

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**2 marzo 2004**  
**n. 8 - 2004**

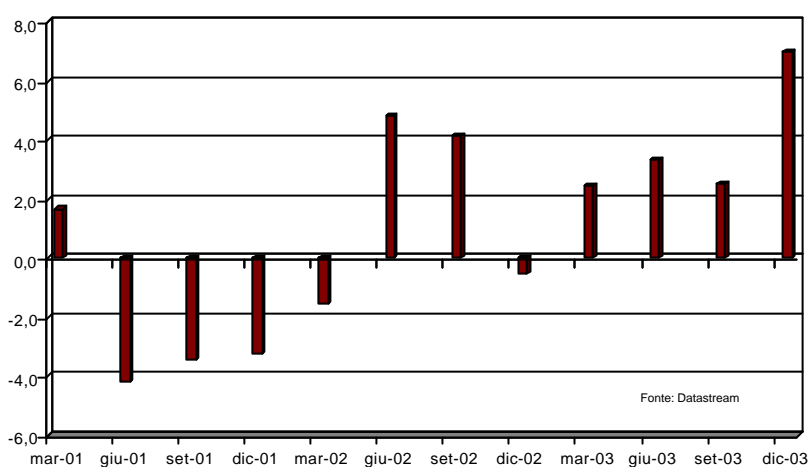
**Coordinamento:**  
**Giovanni Ajassa**  
*capo economista*  
☎ 06 4702 8414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

BANCA NAZIONALE DEL  
LAVORO

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

le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca

Giappone: Pil a prezzi costanti (var. % trimestrali annualizzate)

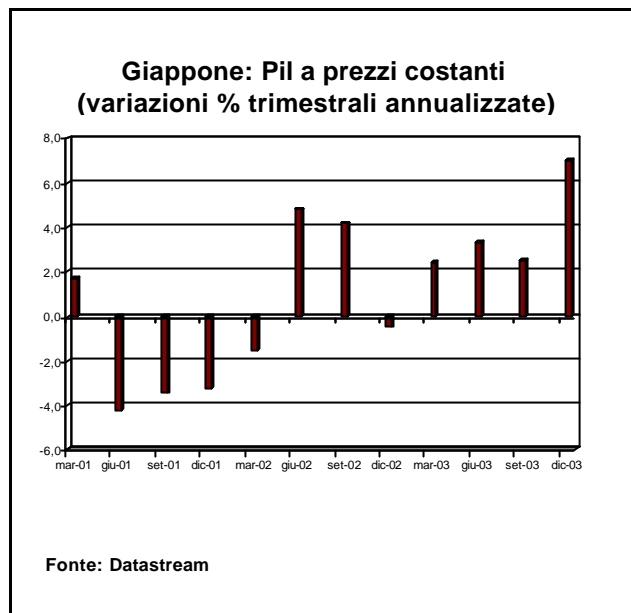


- ✓ Non c'è due senza tre. Per la terza volta negli ultimi dieci anni l'economia giapponese prova a rimettersi in cammino sul sentiero di una crescita durevole. Era già successo nel 1995 in occasione della stagione di forti investimenti per la ricostruzione dopo il sisma di Kobe e nel 1999 con il "boom" delle nuove tecnologie. La vivace ripresa intervenuta a cavallo tra 2003 e 2004 ha per il Giappone una matrice meno eccezionale: evidente è lo spunto indotto dalla domanda estera e, in primo luogo, degli acquisti di beni e servizi giapponesi proveniente dalla Cina. Ma per consolidarsi durevolmente, la ripresa del Sol levante avrà necessità di attivare un più forte contributo anche dal lato della domanda interna.
- ✓ Il Messico fa i conti con la nuova stagione della globalizzazione in cui anche il sistema delle "maquiladora" sente la pressione della concorrenza asiatica capace di produrre a costi più bassi e di attrarre afflussi crescenti di investimenti diretti dall'estero. Di fronte al nuovo scenario il Messico cerca di diversificare la propria offerta nella direzione dell'innovazione, puntando sui "parchi tecnologici" e sulla capacità di formare ingegneri di buona qualificazione.

## IL GIAPPONE CERCA LA RICETTA PER UNA CRESCITA DUREVOLE

S. Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – [stefano.ambrosetti@bnlmail.com](mailto:stefano.ambrosetti@bnlmail.com)

- I risultati brillanti, evidenziati da una forte crescita del Pil nell'ultimo trimestre del 2003, sembrano aprire le porte a scenari di ripresa per l'economia giapponese, trainata dall'export e da una buona dinamica della produzione industriale. Permangono comunque dei fattori di rischio.
- La domanda interna, pur mostrando segnali positivi, non ha raggiunto livelli tali da alimentare il circuito produttivo. Un eccessivo rafforzamento dello yen o un rallentamento della congiuntura internazionale potrebbero penalizzare la domanda estera che costituisce il volano della ripresa.
- Il processo di deflazione è stato attenuato nel 2003 da eventi *una-tantum*, ma permangono nel circuito economico alcuni squilibri di natura strutturale.



Il Giappone non ha deluso le aspettative e ha confermato in termini di crescita economica di essersi posizionato su un trend di ripresa. La variazione del Pil nel quarto trimestre 2003 ha fatto segnare un valore record (+1,7%) che non si registrava da tredici anni e che su base annualizzata equivale a un +7%. Nel complesso il 2003 si è chiuso con una crescita economica tendenziale del 2,6%. Una performance così positiva è stata resa possibile da una crescita della produzione industriale nel quarto trimestre del 3,6%, grazie soprattutto a una significativo incremento delle esportazioni verso la Cina. Questo processo è stato favorito sia dal positivo trend congiunturale cinese sia da un tasso di cambio favorevole con lo Yuan. Il mantenimento delle attuali dinamiche appare però legato da un lato alla tenuta della domanda cinese nel corso del 2004, dall'altro all'evoluzione del tasso di cambio yen/dollaro. L'apprezzamento dello yen ha infatti penalizzato in parte l'export verso gli Usa, ma questo effetto è stato più che compensato dalla forza della domanda cinese. Molti istituti di ricerca giapponesi considerano il livello attuale del cambio yen/dollaro (105-109 yen per dollaro) compatibile con obiettivi di crescita, tuttavia apprezzamenti eccessivi verso quota 90 yen per dollaro potrebbero creare seri ostacoli alla ripresa giapponese.

La banca centrale giapponese ha affermato di non essere intenzionata a modificare la politica dei tassi-zero, almeno fintanto che i prezzi al consumo non mostreranno per alcuni mesi di aver interrotto il loro processo di discesa. Occorreranno tuttavia almeno due anni di crescita economica superiore al 2,5% annuo per superare in modo più stabile il problema della deflazione.

Il recente allentamento della pressione deflazionistica è addebitabile infatti soprattutto a eventi *una-tantum* quali l'ondata di maltempo che ha comportato un rialzo dei prezzi degli alimentari freschi, la crescita del prezzo del petrolio, l'aumento delle tariffe mediche e del prezzo delle sigarette. Persistono fattori strutturali di squilibrio quali: a) le politiche di taglio dei prezzi di molte imprese che mirano al mantenimento delle quote di mercato; b) gli aggiustamenti nel livello dei prezzi relativi a seguito di una deregolamentazione nei processi di vendita al dettaglio e distribuzione dal lato dell'offerta; c) l'afflusso di beni a basso costo prodotti all'estero, specie in Cina, che fanno concorrenza alla produzione locale.

La domanda interna mostra segni di ripresa trainata dagli investimenti e da un recupero dei consumi che restano tuttavia ancora su livelli modesti. Permangono comunque delle ombre nel quadro economico giapponese: l'eccessivo indebitamento manterrà moderata la crescita degli investimenti fissi delle imprese, così come appare improbabile che sul fronte dell'occupazione e dei salari si possano registrare miglioramenti tali da sortire in tempi brevi effetti propulsivi sui consumi privati.

Dopo la crisi dei primi anni novanta, già due volte si erano scorti in Giappone segnali di ripresa: nel 1995 con la ricostruzione successiva al terremoto di Kobe e lo yen debole, e nel 1999 con l'esplosione del mercato tecnologico. Sia in un caso che nell'altro si trattò tuttavia di una ripresa contenuta e di breve durata. In questo caso la fase attuale dell'economia giapponese sembra mostrare segnali di ripresa più confortanti, anche se occorre ancora attendere per poter parlare dell'avvio di una nuova fase più durevole del ciclo economico.

Il pilastro della crescita nel 2003 è stato l'aumento della domanda estera, in particolare di automobili (Stati Uniti), e di prodotti elettronici (Cina e Unione europea), ma una dipendenza eccessiva dalla congiuntura di questi paesi potrebbe esporre il Giappone a rischi di ricadute. Occorrerà pertanto valutare attentamente le dinamiche relative al comportamento delle imprese e all'andamento della domanda interna per verificare la capacità del paese di mantenere l'attuale trend di crescita in modo da risolvere il problema deflazione e creare spazi di manovra per la politica monetaria.

## LA SFIDA TECNOLOGICA DEL MESSICO

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

- L'economia messicana vanta solidi fondamentali ma deve ora fare i conti con la concorrenza asiatica, che sta mettendo in crisi il sistema della *maquiladora*.
- Di fronte alla decelerazione degli investimenti diretti esteri, che negli ultimi mesi hanno preso la via della Cina, il Messico sta sperimentando la creazione dei parchi tecnologici, nuovi schemi di produzione innovativi, capaci di attrarre ancora flussi di capitali nel paese.

Dopo aver resistito all'effetto domino collegato alle crisi finanziarie che nel recente passato hanno colpito Argentina e Uruguay, il Messico sta ora facendo i conti con le difficoltà della situazione interna. L'indebolimento del peso registrato nel 2003 ha dato soltanto una boccata di ossigeno alla competitività dell'export messicano, messo a dura prova dal rallentamento dell'economia degli Stati Uniti e dalla crisi del sistema della *maquiladora*, l'industria del contoterzismo che sta

assistendo a un'emorragia di impianti e manodopera sotto la spinta della concorrenza asiatica. Le società Usa iniziano a trovare più conveniente andare a produrre in Cina, a costi fino a quattro volte inferiori rispetto al Messico. Le elezioni di luglio, che hanno portato per la prima volta all'opposizione dopo settanta anni il Partito istituzionale rivoluzionario (Pri), hanno creato una situazione di sostanziale equilibrio al Congresso. Il governo deve fare appello alla solidarietà dell'opposizione per portare avanti le riforme strutturali di cui il paese ha bisogno come quella sul fisco, sul mercato del lavoro e sulla liberalizzazione del settore dell'energia. Il rischio-paese continua a essere basso. Lo *spread* che misura il differenziale tra i rendimenti dei titoli messicani e quelli dei titoli di stato americani, anche se risalito leggermente dall'inizio del 2004, si mantiene intorno ai 220 punti base contro i circa 6000 dell'Argentina, i 500 del Brasile e gli 800 del Venezuela.

Dal lato macroeconomico, il 2003 si è chiuso con un incremento del Pil di circa l'1% dopo un biennio di quasi stagnazione. La debole crescita è da ascrivere soprattutto a una fiacca domanda interna e al maggior grado di *import penetration* delle manifatture cinesi sul mercato statunitense e messicano. Il rapporto deficit/Pil si è pressoché dimezzato rispetto al 2002, posizionandosi poco sopra il mezzo punto percentuale. Il miglioramento ha riflesso soprattutto le maggiori entrate derivanti dalle elevate quotazioni del petrolio. Sono intanto diminuite le *chances* per il Messico di finanziarsi con cospicui flussi di capitali esteri. Tra il 1998 e il 2002, gli investimenti diretti esteri erano affluiti in Messico a una media di 13 miliardi di dollari l'anno, con un picco di oltre 25 miliardi nel 2001. Gli investimenti esteri coprono comunque ancora circa i tre quarti del deficit delle partite correnti, che ammonta a poco più del 2% del Pil. Le esportazioni messicane segnalano un'economia diversificata, che dispone di valide alternative per resistere agli shocks: nel 2003, le vendite all'estero di beni industriali hanno rappresentato l'85% del totale, mentre il petrolio solo il 10%. Vent'anni fa, protagonisti dell'export erano le materie prime, con il petrolio che rappresentava il 63% e i prodotti industriali solo il 28%. La situazione finanziaria del paese resta favorevole, con un debito estero pari a circa il 32% del Pil e il servizio del debito che non supera il 18% del totale delle esportazioni. Le previsioni di crescita per il 2004 dell'economia messicana, che pur vanta solidi fondamentali, sono state riviste al ribasso, poco al di sopra del 2%. L'inflazione, che si era portata intorno al 4,5% nel 2003, potrebbe collocarsi al di sotto del 4% nell'anno in corso. Il deficit di parte corrente dovrebbe restare intorno al 2% del Pil. Il tasso di cambio potrebbe subire qualche fluttuazione nei prossimi mesi. Nonostante la difficile attuazione delle riforme, ci si attende che la disciplina fiscale e monetaria del paese possa continuare, sostenendo la stabilità macroeconomica.

L'industria messicana si avvale di un apparato logistico in grado di competere con le economie più avanzate. Tuttavia, di fronte alla decelerazione degli investimenti diretti esteri, che negli ultimi mesi hanno preso la via della Cina, il Messico ha dovuto trovare nuovi schemi di produzione innovativi capaci di attrarre i flussi di capitali esteri. Il basso costo della manodopera non è più un incentivo sufficiente per attirare l'interesse delle imprese nordamericane, europee ed asiatiche. Ecco allora l'idea di creare una strategia per la realizzazione di parchi industriali che permettano di sviluppare una pianta industriale ad alta tecnologia permanente. Le produzioni sono a più alto valore aggiunto rispetto all'output delle *maquiladoras* e la forza lavoro è meglio pagata e specializzata. Il Messico è diventato dopo l'India il paese che forma ingegneri tra i più qualificati al mondo. L'associazione di parchi industriali privati attualmente conta più di 50 gruppi imprenditoriali, che operano in 160 parchi presenti su tutto il territorio messicano. Le imprese partecipanti sono quasi duemila, e la forza lavoro qualificata supera le 800 mila unità. I parchi realizzati sinora includono il settore delle risorse naturali (gas), delle telecomunicazioni (fibre ottiche), della farmaceutica e dell'industria aerospaziale. Il governo messicano ha inoltre facilitato la creazione di zone franche che consentono l'agevolazione del traffico doganale e l'abbattimento dei costi del commercio intra-regionale. Il modello viene dai vicini Stati Uniti che nella sola provincia di El Paso, nel Texas, contano 14 siti. Al momento, le zone di questo tipo autorizzate in Messico sono 10, sei delle quali attive e ubicate alla frontiera con gli Usa e generano attualmente 5,7 miliardi di dollari l'anno.

### MESSICO

	2002	2003	2004
Popolazione	102,0		
Pil pro capite (in US\$)	6.800		
Pil (var. % annua)	0,7	1,0	2,2
Prezzi al consumo (var. % annua)	6,0	4,5	3,7
Cambio pesos/US\$ (media annua)	9,7	10,8	11,7
Debito estero (% del Pil)	26,0	26,5	26,7
Saldo partite correnti (% del Pil)	-2,2	-1,8	-2,0

fonte: IIF e ns. elaborazioni

## GERMANIA: LE PMI NEL “PAESE FABBRICA”

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

- La dimensione media delle imprese europee è di circa 6 dipendenti, pur considerando nel conto imprese molto grandi.
- Nei paesi con Pil pro capite più elevato la dimensione è generalmente maggiore: è il caso soprattutto della Germania, dove accanto alle grandi imprese operano circa 2,9 milioni di PMI (*Mittelstände*).
- Le PMI tedesche vivono una fase congiunturale difficile, iniziata alla metà degli anni '90, a causa soprattutto della forte dipendenza dalla domanda interna in difficoltà da ormai dieci anni.

La diffusa presenza di PMI è una caratteristica del tessuto produttivo di gran parte dei paesi europei. In una definizione allargata di Europa (a 19 paesi: Ue più Islanda, Liechtenstein, Norvegia e Svizzera) circa il 93% delle imprese possono essere definite micro, il 6% piccole, meno dell'1% medie e solo lo 0,2% grandi; complessivamente, inoltre, le PMI occupano circa due terzi dei lavoratori europei. Anche considerando imprese molto grandi come la Royal Shell, la Siemens o la Nokia, la dimensione media delle imprese europee si attesta su livelli molto bassi: circa 6 dipendenti, mentre il valore medio riferito alle sole PMI è di 4, con Grecia e Italia che presentano i valori medi più bassi (2 e 3 rispettivamente) e Irlanda, Lussemburgo, Austria e Paesi Bassi i più elevati (10). La dimensione media delle imprese nei vari paesi dipende da fattori storici, istituzionali e strutturali, ma appare condizionata anche dalla ricchezza: dove il Pil pro capite è più basso, ad esempio, come in Grecia o in Portogallo, la dimensione d'impresa è inferiore, mentre è maggiore in corrispondenza dei valori di Pil pro capite più alti (Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi). In Germania, la dimensione media d'impresa è di 8 addetti, tra le più alte d'Europa, ma anche qui il ruolo delle PMI è rilevante. La definizione di piccola e media impresa, in particolare, (*Mittelstand*) si

riferisce non solo a caratteristiche quantitative, ma anche qualitative, tanto che talvolta la traduzione di questo termine in “impresa medio-piccola” può risultare impropria. Dal punto di vista quantitativo, le PMI tedesche sono identificabili in base a criteri analoghi a quelli degli altri paesi europei basati sul numero di addetti e sulle soglie di fatturato, ma si caratterizzano anche per una marcata identificazione tra impresa e proprietario, e tra proprietà e responsabilità individuale, sia relativamente alla situazione economica e finanziaria, sia in relazione al successo o al fallimento dell'impresa sul mercato. Nelle *Mittelstände* esiste inoltre una forte relazione personale tra lavoratori e proprietari-datori di lavoro.

Secondo le stime più recenti (fine 2003), nel 2000 le PMI tedesche ammontavano a 2,89 milioni di unità (valore riferito alle sole imprese non finanziarie) e generavano il 43,4% del fatturato complessivo del paese. Tra gli elementi quantitativi per l'individuazione delle PMI, in Germania si dà molta rilevanza al grado di indipendenza economica dalle grandi imprese: la Commissione europea definisce una piccola impresa indipendente se la percentuale del suo capitale detenuto da un'altra impresa classificabile come “grande” è inferiore al 25%. Secondo i dati della Bundesbank, il 93,5% delle PMI tedesche risponderebbe a questo criterio.

La fase di stagnazione che sta caratterizzando l'economia tedesca dalla metà del 2000 ha avuto un impatto negativo soprattutto sulle imprese di piccola dimensione. La motivazione principale è che queste dipendono dall'andamento della domanda interna molto più delle grandi, le quali risultano in generale più diversificate e orientate all'export. Il tasso di esportazione, ossia la quota di fatturato proveniente dalle vendite all'estero, per le grandi imprese tedesche è pari al 23,7%, contro una percentuale compresa tra il 12,5% e il 19% nel caso delle medie e delle piccole. Tale percentuale risulta condizionata dal fatto che una porzione elevata di PMI opera nei settori delle costruzioni e del commercio al dettaglio, per i quali il valore esportato è praticamente nullo.

Nel triennio giugno 2000-giugno 2003 le esportazioni tedesche sono cresciute in volume dell'8% e, anche se nel primo semestre 2003 hanno registrato una flessione dell'1,5% rispetto al semestre precedente (a causa della debole domanda mondiale e dell'apprezzamento dell'euro), a beneficiarne sono state principalmente le grandi imprese. Per contro, le PMI si confrontano con una domanda interna debole da dieci anni; e a ciò va aggiunto che il settore delle costruzioni (costituito in larga misura da imprese medio-piccole) fronteggia una grave crisi dalla metà degli anni Novanta.

In Germania le PMI hanno una rilevanza fondamentale soprattutto come *start up*: dal 1996 al 2000 il numero di nuove imprese registrate (al netto di cambi di forma legale, vendite, e così via) è stato pari a circa 500.000 unità l'anno, la maggior parte delle quali di piccola dimensione; negli ultimi tre anni, tuttavia, il fenomeno ha subito un forte ridimensionamento, sia per il venir meno delle imprese legate alla *new economy*, sia per il generale rallentamento dell'economia. La forte presenza delle piccole imprese tra le più giovani è uno dei motivi alla base dei maggiori fallimenti che si registrano in questa categoria dimensionale: nel corso del 2002, ad esempio, delle 29.000 imprese dichiarate insolventi circa il 60% era stata costituita da meno di otto anni; solo l'1% di queste imprese impiegava oltre 100 addetti e solo il 15% ne impiegava oltre 10.

Nelle PMI tedesche, il meccanismo di finanziamento appare ancora oggi sbilanciato verso il debito bancario (sia a breve sia a medio-lungo termine), che rappresenta una voce rilevante e in crescita del totale delle passività: dal 1994 al 2001 la percentuale di debiti bancari sulle passività totali è passata dal 34,5% al 37%, contro un valore pari al 9% circa delle grandi imprese. Il ricorso all'indebitamento bancario non rappresenta un fenomeno tipico del periodo di crisi che attanaglia da tempo queste imprese: in generale, infatti, i piccoli proprietari tedeschi appaiono piuttosto restii a forme di partecipazione esterna al capitale dell'impresa, soprattutto per la paura di perdere il proprio potere decisionale.

Dimensione e produttività delle imprese nella Ue 19\*

	Dim. Media (occupati)	Produttività relativa del lavoro (v.a. per occupato in % della media del paese)	
		PMI	Grandi
Austria	10	78	142
Belgio	6	94	114
Danimarca	9	85	132
Finlandia	6	75	136
Francia	7	68	164
Germania	8	101	99
Grecia	2	96	129
Irlanda	10	47	220
Italia	3	89	146
Lussemburgo	10	103	93
Paesi Bassi	10	90	117
Portogallo	5	85	157
Spagna	5	70	218
Svezia	8	84	126
Regno Unito	6	69	138
UE	6	78	143
Islanda	4	23	186
Liechtenstein	6	89	133
Norvegia	6	73	164
Svizzera	8	72	157
Ue 19	6	78	144

\* Ue più Islanda, Liechtenstein, Norvegia e Svizzera

Fonte: Commissione europea

## UNGHERIA ALLE PRESE CON I DEFICIT GEMELLI

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

- **Deficit gemelli, pubblico e di parte corrente, oltre al 5% del Pil hanno indotto un deprezzamento del fiorino e un sensibile aumento dei tassi a breve e lungo termine.**
- **La strategia di contenimento del deficit pubblico in vista dell'adozione dell'euro nel 2008 potrebbe favorire il calo dei tassi e la stabilizzazione del fiorino, sempre che le elezioni del 2006 non distruggano il governo dai suoi obiettivi.**

Dopo il collasso dell'URSS nel 1991, l'Ungheria ha saldato i legami politici ed economici con l'Europa occidentale ed è entrata a far parte della NATO nel 1999, a maggio 2004 entrerà nella Ue. Tra i partner commerciali più stretti figurano la Germania, l'Austria, l'Italia e l'Olanda. La Russia fornisce energia all'Ungheria. Tra i settori magiari di maggior rilievo vi sono apparecchi elettrici di precisione, parti di autoveicoli e motori, costruzioni e telecomunicazioni.

Le elezioni parlamentari dell'aprile 2002 hanno dato vita a un esecutivo di ispirazione socialista, che segue un quadriennio di governo del centro-destra. Tra gli obiettivi prioritari dell'esecutivo vi è la sostituzione dell'euro al fiorino programmata per il 2008. Il nuovo ministro delle finanze Tibor Draskovics, che ha sostituito in febbraio il dimissionario Csaba Laszlo, non ha escluso però un riesame dei tempi di adesione all'Unione monetaria (Uem) per le difficoltà di bilancio.

Nel 2001-2003 l'Ungheria non è sfuggita al rallentamento globale che ha indotto una decelerazione del Pil sotto il 3% (l'incremento tendenziale dei primi tre trimestri del 2003 si è attestato al 2,7%) un calo dell'export magiaro e un deterioramento del disavanzo di parte corrente, aumentato al 3,8% del Pil nel 2002 e a quasi il 7% nel 2003.

Questo si è sommato a un deficit pubblico elevato, per quanto in discesa dal 9,4% del Pil nel 2002 verso il 5,6% stimato per il 2003, che comunque eccede l'obiettivo indicato nel 4,5%.

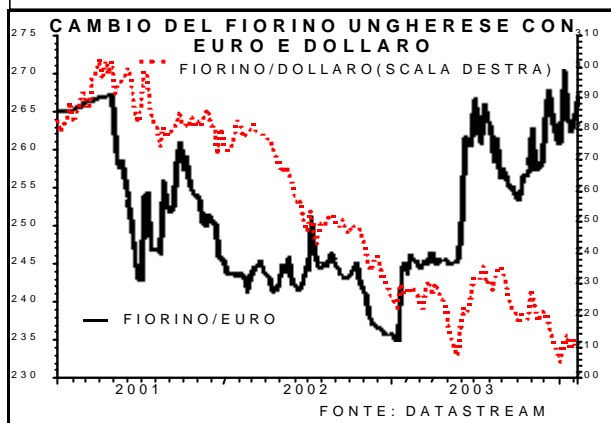
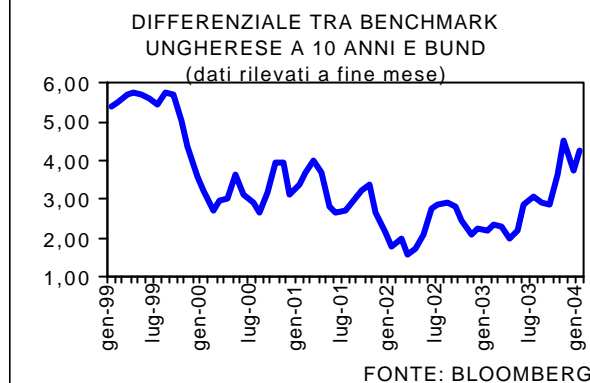
L'ingresso nella Uem nel 2008 implica il rispetto dei parametri di Maastricht entro il 2006. Tra gli obiettivi prioritari vi è la riduzione del deficit/Pil al 3,8% nel 2004, ammesso che il Pil cresca del 3,5% e l'inflazione oscilli intorno al 6% come ipotizzato dalla Legge Finanziaria per il 2004. Se centrato, l'obiettivo del 2004 aprirebbe la strada per ridurre il disavanzo pubblico verso o sotto il 3% nel 2006. L'aggiustamento fiscale del 2004 verrà realizzato principalmente aumentando le imposte indirette, che dovranno più che compensare il taglio delle aliquote societarie dal 18% al 16% e di quelle personali dal 40%, 30% e 18% al 38%, 26% e 10%.

Le difficoltà di coordinamento tra governo e Banca Centrale Ungherese (BCU) hanno danneggiato la credibilità della politica

economica ungherese nel 2003, determinando pesanti vendite sia dei titoli di Stato che del fiorino sfociate in una svalutazione contro l'euro nei mesi estivi. In quell'occasione la BCU ha stimato un tasso di cambio fiorino/euro compreso tra 250-260 come ottimale per contenere l'inflazione nel target desiderato, senza però riuscire a limitarne la volatilità che ha riguardato anche il cambio fiorino/dollaro. Il fiorino si è deprezzato del 6% circa sul dollaro tra maggio e settembre e ha poi in parte recuperato terreno avvantaggiandosi della debolezza intrinseca della divisa statunitense. La BCU è inoltre ricorsa a due aumenti del saggio guida del 3% in giugno e di un altro 3% in novembre fino al 12,5%, che è il tasso di riferimento più elevato della Ue a 25 membri. La stretta monetaria è stata finalizzata a contrastare future tensioni inflazionistiche derivanti dall'aumento dell'imposizione indiretta nel 2004 e dalla liberalizzazione dei prezzi energetici. Intanto, il premio a rischio pagato dai titoli di Stato ungheresi sul Bund tedesco è aumentato, con relativa apertura del differenziale sulla durata decennale fino ai livelli del 2001 (vedi grafico). La BCU è anche intervenuta in acquisto di bond governativi in fiorini allo scopo di contrastare l'aumento dei rendimenti e di rafforzare la divisa nazionale sull'euro. Tuttavia, il fiorino è sembrato prevalentemente sensibile alla politica di bilancio: è parso stabilizzarsi temporaneamente dopo che il governo ha annunciato la manovra per contenere il deficit pubblico del 2004, è stato penalizzato dalla sostituzione al vertice del ministero delle finanze di Csaba Lazlo con Tibor Draskovics, per stabilizzarsi nuovamente sulla scia della conferma di una politica di bilancio rigorosa. Di conseguenza, cambio e rendimenti dei bond rischiano di rimanere volatili fin quando i dati non dimostreranno un ulteriore calo del deficit pubblico nel 2004. Intanto, il deprezzamento del fiorino dovrebbe favorire le esportazioni, una nuova accelerazione della crescita economica sostenuta anche dagli investimenti infrastrutturali decisi dal governo, e la riduzione del deficit di parte corrente. Il progressivo calo dei disavanzi interno e nei conti con l'estero dovrebbe favorire un recupero di fiducia, acquisti di bond e un apprezzamento del fiorino rimettendo in moto un circolo virtuoso in genere derivante dal processo di convergenza. Tra i fattori di rischio in grado di interromperlo vi sono le elezioni parlamentari di maggio 2006 e quelle municipali di ottobre 2006 che potrebbero distrarre il governo dagli obiettivi prioritari.

Ungheria	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	9,9		
Pil pro capite (in \$ Usa)	13.936		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,5	2,8	3,3
Prezzi al consumo (var. % annua)	5,3	4,7	6,6
Cambio contro \$ Usa (media annua)	257,7	224,2	218,0
Deficit di bilancio (in % del Pil)	-9,4	-5,6	-4,7
Debito estero (in % del Pil)	63,1	61,3	59,5
<b>Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)</b>	<b>Moody's A1</b>	<b>S&amp;P A-</b>	<b>FITCH A-</b>
<b>Rating Eca</b>	<b>Classe 2</b>		

Fonte: Ocse, IIF, EIU, Commissione europea e nostre elaborazioni su dati Datastream & Bloomberg (\*) Previsioni





## GLI ITALIANI RIPRENDONO LA VALIGIA (E ANCHE IL TROLLEY)

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

- La congiuntura è ancora incerta ma per l'industria turistica arrivano i primi segnali di ripresa. Sono già quasi 19 milioni, il 30% in più rispetto al 2003, gli italiani che hanno manifestato l'intenzione di viaggiare per diporto entro il prossimo aprile.
- Pur restando l'Italia la principale meta di viaggio, gli italiani continuano a manifestare una forte attrazione per l'estero, anche se il clima di incertezza ha ridisegnato la mappa delle destinazioni preferite.
- Si consolida la tendenza alla pluralità delle vacanze brevi in luogo della lunga villeggiatura estiva: nella seconda metà del 2003, il 13% circa dei turisti italiani ha effettuato più di due vacanze.

Si chiude un altro anno deludente per il turismo italiano e internazionale ma il 2004 si apre sotto migliori auspici. Sono già quasi 19 milioni, il 30% in più rispetto al 2003, gli italiani che hanno manifestato l'intenzione di viaggiare per diporto entro il prossimo aprile. Gli operatori del settore segnalano anche un ritorno di interesse degli stranieri. Americani e giapponesi mostrano un sensibile risveglio di interesse per il Bel Paese, soprattutto i primi, favoriti dalle offerte di pacchetti di viaggio estremamente competitivi grazie alla debolezza del dollaro sull'euro. Anche dalla Germania, che rappresenta il 40% degli arrivi esteri, giungono segnali positivi: le prenotazioni registrate dai tour operator segnalano che già in questi primi mesi del 2004 più di 8 milioni di tedeschi intendono trascorrere una vacanza in Italia, grazie anche a un rinnovato interesse per le città d'arte e per la montagna.

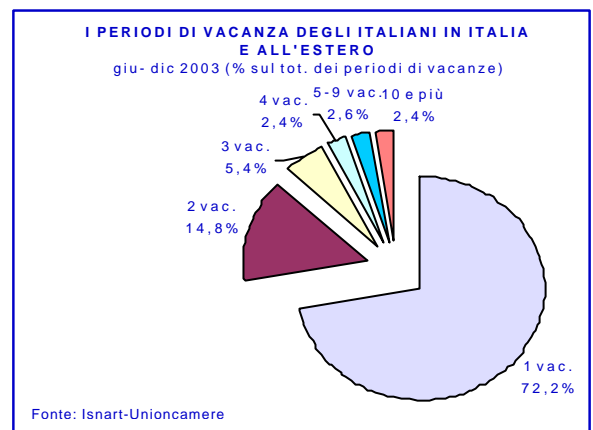
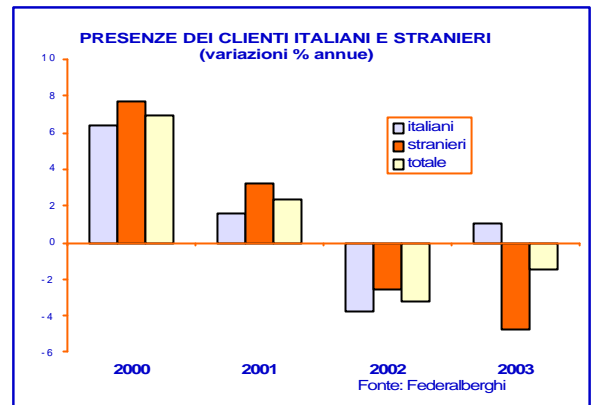
Queste indicazioni positive rappresentano una "boccata di ossigeno" per un settore che, dall'11 settembre 2001, non ha mai conosciuto una vera ripresa continuamente frenato, oltre che dai timori di attacchi terroristici, da un susseguirsi di eventi sfavorevoli come il conflitto in Iraq e la Sars, il tutto inserito in un quadro di perdurante debolezza economica. Eppure, in mezzo a tante difficoltà, l'industria turistica mondiale ha mostrato una straordinaria vitalità che trova spiegazione in quella incoercibile voglia di viaggiare che caratterizza i consumatori della società post-industriale. A livello mondiale, tra il 2001 e il 2003, il numero degli arrivi di turisti internazionali è infatti aumentato di 7 milioni di persone equivalente a un incremento dell'1% rispetto all'anno "d'oro" del 2000. Quanto ai risultati del 2003, gli arrivi a livello mondiale sono diminuiti dell'1,2% su base annua. Tra le aree più penalizzate, quella asiatica, con 12 milioni di arrivi in meno (-9,6%) frenati dagli effetti della Sars, e quella nordamericana (-5%) per gli ovvi timori legati al terrorismo. In Europa il movimento turistico è apparso stagnante, mentre sono risultate in controtendenza le regioni dell'America Centrale e Meridionale dove la ripresa dell'economia argentina e di quella brasiliana hanno sostenuto i viaggi intra-regionali.

Per l'industria turistica italiana, il 2003 può definirsi un anno dall'andamento contrastante. Dopo il successo della stagione invernale (settimane bianche) e dei ponti primaverili, il movimento turistico ha registrato una forte stasi nel periodo pre-estivo con un recupero soltanto in agosto. E' seguita una sostanziale stabilità con una discreta ripresa soltanto verso la fine dell'anno, con le vacanze natalizie. L'andamento ha rispecchiato pienamente l'evoluzione del quadro politico-economico internazionale: vivace prima dell'attacco all'Iraq, stagnante durante il periodo bellico, in ripresa dopo la fine del conflitto. Il movimento alberghiero dello scorso anno ha registrato una flessione dell'1,5% (3.400.000 presenze in meno rispetto al 2002), dovuta al calo degli arrivi dall'estero, diminuiti del 4,8% a fronte di una domanda da parte degli italiani aumentata dell'1%. Sono stati soprattutto gli alberghi situati nelle città d'arte (-4,8%), nelle località montane (-4,3%) e nelle città d'affari (-3,4%) a subire il contraccolpo di questa situazione, mentre al mare l'incremento è stato dell'1,7%.

Il clima di instabilità ha modificato la mappa delle destinazioni di viaggio preferite dai nostri connazionali: sono risultate in calo le preferenze accordate alle località americane, africane e medio-orientali, mentre sono apparse in crescita le mete abituali come Spagna, Francia e alcune capitali europee (Praga, Londra, Vienna e Budapest). Grande successo hanno riscosso Cuba, con un incremento intorno al 20%, il Messico (+25%), Mauritius, le Seychelles (+20%) e il Mar Rosso, dove ogni anno viene stabilito un nuovo record di presenze di italiani. Fra le mete emergenti si segnalano la Croazia e la Slovenia, favorite dal potenziamento dei servizi di trasporto via mare e dai prezzi più contenuti rispetto alle destinazioni dell'area euro. All'estero, inoltre, gli italiani manifestano un interesse per il "prodotto culturale" maggiore di quello evidenziato in patria tanto che il turismo culturale nei paesi stranieri costituisce il 40% contro il 18% in Italia.

La destinazione preferita degli italiani resta tuttavia l'Italia. Lo scorso anno, oltre il 79% dei connazionali ha trascorso le vacanze in territorio nazionale e dei 56 miliardi di euro spesi per le vacanze, il 63% circa è rimasto "in casa". Toscana ed Emilia Romagna sono state le regioni che hanno raccolto il maggior numero di vacanzieri italiani e la più alta spesa turistica.

Nel 2003 si è anche confermata la tendenza, in atto da almeno un decennio, a un nuovo modo di concepire le vacanze, secondo una tendenza che privilegia i soggiorni brevi (37% del totale) accorciando la lunga villeggiatura estiva e frammentando in numerosi week-end la seconda vacanza lunga. La numerosità delle vacanze brevi si distribuisce nell'arco di tutto l'anno mentre le vacanze lunghe occupano la seconda metà, sottolineando la rilevanza della stagione estiva che resta ancora il periodo di punta della stagionalità turistica. Nella seconda metà del 2003, il 72% dei vacanzieri ha svolto un solo periodo di vacanza, il 15% ne ha effettuati due, il 5,4% ne ha fatti tre. Tra i "plurivacanzieri" il 2,6% si è concesso da 5 a 9 periodi e il 2,4% oltre dieci. Nel complesso, il 13% circa dei turisti italiani ha effettuato più di due soggiorni, confermando come in Italia gli appuntamenti per le vacanze siano una ricorrenza sempre più frequente.



## TORO IN STALLO

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

Gli operatori attendono una frenata da parte degli indici, normale conseguenza di una crescita ininterrotta, e impostano quindi strategie a cortissimo raggio, anche giornaliera, concentrate su temi speculativi, che creano discontinuità nei volumi sottostanti e disorientano invece gli investitori più sistematici da lungo periodo. Questi ultimi, di fronte all'aumento della pressione speculativa reagiscono con manovre sempre più attendiste, mantenendo alto il livello di liquidità in attesa di una correzione selettiva e salutare, che scremi le occasioni d'acquisto dalle mere scommesse. A margine, con poche posizioni aperte, in compagnia dei grandi investitori troviamo gli *short-seller*, messi in difficoltà dalla tenuta del mercato Toro, che rende comunque rischioso lavorarci contro.

Con poche prospettive di *shock* esogeni ravvivanti, e in assenza degli attori principali, la volatilità crolla (cfr. secondo grafico) e il gioco rimane in mano ai cosiddetti *betting trader*, speculatori e gestori attivi del rischio. L'attività si concentra allora sui titoli più reattivi (a maggior *beta*) che possono vantare spazi di crescita ancora disponibili, a differenza della saturazione rialzista dei titoli ciclici.

Ora che i multipli e gli indicatori di breve risultano eccessivamente "tirati", in soccorso del Toro viene a mancare la dovuta rotazione, che resta appena accennata più come rifugio verso energetici e difensivi.

Il mercato disattende le aspettative di ribasso, ma non per questo resta immune dal deterioramento del *sentiment*.

Il flusso di vendite sui mercati obbligazionari non va a compensare il serbatoio azionario direttamente, ma si travasa piuttosto in posizioni ad alto tasso di liquidità, come fondi monetari e conti di deposito.

Prima di dirigersi verso i listini, infatti, le risorse finanziarie vengono filtrate da un elevato premio al rischio.

Il susseguirsi dei rialzi (dal marzo 2003) riduce progressivamente il ventaglio di opportunità, alimentando le aspettative di correzione e stressando la struttura dei multipli.

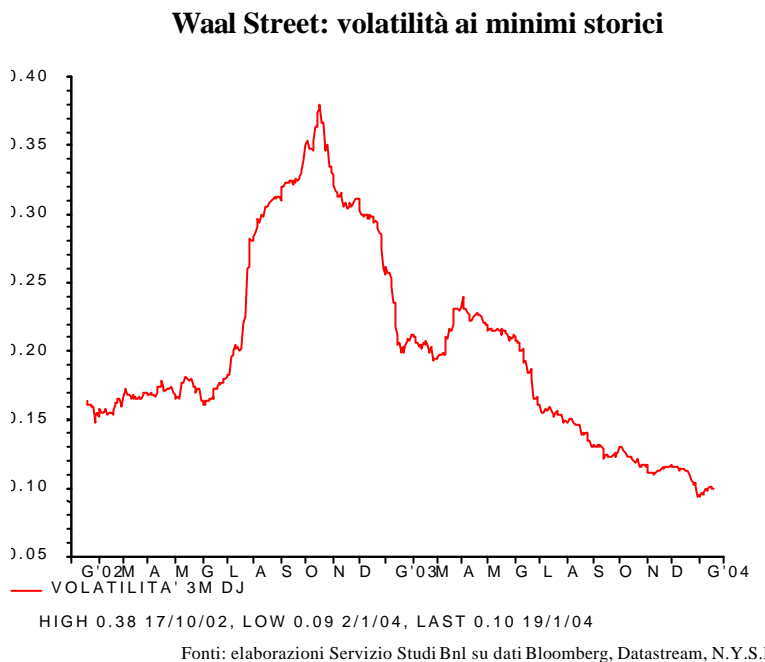
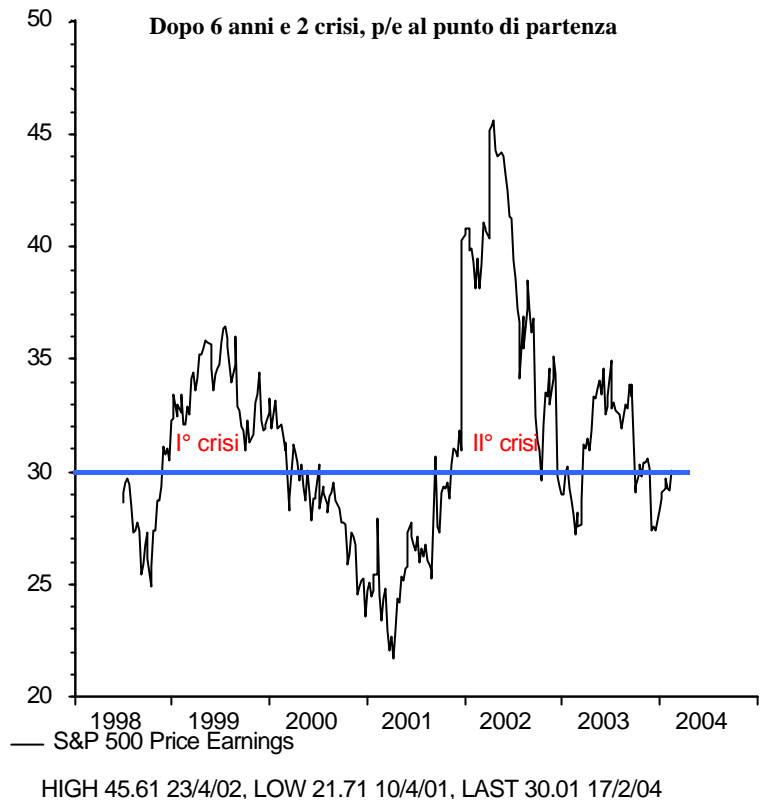
Cresce l'appetibilità marginale dei titoli ad alto *beta* fino alla saturazione degli spazi rialzisti.

Prosegue il disagio dell'Europa che mantiene allargata la forbice delle *performance* rispetto alla locomotiva borsistica Usa, soprattutto in vista delle elezioni presidenziali e dello scontato driver a fini elettorali.

L'analisi dei volumi comparata denota chiaramente il maggior interesse degli investitori per l'area statunitense, anche per la diversa forza del ciclo e del differenziale di crescita positivo che catalizza gli investimenti verso attività denominate in dollari.

Sul fronte domestico, malgrado la tonicità del *trend*, la tensione ininterrotta per i possibili scandali e l'imprevedibilità degli sviluppi accorciano la visibilità temporale dei rialzi rendendo il terreno alquanto scivoloso per il Toro.

In seguito, per la positiva pressione macroeconomica fondamentale, una volta riassorbiti gli eccessi di breve e caricati gli indicatori rialzisti (oscillatori e momentum), gli indici potranno riprendere il *trend* disciolto.

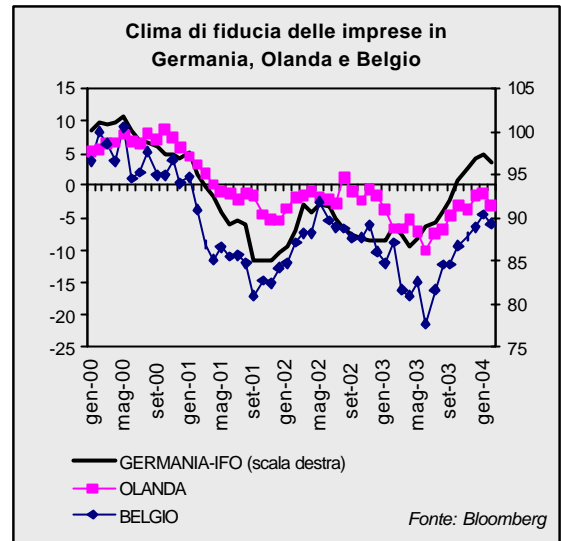


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- In Europa la brillante *performance* del Pil spagnolo del IV trimestre si è contrapposta al peggioramento degli indici di fiducia delle imprese relativi ai più importanti paesi dell'area dell'euro.
- La Spagna cresce a ritmi decisamente superiori a quelli dell'area di riferimento ormai dal 1996 e nel 2003 non si è smentita con un incremento del Pil in media d'anno salito al 2,4% in accelerazione, seppure contenuta, rispetto al 2% del 2002. Nel IV trimestre il prodotto è aumentato dello 0,7% t/t e del 2,7% a/a, ma quel che più conta è che tutte le componenti della domanda interna si sono sincronizzate in modo da sostenere lo sviluppo. Guardando alle variazioni congiunturali si nota che sono i consumi il segmento più dinamico, trainati dalla creazione di ben 485.000 nuovi posti di lavoro nel 2003. Gli investimenti hanno mantenuto il loro sostegno al ciclo, anche se il loro ritmo di sviluppo è leggermente rallentato rispetto al III trimestre. Forte di una tonica domanda interna, la Spagna può non preoccuparsi troppo per il negativo contributo netto dall'estero indotto da una crescita più vivace dell'import rispetto all'export. Va comunque notato che le condizioni monetarie sono particolarmente favorevoli per questo paese che può contare su tassi reali negativi, dato che i rendimenti monetari vicini al 2% si confrontano con un'inflazione al 3% nella media del 2003.
- In Gran Bretagna il Pil del IV trimestre è stato rivisto al rialzo rispetto alla stima preliminare: pur rimanendo inalterata la variazione congiunturale allo 0,9% t/t, è risultata in aumento la variazione tendenziale dal 2,5% a/a al 2,8% a/a e dal 2,1% al 2,3% per l'intero 2003. La domanda interna e in particolare i consumi hanno spinto la crescita britannica. I punti di maggiore vulnerabilità per l'economia rimangono l'elevata dinamica dei valori del mercato immobiliare e il crescente debito accumulato dai consumatori.
- Segnali non incoraggianti sono emersi dal peggioramento del clima di fiducia rilevato in febbraio presso le aziende di Germania, Italia, Olanda e Belgio. La fiducia dei consumatori è leggermente migliorata in febbraio in Belgio e in Olanda, mentre in Italia si registra un cedimento. Questi segnali si sommano alla debole *performance* del Pil del 2003 e gettano perplessità sul vigore della ripresa attesa per l'anno in corso. Se si guarda però agli ordini all'industria nell'ultimo trimestre del 2003 è possibile sperare in un proseguimento della fase di recupero produttivo. Infatti, gli ordini a livello europeo hanno registrato un incremento tendenziale del 4,8% nel IV trimestre, quelli tedeschi del 3,7% tra ottobre-dicembre 2003, trainati dalla componente estera che è cresciuta del 5,4% nello stesso periodo con un probabile impatto propulsivo sulla produzione che dovrebbe estendersi ai primi mesi del 2004. Per l'Italia un miglioramento degli ordinativi si è registrato in dicembre.
- Negli Usa, l'indice di fiducia dei consumatori del Conference Board è calato in febbraio, dando lo stesso segnale che aveva fornito l'indice provvisorio dell'Università del Michigan. La scarsa creazione di posti di lavoro ha appesantito il morale delle famiglie, che però nei prossimi mesi potrebbe essere tonificato da nuovi rimborsi fiscali. I tassi impliciti nei *future* sui Federal Funds hanno spostato verso fine anno l'attesa di una stretta monetaria, complici le dichiarazioni dei membri della Fed inclini ad evidenziare la possibilità di rimanere pazienti a lungo prima di rialzare i tassi.
- I commenti preoccupati sul vigore della ripresa espressi dalle autorità europee hanno avuto l'effetto di indebolire l'euro che è passato anche sotto quota 1,25 contro dollaro. Improvvisi strappi al ribasso hanno caratterizzato le oscillazioni dall'euro a partire da venerdì 13 febbraio, movimenti improvvisi che farebbero pensare a interventi di una Banca centrale mai confermati dalla Bce. Boj invece non ha mai nascosto le continue operazioni finalizzate a frenare l'apprezzamento dello yen che le hanno consentito di riportarlo contro dollaro fino a 109 durante la scorsa settimana nonostante la vigorosa crescita del Pil nel VI trimestre 2003 e nella media dello scorso anno.



	dati storici		01/03/2004	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	118,72	106,45	109,56	103,0	102,0
dollaro-euro	1,081	1,261	1,263	1,29	1,24
yen-euro	128,3	134,3	136,3	132,9	126,5
sterlina-euro	0,683	0,693	0,667	0,679	0,695
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,29	1,13	1,11	1,20	2,00
euro	2,53	2,09	2,05	2,15	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,07	0,10
sterlina	3,66	4,06	4,19	4,50	4,90
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,80	4,13	4,05	4,40	4,60
Germania	4,02	4,19	4,08	4,25	4,50
Giappone	0,72	1,33	1,21	1,40	1,55
Italia	4,20	4,32	4,31	4,38	4,63
Gran Bretagna	4,27	4,78	4,79	4,85	5,03



## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,8	2,0	1,0	0,8	1,1	1,1	0,8
var.% trim su trim annualizzato				2,0	3,1	8,2	4,0	3,2	4,6	4,5	3,3
var.% anno su anno	2,2	3,1	4,4	2,1	2,4	3,6	4,3	4,6	5,0	4,1	3,9

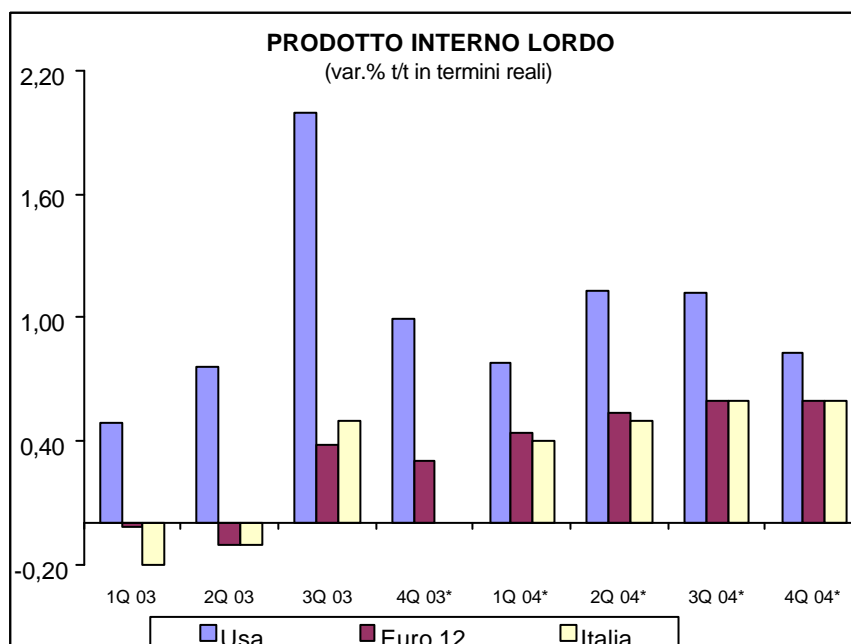
#### AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,1	-0,4	1,5	1,2	1,8	2,2	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,9	0,4	1,7	0,7	0,1	0,3	0,6	1,0	1,7	1,9	2,2

#### ITALIA

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,0	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,0	1,6	2,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,4	0,3	1,5	0,6	0,2	0,4	0,1	0,5	1,2	1,8	2,4

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.071
Italia	1.254



## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
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	114,2	114,9	115,1	115	115,1	115	115,1	115,5	115,7	115,7	116	115,1
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
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	0,6	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
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	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,9	104,1	102,6
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	105,8	107,0	107,7	107,9	107,9	107,8	107,5	108,3	108,6	108,9	108,9	107,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
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	-0,3	1,1	0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
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	2,8
2004	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1

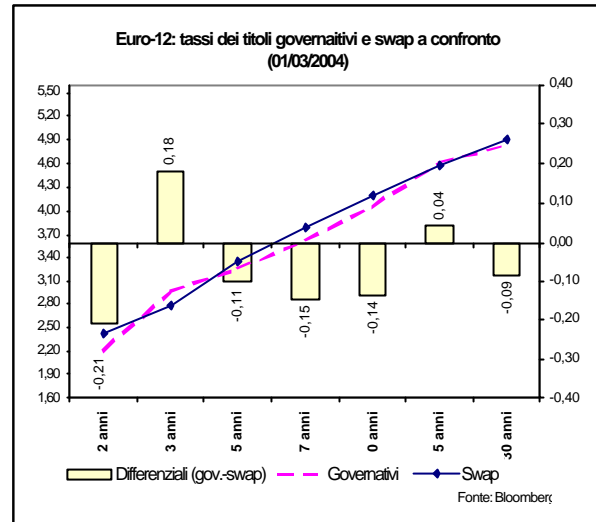
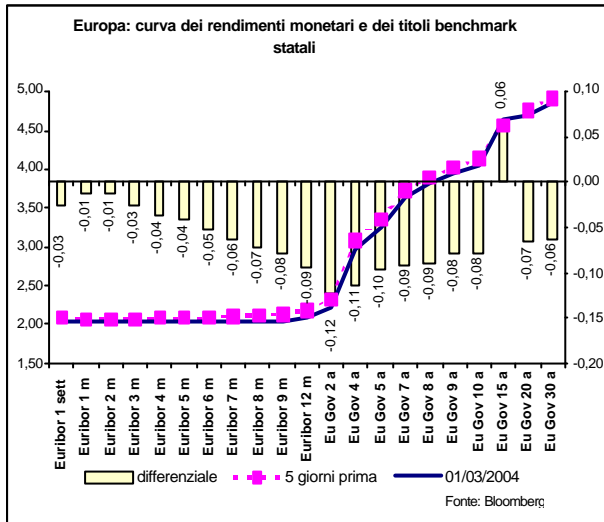
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,8	119,0	119,3	119,6	120,0	120,1	118,8
2003	120,6	120,9	121,3	121,6	121,8	121,8	122,0	122,3	122,6	122,7	123,0	123,1	122,0
2004	123,3	123,8	124,0	124,3	124,4	124,4	124,5	124,7	124,9	125,1	125,3	125,4	124,5
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
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	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
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	2,4	2,3	2,3	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

# PANORAMA TASSI & EURO

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



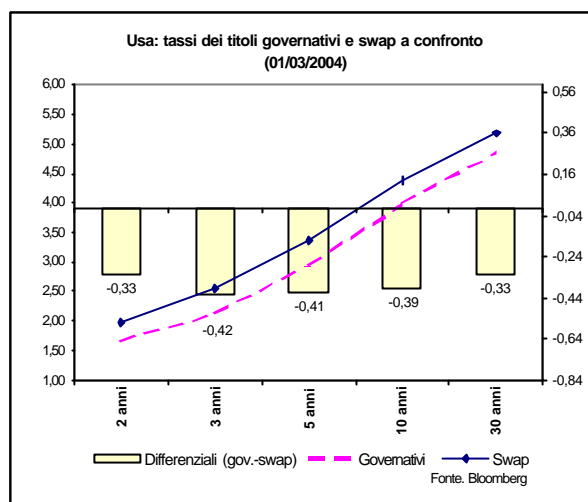
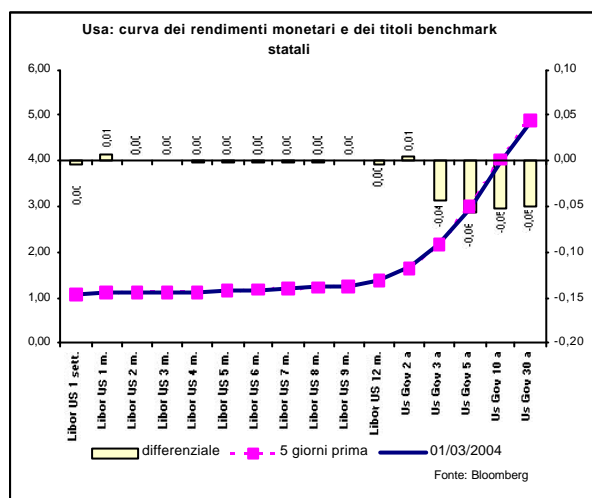
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	27/2/04	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,242	1,266	1,252	1,082	1,049	1,179	-1,9	-0,8	14,7	18,4	5,3
Canada	1,676	1,690	1,642	1,612	1,655	1,800	-0,8	2,1	4,0	1,3	-6,9
Australia	1,616	1,612	1,620	1,780	1,856	1,910	0,3	-0,2	-9,2	-12,9	-15,4
Nuova Zelanda	1,816	1,823	1,860	1,913	1,998	2,223	-0,4	-2,3	-5,1	-9,1	-18,3
Giappone	135,6	136,5	132,5	126,5	124,4	133,7	-0,6	2,4	7,3	9,0	1,4
Argentina	3,631	3,693	3,657	3,444	3,531	1,180	-1,7	-0,7	5,4	2,8	207,8
Svizzera	1,578	1,576	1,568	1,463	1,452	1,617	0,1	0,6	7,9	8,6	-2,4
Regno Unito	0,670	0,673	0,691	0,684	0,651	0,711	-0,5	-3,0	-2,1	3,0	-5,8
Svezia	9,232	9,187	9,159	9,120	9,153	9,470	0,5	0,8	1,2	0,9	-2,5
Danimarca	7,452	7,451	7,449	7,428	7,429	7,450	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0
Norvegia	8,737	8,823	8,601	7,783	7,276	8,855	-1,0	1,6	12,3	20,1	-1,3
Cipro	0,586	0,586	0,586	0,581	0,573	0,582	0,0	0,0	0,8	2,2	0,6
Repubblica Ceca	32,44	32,64	32,92	31,65	31,58	35,11	-0,6	-1,5	2,5	2,7	-7,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	257,1	261,7	262,7	243,3	236,3	251,5	-1,8	-2,1	5,7	8,8	2,2
Lettonia	0,665	0,670	0,668	0,624	0,614	0,667	-0,8	-0,4	6,5	8,3	-0,3
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,427	0,428	0,430	0,424	0,418	0,443	-0,3	-0,7	0,8	2,1	-3,7
Slovacchia	40,54	40,56	40,59	41,85	41,50	42,99	0,0	-0,1	-3,1	-2,3	-5,7
Slovenia	238,0	237,6	237,3	231,6	230,2	189,0	0,2	0,3	2,7	3,4	25,9
Polonia	4,8721	4,935	4,723	4,207	4,021	4,071	-1,3	3,1	15,8	21,2	19,7
Russia	35,42	35,84	35,91	33,92	33,53	25,32	-1,1	-1,3	4,4	5,7	39,9
EURO	91,5	91,9	92,4	86,5	84,5	93,3	-0,5	-0,9	5,8	8,3	-1,9
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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
	27/2/04	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02					
Canada	1,336	1,335	1,305	1,494	1,572	1,598	-0,1	-2,3	11,8	17,7	19,6
Australia (*)	0,774	0,770	0,779	0,606	0,562	0,516	0,5	-0,7	27,7	37,8	50,0
Nuova Zelanda (*)	0,686	0,683	0,678	0,562	0,524	0,425	0,4	1,2	22,2	30,9	61,4
Giappone	109,4	109,1	105,6	117,7	118,8	131,8	-0,2	-3,4	7,6	8,6	20,5
Corea del Sud	1.175	1.162	1.182	1.188	1.200	1.320	-1,1	0,6	1,1	2,2	12,4
Filippine	56,33	56,42	55,74	54,35	53,60	51,60	0,2	-1,0	-3,5	-4,8	-8,4
Indonesia	8.453	8.455	8.425	8.900	8.950	10.370	0,0	-0,3	5,3	5,9	22,7
Singapore	1.697	1.695	1.695	1.735	1.734	1.849	-0,1	-0,1	2,2	2,2	8,9
Thailandia	39,28	39,19	39,16	42,66	43,11	44,05	-0,2	-0,3	8,6	9,7	12,1
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,25	45,26	45,36	47,67	47,97	48,27	0,0	0,2	5,4	6,0	6,7
Argentina	2,92	2,93	2,91	3,19	3,36	1,00	0,2	-0,4	9,0	15,0	-65,9
Brasile	2,93	2,96	2,86	3,56	3,54	2,30	0,9	-2,4	21,4	20,7	-21,7
Cile	595,0	586,8	576,9	751,5	720,3	646,3	-1,4	-3,0	26,3	21,1	8,6
Colombia	2.699	2.686	2.729	2.958	2.867	2.297	-0,5	1,1	9,6	6,2	-14,9
Messico	11,06	10,94	10,88	11,04	10,46	9,11	-1,2	-1,7	-0,2	-5,4	-17,7
Perù	3,47	3,48	3,48	3,48	3,50	3,44	0,0	0,3	0,2	0,8	-0,9
Uruguay	29,46	29,42	29,36	28,53	27,20	14,75	-0,1	-0,3	-3,2	-7,7	-49,9
Venezuela	3.293	3.157	2.949	1.598	1.387	759	-4,1	-10,5	-51,5	-57,9	-76,9
Israele	4,49	4,46	4,47	4,83	4,75	4,48	-0,8	-0,4	7,6	5,7	-0,2
Sud Africa	6,64	6,72	7,08	8,03	8,57	12,37	1,3	6,6	20,9	29,1	86,4
Turchia	1.324.492	1.326.089	1.318.751	1.606.661	1.643.699	1.429.847	0,1	-0,4	21,3	24,1	8,0
Area dell'Euro (*)	1,242	1,266	1,252	1,082	1,049	0,904	-1,9	-0,8	14,7	18,4	37,4
Regno Unito (*)	1,868	1,862	1,828	1,580	1,610	1,439	0,3	2,2	18,2	16,0	29,8
Svizzera	1,263	1,259	1,240	1,361	1,383	1,650	-0,3	-1,8	7,8	9,6	30,7
Danimarca	5,97	5,94	5,89	6,91	7,08	8,28	-0,4	-1,3	15,8	18,7	38,9
Norvegia	6,97	6,97	6,87	7,19	6,97	8,87	0,0	-1,4	3,2	0,0	27,2
Svezia	7,39	7,31	7,24	8,48	8,69	10,28	-1,1	-2,1	14,8	17,6	39,1
Russia	28,51	28,50	28,50	31,61	31,78	30,14	-0,1	-0,1	10,9	11,5	5,7
Polonia	3,92	3,90	3,78	3,90	3,81	3,96	-0,5	-3,6	-0,5	-2,7	1,0
Repubblica Ceca	26,12	25,78	26,30	29,24	30,14	35,27	-1,3	0,7	12,0	15,4	35,0
Ungheria	205,5	208,5	207,8	226,3	224,9	272,9	1,5	1,1	10,1	9,4	32,8
<b>DOLLARO USA</b>	<b>36,3</b>	<b>95,7</b>	<b>94,3</b>	<b>107,9</b>	<b>110,5</b>	<b>122,0</b>	<b>-62,1</b>	<b>-61,5</b>	<b>-66,4</b>	<b>-67,1</b>	<b>-70,2</b>
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 2 ALL' 8 MARZO 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 2	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali dell'incontro di politica monetaria Austria: annuncio tassi di interesse
Mercoledì 3	Stati Uniti: Beige Book 📄
Giovedì 4	Area Euro: la Commissione Europea pubblica le previsioni del Pil del primo e secondo trimestre Area Euro: annuncio tassi di interesse 📄 Regno Unito: annuncio tassi di interesse

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 2	Germania	Vendite al dettaglio	gennaio	-1,8% m/m	3,1% m/m
	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	febbraio	-22,0	-23,0
Mercoledì 3	Regno Unito	PMI (manifatturiero)	febbraio	56,0	55,8
	Area Euro	Tasso di disoccupazione	gennaio	8,8%	8,8%
	Regno Unito	CBI (settore distributivo)	febbraio	38	39
	Area Euro	PMI (servizi)	febbraio	57,3	56,9
Giovedì 4	Regno Unito	PMI sintetico	febbraio	56,2	55,8
		PMI (servizi)	febbraio	59,8	60,0
	Germania	Prezzi all'importazione	gennaio	-0,5% m/m;-2,5% a/a	0,0% m/m;-3,0% a/a
		Variatione numero di disoccupati	febbraio	-81.000	-5.000
		Tasso di disoccupazione	febbraio	10,2%	10,2%
	Area Euro	Ordini manifatturieri 📄	gennaio	1,6% m/m	0,2% m/m
Vendite al dettaglio (zona euro)		dicembre	-1,9% m/m	-0,8% m/m	
		Pil 📄	IV tr. 03	0,4% t/t;0,3% a/a	0,3% t/t;0,6% a/a

### STATI UNITI E GIAPPONE

Mercoledì 3	Stati Uniti	ISM non manifatturiero 📄	febbraio	65,7	63,5
Giovedì 4	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	28 febbraio	350.000	345.000
		Ordini all'industria	gennaio	1,1% m/m	-0,5% m/m
Venerdì 5	Stati Uniti	Salari medi orari	febbraio	0,1% m/m	0,2% m/m
		Ore settimanali lavorate	febbraio	33,7	33,8
		Var. occupati settore manifatturiero	febbraio	-11.000	0
		Var. occupati non agricoli 📄	febbraio	112.000	130.000
		Tasso di disoccupazione	febbraio	5,6%	5,6%
		Credito al consumo	gennaio	\$ 6,6 mld	\$ 5,0 mld