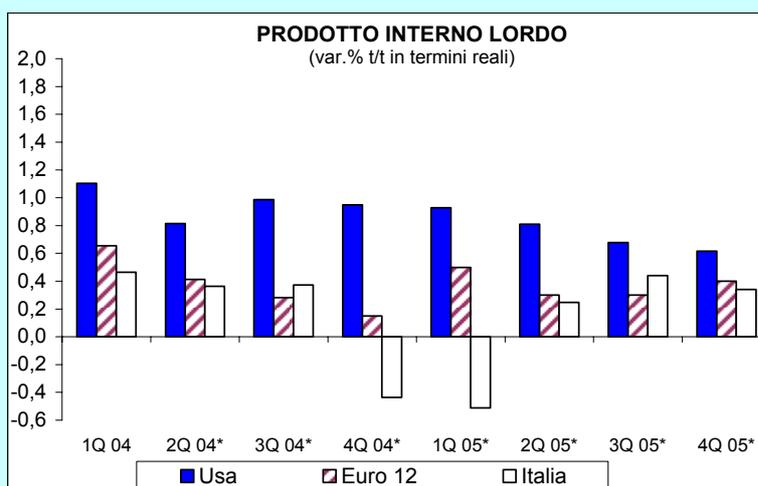
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	-0,5	0,2	0,4	0,3
var.% trim su trim annualizzato				1,9	1,5	1,5	-1,7	-2,0	1,0	1,8	1,4
var.% anno su anno	0,4	1,2**	0,0	0,7	1,2	1,2	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	0,5

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

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

* Previsioni

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



Le previsioni sui prezzi

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

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

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

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

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

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il calendario della settimana economica (dal 5 all'11/7/2005)

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

Giorno	Eventi
Mercoledì 6	Area Euro: intervento di Trichet a Parigi alla Conferenza Finanziaria Regno Unito: riunione di politica monetaria della Banca d'Inghilterra 📌 Inizia la riunione del G8 (6-8 luglio)
Giovedì 7	Area Euro: riunione BCE 📌 Stati Uniti: intervento del Ministro del Tesoro Snow agli investitori in Nebraska Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve
Venerdì 8	Stati Uniti: intervento di Hoenig della Federal Reserve
Lunedì 11	Stati Uniti: intervento di Lacker della Federal Reserve Area Euro: riunione Ecofin Giappone: riunione di politica monetaria della Banca del Giappone

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Unione Europea					
Martedì 5	Germania	Vendite al dettaglio 📌	maggio	-0,7% a/a	2,7% a/a
	Area Euro	PMI (servizi) 📌	giugno	60,5	61,2
Mercoledì 6		Vendite al dettaglio	maggio	-1,1% m/m; 0,8% a/a	1,1% m/m; 2,0% a/a
	Regno Unito	PMI (servizi)	giugno	55,1	55,8
Venerdì 8	Regno Unito	Produzione industriale	maggio	0,9% m/m; -1,9% a/a	-0,1% m/m; -2,4% a/a
		Produzione manifatturiera	maggio	0,9% m/m; -1,4% a/a	-0,2% m/m; -2,2% a/a
	Germania	Ordini all'industria 📌	maggio	-2,6% m/m	1,1% m/m
Venerdì 8	Germania	Bilancia commerciale	maggio	12,7 mld	13,5 mld
		Produzione industriale s.a.	maggio	1,3% m/m	-0,4% m/m
		Produzione ind. nsa-wda	maggio	2,1% a/a	1,0% a/a
Stati Uniti e Giappone					
Martedì 5	Stati Uniti	Indice ISM (non manifatt.) 📌	giugno	58,5	58,7
Mercoledì 6	Giappone	Indice anticipatore	maggio	31,8 %	40 %
Giovedì 7	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	2 luglio	310.000	320.000
Venerdì 8	Giappone	Consumi delle famiglie	maggio	-3% a/a	-2,4% a/a
		Ordinativi macchinari	maggio	-1% m/m; 2,5% a/a	-2% m/m; 2,0% a/a
	Stati Uniti	Nuovi lavoratori dipendenti 📌	giugno	78.000	192.000
		Tasso di disoccupazione	giugno	5,1%	5,1%
		Nuovi lavorat. sett. manif.	giugno	-7.000	-5.000
		Ore lavorate settimanali	giugno	33,8	33,8
		Scorte ingrosso	maggio	0,8% a/a	0,5% a/a
	Credito al consumo	maggio	1,3 mld \$	4 mld \$	