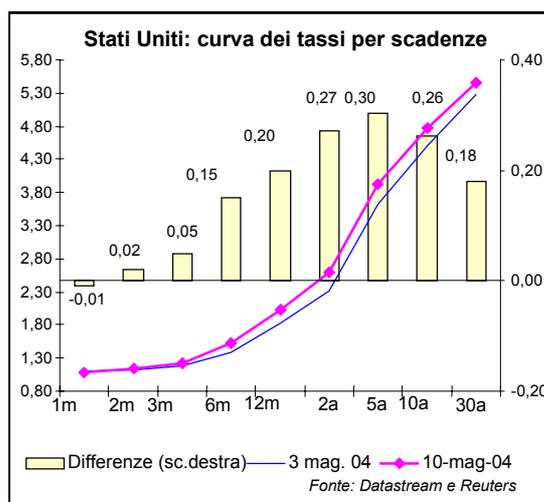


## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**11 maggio 2004  
n. 18 - 2004**

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

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma  
Direttore Responsabile:  
Giovanni Ajassa  
Aut. Del Tribunale di Roma



- ✓ Negli USA la salita dell'inflazione "core" tra l'uno e il due per cento e la vivace ripresa dell'occupazione hanno rivolto le previsioni di consenso sui tassi a breve americani nella direzione di una stagione di aumenti che potrebbe prendere avvio entro la fine di giugno. Ma la fase di restrizione monetaria da parte della Fed avrà probabilmente uno sviluppo graduale. Aumenti dei tassi troppo bruschi e/o intensi potrebbero riflettersi negativamente sulla situazione debitoria delle famiglie americane ovvero aggravare gli effetti sulla congiuntura internazionale di due altri importanti fattori di rischio dello scenario: la possibilità di un drastico rallentamento della crescita cinese; un ulteriore aumento dei prezzi del petrolio. Alla fine del 2004 il tasso di riferimento sui Fed Funds potrebbe attestarsi all'1,75%.
- ✓ Cresce l'importanza dei fondi pensione nel Regno Unito. Alla fine degli anni Novanta il 57% dei redditi pensionistici erogati ai cittadini britannici proveniva dal sistema pubblico mentre il 43% risaliva al privato. Entro il 2050, secondo i programmi delle autorità di Londra, il mix sarà invertito con il 60% delle pensioni erogate dal sistema di previdenza privata e il 40% proveniente dal pilastro statale.

## IL VENEZUELA GALLEGGIA SUL PETROLIO

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

- Dopo la forte recessione del biennio 2002-03, nel 2004 l'economia del Venezuela potrebbe tornare a crescere, sospinta dalle elevate quotazioni del petrolio e dalle politiche espansive adottate dal Governo. Il rischio paese resta comunque elevato sia per la situazione politica sia per la difficile sostenibilità delle attuali politiche economiche nel medio periodo.
- La posizione finanziaria estera del Paese gode strutturalmente di un surplus delle partite correnti che nel 2004 dovrebbe ulteriormente migliorare a causa delle elevate quotazioni del greggio. Il debito estero rappresenta circa il 45% del Pil, anche se il debito a breve è interamente coperto dalle riserve internazionali.
- Si restringono le possibilità di indire il referendum entro il termine del 19 agosto per poi arrivare a nuove elezioni presidenziali. L'esito della consultazione sarebbe peraltro assai incerto.

### Venezuela

	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	25,15		
Pil pro capite (in US\$)	4.200		
Pil (var. % annua)	-8,9	-10,4	5,5
Debito estero (in%Pil)	33,0	43,0	45,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	22,0	31,0	34,0
Cambio bolivar/US\$ (media annua)	1160	1600	2200
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	Fitch
a lungo termine (Bloomberg)	Caa1	B-	B-
Rating Eca: classe 7			

fonte: IIF e ns. elaborazioni

\*previsioni

In Venezuela, il contrastato clima politico dell'ultimo periodo ha aggravato la situazione economica del paese, sfociata in una pesante recessione. Nel biennio 2002-03, il prodotto interno lordo si è ridotto di circa il 20%. Il reddito pro-capite è in continuo calo: nel 2003 si è attestato a circa 3600 dollari contro i 4200 del 2002 e i 5100 del 2001, come conseguenza sia della crisi economica sia della pesante debolezza del bolivar. Di contro, le riserve internazionali sono quasi raddoppiate, come frutto degli alti prezzi del petrolio e delle basse importazioni, portandosi a circa 23 miliardi di dollari nel primo trimestre di quest'anno, rispetto ai 12 miliardi di un anno prima.

In vista di un possibile confronto elettorale, il governo sta intanto intensificando le sue apparizioni pubbliche e moltiplicando i cosiddetti piani sociali, che dovrebbero favorire le classi meno agiate. Sono programmi connotati da un forte appeal populista, i cui effetti si sono recentemente riflessi sul fronte macroeconomico. L'aumento della spesa pubblica sta favorendo l'economia, che ormai da due trimestri sembra recuperare in termini di valore aggiunto prodotto. La tendenza alla crescita dovrebbe proseguire anche nel secondo semestre del 2004. In media d'anno, il Pil potrebbe sperimentare un ritmo di sviluppo compreso tra il 5 e il 6%. Sarà una crescita sospinta da una politica fiscale e monetaria espansiva. La domanda interna, anche per i cospicui aumenti salariali erogati ai dipendenti pubblici, dovrebbe far lievitare il prodotto interno lordo, mentre i prezzi del greggio, mantenendosi su livelli elevati, favorirebbero i conti con l'estero e le entrate fiscali. Sebbene la produzione petrolifera sia tornata a crescere dopo il picco negativo (0,6 milioni di barili al giorno) raggiunto a seguito dei prolungati scioperi di fine 2003, essa resta pur sempre al di sotto dei livelli del 2000 (2 milioni e mezzo di barili attuali contro gli oltre 3 milioni di allora). L'inflazione dovrebbe mantenersi, in media 2004, al di sopra del 30% mentre il tasso di disoccupazione, tra i più elevati dell'area, supererebbe ancora il 20%. Il deficit pubblico è previsto oltrepassare il 5% del Pil, come nel 2003.

La posizione finanziaria estera del Paese gode strutturalmente di un surplus delle partite correnti che nel 2004 dovrebbe ulteriormente migliorare a causa delle elevate quotazioni del greggio. Il debito estero rappresenta circa il 45% del Pil, anche se il debito a breve è interamente coperto dalle riserve internazionali. Nonostante le turbolenze politiche che hanno investito il Venezuela nell'ultimo anno, il rischio paese misurato in termini di EMBI+ (lo spread tra i bond venezuelani e i titoli di stato americani) è sceso attualmente intorno ai 650 punti base, dai 1400 di febbraio 2003. Uno sviluppo più strutturale e duraturo del Venezuela sarà comunque possibile solo con un miglioramento sensibile del clima politico e istituzionale del paese.

Sul questo fronte, le possibilità di arrivare a un referendum per indire nuove elezioni presidenziali appaiono esigue. L'esito della consultazione risulterebbe peraltro assai incerto. Se il referendum dovesse tenersi dopo il termine utile del 19 agosto 2004, non è automatico che si vada a nuove elezioni anche nel caso in cui la maggioranza dei cittadini si esprimesse a favore. Il numero dei voti necessari per interrompere il mandato presidenziale dovrebbe infatti superare il totale di quelli ottenuti alla prima elezione: 3,8 milioni, ossia 400 mila in più rispetto al totale delle firme che hanno richiesto il referendum.

## LE GRANDI BANCHE FRANCESI CONFERMANO IL LORO BUON MOMENTO

S. Carletti ☎ 06-4702.8440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

- Le grandi banche francesi confermano anche nel 2003 la loro buona salute.
- La Borsa esprime da tempo un giudizio favorevole su queste banche i cui titoli sono in Europa tra quelli che si sono comportati meglio nell'ultimo biennio.
- Uno dei principali punti di forza è l'articolazione del portafoglio prodotti: alla tipica attività di banca commerciale i tre gruppi maggiori affiancano una rilevante attività di *investment banking* e *asset management*.
- Le grandi banche francesi sono tra le probabili protagoniste di un eventuale processo di riassetto del mercato bancario europeo.

Tutte le maggiori banche europee possono oggi vantare una quotazione del loro titolo migliore di quella registrata all'inizio del 2003 (una delle rare eccezioni è l'Abbey National). Se si sposta il riferimento indietro di dodici mesi e si confronta quindi il dato attuale con quello di inizio 2002, il gruppo si assottiglia molto. Tutti e tre i maggiori operatori bancari francesi fanno parte di questo fortunato insieme ed anzi due di essi (Société Générale e Crédit Agricole) sono proprio tra quelli che propongono i migliori progressi (13% e 18%, rispettivamente).

Alla base di questa positiva considerazione dei mercati azionari ci sono molti fattori ma prima di tutto la consistenza e la continuità dei risultati di bilancio. Nel 2002 le maggiori banche francesi avevano rappresentato una parziale eccezione in un panorama bancario europeo non certo brillante. Infatti, pur registrando in media una flessione del risultato netto di circa il 18%, Société Générale, Crédit Agricole e BNP Paribas hanno tutte conseguito un ROE netto prossimo o superiore alla doppia cifra, in presenza peraltro di un livello di patrimonializzazione decisamente elevato (tier 1 oltre 8% per tutte). Nel 2003 i consuntivi sono ulteriormente migliorati: BNP Paribas e Société Générale hanno, infatti, conseguito un ROE netto, rispettivamente, del 14,3% e del 16,2%. In cifra assoluta, l'utile netto effettivo (escludendo, cioè l'ammortamento degli avviamenti e i prelievi/versamenti al fondo rischi bancari generali) è per il primo gruppo pari a circa 4 mld di euro (+ 10%), per il secondo di poco superiore a 2,8 mld (78%). Il Crédit Agricole si posiziona poco al di sopra di 4 mld (+ 28%), un importo che prescinde dalle spese straordinarie richieste dal processo di integrazione del Crédit Lyonnais, dal luglio 2003 inserito pienamente nei conti consolidati del gruppo. I risultati relativi al primo trimestre 2004 appena annunciati da BNP Paribas lasciano ipotizzare che la sequenza di positivi risultati è destinata a proseguire.

Le circostanze che sembrano favorire le grandi banche francesi sono molte. Prima di tutto il rilevante livello di diversificazione. Sotto il profilo del portafoglio prodotti, alla tipica attività di banca commerciale tutti e tre i gruppi affiancano una rilevante attività di *investment banking* e *asset management*: nel biennio 2002 – 2003 BNP Paribas e Société Générale hanno ricavato da queste attività il 47% ed il 41%, rispettivamente, del loro risultato operativo consolidato (risultato di gestione dopo gli accantonamenti per la copertura del rischio). Il posizionamento del Crédit Agricole in questo ambito di attività, oggi su livelli inferiori rispetto ai due concorrenti diretti, è destinato a migliorare con la creazione di Calyon che combinerà le attività di Crédit Agricole Indosuez con il ramo dell'*investment banking* del Crédit Lyonnais.

Per BNP Paribas ugualmente significativa è la diversificazione sotto il profilo geografico: nella media del biennio 2002 – 03, il 47% delle attività con clientela risulta localizzato fuori dalla Francia e dall'estero proviene il 50% del risultato operativo consolidato. In questo primo scorcio di 2004, tali percentuali sono ulteriormente aumentate: le recenti acquisizioni di Community First Bankshares e Union Safe Deposit Bank (un investimento complessivo di circa 1,2 mld di euro) hanno, infatti, ulteriormente potenziato la presenza di BNP Paribas negli Stati Uniti, ora il quinto operatore bancario della California ed il settimo dell'Ovest americano. Il beneficio di questa diversificazione si visto nel 2003: minori accantonamenti negli USA dove la ripresa è già avviata, maggiori in Europa nel pieno di una quasi stagnazione. Société Générale sta, invece, concentrando la sua presenza nell'Est Europa ove è il sesto operatore straniero, con attivi complessivi per 12,3 mld di euro.

I maggiori gruppi francesi sono frequentemente indicati nello scenario internazionale come possibili "cacciatori", più probabilmente in America, assai meno in Europa a meno che nel Vecchio Continente non si produca il superamento di quelle "barriere invisibili" che finora hanno di fatto impedito le operazioni *cross-border*. Per BNP Paribas gli indizi in questo senso sono molto forti, avendo anche da tempo dichiarato di avere a disposizione 5 – 6 mld di euro per future acquisizioni. A dare consistenza all'affermazione sono molte circostanze: il consistente flusso di profitti netti annuali (poco meno di 8 mld di euro nell'ultimo biennio), le consistenti plusvalenze localizzate nel suo portafoglio partecipazioni (quasi 2,3 mld di euro, secondo il bilancio 2003), il troppo elevato livello di patrimonializzazione (riconducendo il tier 1 dal 9,4% di fine 2003 al 7% dichiarato come obiettivo si libererebbero 2,5 mld di euro), l'intensa serie di acquisizioni sviluppata negli ultimi anni (operazioni per circa 9 mld di euro, dopo la fusione con Paribas). Alcune di queste argomentazioni sono proponibili anche per Société Générale, ma su scala molto più ridotta: profitti netti annui dell'ultimo biennio a 4,4 mld di euro, plusvalenze latenti nel portafoglio partecipazioni a 0,4 mld, tier 1 a 8,7%. Per adesso il minore tra i tre gruppi bancari francesi considerati preferisce proseguire nel suo programma di *buy-back* (331 mln di euro nel 2003).

Ancora più difficile è che sia il Crédit Agricole a proporsi come protagonista di rilevanti acquisizioni, almeno nel medio termine. Il gruppo, infatti, è ora impegnato a "digerire" l'acquisizione del Crédit Lyonnais, un'operazione di oltre 19 mld di euro, regolata per due terzi in contanti e per il resto in azioni. Con questa acquisizione si è costituito un gruppo bancario forte di 20 milioni di clienti, 330 mld di euro di risparmio gestito, 65mila dipendenti, 9.300 sportelli (il doppio circa della rete di BNP Paribas e Société Générale combinate insieme). Il progetto di integrazione ipotizza di conseguire in un triennio sinergie per un valore di 760 mln di euro e la riduzione di 4.600 addetti.

## LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE NEL REGNO UNITO

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

- L'industria dei fondi pensione nel Regno Unito è certamente la più importante e sofisticata tra quelle operanti in ambito europeo.
- A marzo 2003 si registravano oltre 100.000 schemi pensionistici aziendali attivi con più di 25 milioni di iscritti e quasi 500 schemi pensionistici individuali che riunivano circa 15 milioni di iscritti.
- Tra i diversi schemi prevalgono le forme a prestazione definita, anche se si registra una tendenza a promuovere le forme a contribuzione definita che costituiscono un minor onere per il fondo.

Nel contesto del sistema previdenziale del Regno Unito, gli schemi pensionistici complementari costituiscono una delle principali fonti di reddito dopo il pensionamento. I costi relativamente contenuti del primo pilastro e le agevolazioni di natura fiscale hanno favorito la diffusione dei programmi di previdenza complementare. I primi fondi pensione sono stati costituiti all'inizio del '900 nell'ambito delle amministrazioni pubbliche e si sono successivamente diffusi nel settore privato. Lo schema dei piani pensionistici può essere: a) a *contribuzione definita*, che comporta il versamento di contributi di importo

predeterminato e la corresponsione di una prestazione finale correlata al rendimento ottenuto dalla gestione collettiva delle risorse; b) a *prestazione definita*, che comporta la variabilità delle contribuzioni e l'erogazione di un trattamento di ammontare prefissato. A prevalere nel Regno Unito, sono ancora i piani a beneficio definito, anche se si osserva una tendenza, comune a molti paesi europei, a promuovere in misura crescente i piani a contribuzione definita, sia per imposizione normativa, sia per libero orientamento dei mercati. Gli schemi a contributo definito sono, ad esempio, l'unica forma ammessa per alcuni prodotti previdenziali (come le *stakeholders pensions* nel Regno Unito i piani integrativi obbligatori in Svizzera, i fondi chiusi in Italia, i fondi di imprese con meno di 250 dipendenti in Spagna). Nel Regno Unito, importanti aziende hanno recentemente avviato il passaggio da fondi a beneficio definito a fondi a contributo definito per effetto dell'eccessiva onerosità degli impegni del fondo.

Nel periodo 1999-2000 il 57 per cento del complessivo reddito da pensioni risultava provenire dal sistema pubblico e il 43 per cento dalle forme pensionistiche complementari. Nel lungo periodo, secondo le intenzioni del Governo, tale proporzione dovrebbe essere destinata a capovolgersi; è stato, stimato che nel 2050 all'incirca il 60 per cento del reddito pensionistico dipenderà dal sistema di previdenza privata mentre il 40 per cento deriverà dal sistema pensionistico pubblico.

Le forme pensionistiche complementari presenti nel sistema inglese sono, essenzialmente, di due tipi: gli schemi pensionistici aziendali (*occupational*) e gli schemi pensionistici individuali (*personal o stakeholder*). Gli *occupational pension scheme* sono schemi pensionistici organizzati volontariamente dai datori di lavoro, in regime di prestazione definita ovvero di contribuzione definita. Tali schemi, istituiti di norma nella forma di un fondo fiduciario (che deve essere mantenuto separato dagli asset del datore di lavoro che lo finanzia) possono operare in alternativa al sistema pubblico. L'adesione dei lavoratori è volontaria ed il datore normalmente partecipa agli stessi con una propria contribuzione.

I *personal pension schemes* sono, invece, piani di accumulo a contribuzione definita gestiti da istituzioni finanziarie (principalmente imprese di assicurazione e banche). Tali schemi possono essere utilizzati sia in alternativa al sistema previdenziale pubblico sia in alternativa agli schemi aziendali offerti dai datori di lavoro. L'onere contributivo è, di regola, a carico del solo lavoratore, ma i datori hanno, comunque, facoltà di parteciparvi. Una categoria particolare di schemi individuali è quella degli *stakeholder pension schemes* che devono soddisfare alcuni standard minimi imposti dalla normativa in termini di: costi, portabilità, trasparenza e flessibilità. Dall'ottobre 2001 tutti i datori sono obbligati ad offrire ai propri dipendenti l'accesso ad almeno uno stakeholder pension schemes, da individuarsi previa consultazione con i lavoratori o con le relative rappresentanze. Ne sono esentate le imprese che hanno meno di cinque dipendenti o che già offrono la possibilità di aderire ad uno schema pensionistico aziendale o che già contribuiscono, in misura non inferiore al 3 per cento del salario, ad un personal pension scheme.

Alcune cifre costituiscono di per sé evidenza dell'importanza della previdenza complementare nel Regno Unito. Al 31 marzo 2003 vi erano circa 101.000 occupational pension schemes attivi con oltre 25 milioni di iscritti (al lordo di coloro che risultano iscritti a più schemi), per lo più ancora in regime di prestazione definita; tra questi, 313 schemi risultavano destinati al settore dei pubblici dipendenti e coprivano oltre 9 milioni di iscritti. In base alle ultime stime disponibili (2002), gli asset di pertinenza delle predette forme di previdenza complementare risulterebbero ammontare a complessivi 770 miliardi di sterline. Sempre alla data del 31 marzo 2003, vi erano, altresì, 478 personal pension schemes attivi, in regime di contribuzione definita, con oltre 15 milioni di iscritti.

### RIPARTIZIONE OCCUPATIONAL PENSION SCHEMES ATTIVI AL 31 MARZO 2003 PER TIPOLOGIA DI SCHEMA E N. ISCRITTI

DIMENSIONE DEGLI SCHEMI (in base al n. iscritti)	N. SCHEMI A CONTRIBUZIONE DEFINITA	N. SCHEMI A PRESTAZIONE DEFINITA	N. SCHEMI A REGIME MISTO	REGIMI ALTERNATIVI
10.000 e oltre	20	218	52	33
5.000-9.999	30	144	32	21
1.000-4.999	222	764	181	67
100-999	1.870	3.351	477	291
12-99	7.211	3.516	450	936
2-11	67.990	2.828	2.099	7.732
Totale	77.343	10.281	3.291	9.081

DIMENSIONE DEGLI SCHEMI (in base al n. di iscritti)	NUMERO DEGLI ISCRITTI	PERCENTUALE SUL TOTALE
10.000 e oltre	18.304.667	72.9%
5.000-9.999	1.597.427	6.3%
1.000-4.999	2.630.537	10.5%
100-999	1.887.245	7.5%
12-99	450.546	1.8%
2-11	241.431	1%
Totale	25.111.853	100%

Fonte: OPRA (Occupational Pensions Regulatory Authority).

## LA NAUTICA COL VENTO IN POPPA

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

- L'industria nautica italiana conferma nel 2003 la dinamica positiva che caratterizza il settore da diversi anni: +10% la crescita del fatturato, +35% quella delle immatricolazioni.
- Punti di forza della produzione nautica nazionale sono i *superyacht*, comparto in controtendenza rispetto al quadro internazionale: a fronte di un calo di ordini mondiale del 4%, l'Italia vanta un aumento di commesse di scafi di lusso del 5% circa.
- Il lato debole di questo settore forte è la dotazione infrastrutturale (porti, ormeggi e servizi annessi) che limita lo sviluppo del turismo nautico e, di conseguenza, una maggiore produzione di imbarcazioni. Pur essendo il paese leader per produzione nautica, nella classifica europea per ormeggi, l'Italia risulta terza preceduta da Regno Unito e Francia.

L'andamento fortemente positivo del comparto nautico italiano degli ultimi cinque anni trova conferma nei dati del 2003, anno in cui il settore ha mostrato numeri in crescita e ottime prospettive di ulteriore sviluppo. Lo scorso anno, i cantieri italiani hanno generato un fatturato del valore di circa 2 miliardi di euro, pari a un aumento del 10% su base annua.

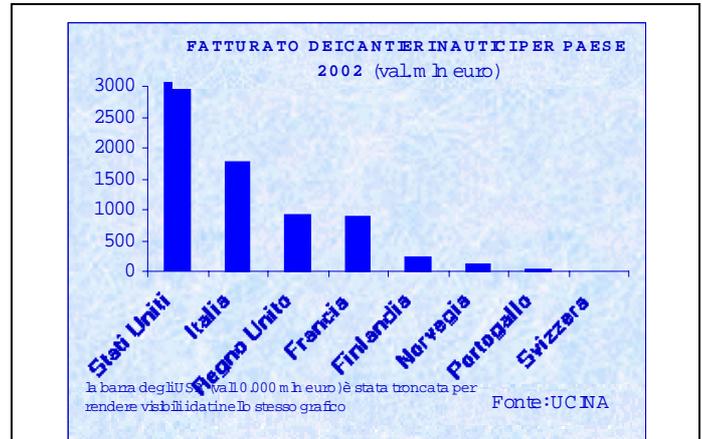
I costruttori nazionali hanno inoltre mantenuto la *leadership* della produzione in Europa e il secondo posto al mondo dopo gli Stati Uniti. La nautica italiana ha confermato anche la forte tendenza all'esportazione giunta a rappresentare il 78% del valore della produzione e cresciuta del 12,6% su base annua.

Una spinta alla crescita del settore è provenuta dall'affermazione anche in Italia del *leasing* nautico, entrato in vigore nel luglio del 2002. Nel primo semestre del 2003, le operazioni di *leasing* hanno mostrato un incremento del 136% in valore e del 155% in volume, rispetto allo stesso periodo del 2002. Ma non è tanto in termini di contratti di *leasing* siglati, quanto in termini di offerta diversificata di prodotti finanziari che la nuova legge ha dato impulso al settore. Il comparto è diventato - sotto la spinta di una concorrenza crescente fra le imprese di *leasing* - competitivo nei confronti di quello francese che era stato assunto a modello per attuare la modifica normativa. E' cresciuto il numero di diportisti esteri che scelgono la bandiera italiana per immatricolare le loro imbarcazioni e il mercato finanziario sta offrendo prodotti più evoluti come il *leasing* delle navi in costruzione. Anche le immatricolazioni sono apparse in crescita, concentrandosi - per oltre il 60% - nella fascia di imbarcazioni - sia a vela sia a motore - tra i 10 e i 16 metri di lunghezza. Rispetto alle 1.500 imbarcazioni immatricolate nel 2001, nel 2002 se ne sono registrate 2.111 (+34,7%). Punti di forza della produzione nautica italiana restano i *superyacht*, comparto in netta controtendenza rispetto al quadro internazionale. Mentre nel mondo gli ordini degli scafi di lusso di oltre 24 metri di lunghezza sono scesi del 4%, in Italia nel 2003 sono aumentati del 5% circa (178 *yacht* in costruzione nel 2003 rispetto ai 170 del 2002). L'Italia ha raggiunto il primato di maggiore produttore di *superyacht* nel 2000, superando gli Stati Uniti fino ad allora leader incontrastati. Soltanto nel 1999 l'Italia aveva in produzione 70 *superyacht* e l'anno successivo 100, fino ad arrivare alle 170 unità in produzione nel 2002 e 178 nel 2003: una crescita del 154% in soli cinque anni che l'hanno portata a conquistare il mercato mondiale con una quota del 37%.

Il comparto della vela, con il 13% del fatturato, resta un mercato di nicchia rispetto alla barca a motore. La ragione è legata sia alla tipologia del prodotto (la vela richiede tempi più lunghi sia progettuali sia produttivi) sia a quella del cliente (più evoluto di chi naviga a motore).

L'elemento "barca" è tuttavia il nodo centrale attorno al quale gravita un complesso di realtà economiche ed occupazionali in continua evoluzione che costituiscono il turismo nautico e i servizi ad esso connessi. Lo sviluppo di questo comparto, le cui ricadute in termini economici e occupazionali non sono irrilevanti, trova tuttavia un freno nella limitata dotazione infrastrutturale particolarmente in aree ad alto potenziale turistico come il Meridione. La situazione della portualità turistica italiana è caratterizzata da una disomogenea distribuzione di posti barca attrezzati lungo le coste della penisola, ovvero da una loro concentrazione limitata principalmente a poche aree del centro-nord. Secondo i dati del Ministero dei Trasporti e Navigazione, alla fine del 2001 (ultimo dato disponibile) in Italia sono presenti circa 117mila posti barca in aumento del 5,4% rispetto 1999. Rispetto a quella data, la realtà portuale turistica ha in verità registrato un miglioramento con la realizzazione di nuovi porti in alcune zone del centro-sud. Ciò nonostante l'offerta italiana si espone al rischio di subire la concorrenza di altri paesi del bacino mediterraneo, come Tunisia e Grecia, senza tralasciare la Costa Azzurra che con la sua disponibilità di posti e la qualità dei servizi attira da tempo molti diportisti italiani.

Da un confronto internazionale risulta che l'Italia, a fronte di un parco nautico della stessa consistenza di quello francese, possiede quasi la metà degli ormeggi. Nel Regno Unito ben il 60% delle imbarcazioni ha a disposizione un posto barca, in Francia il 25%, in Italia il 15%. Pur essendo il paese leader per produzione nautica, nella classifica europea per ormeggi, l'Italia risulta terza preceduta da Regno Unito e Francia e seguita dalla Svezia.



### INFRASTRUTTURE DELLA NAUTICA DA DIPORTO NEL MONDO

PAESE	PARCO NAUTICO	MARINE E PORTICCIOLI	ORMEGGI
Argentina	100.432	300	20.100
Australia	620.483	2100	18.750
Finlandia	739.600	1700	80.000
Francia	887.911	370	223.000
<b>Italia</b>	<b>851.708</b>	<b>104</b>	<b>131.000</b>
Irlanda	13.470	32	3.417
Giappone	343.490	570	69.000
Norvegia	657.000	300	
Portogallo	55.000	28	7.845
Svezia	1.335.000	1000	100.000
Svizzera	101.535		
Regno Unito	446.523	500	270.000
Stati Uniti	14.426.700	12000	1.145.000

Fonte: UCNA

## FARMACEUTICA: LA SFIDA DELLA RICERCA

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

- Le fusioni avvenute nel recente passato tra imprese farmaceutiche europee sono viste favorevolmente perché ritenute in grado di colmare il ritardo che il vecchio continente accumula nei confronti degli USA in questo settore. In realtà la perdita di competitività europea appare sempre più legata alla riduzione delle risorse destinate alla ricerca e sviluppo.
- Negli ultimi dieci anni la spesa statunitense in R&S ha superato del 40% quella europea. A ciò si somma il fenomeno della “fuga dei cervelli”, che va assumendo proporzioni sempre maggiori anche perché favorito dalle stesse imprese americane.

Per l'industria farmaceutica europea, l'inizio del 2004 si è caratterizzato per rilevanti operazioni di fusione. Le dimensioni relativamente ridotte delle imprese europee sono state spesso indicate tra le principali cause della graduale perdita di competitività della farmaceutica del vecchio continente rispetto alla concorrente Usa. Spesso, tuttavia, anche in tempi recenti, imprese relativamente piccole ma molto specializzate hanno registrato *performance* superiori a quelle medie del settore a livello mondiale.

Anche per questo motivo, quindi, a un'analisi più accurata non sfugge l'importanza di altri fattori alla base del ritardo europeo: uno dei principali sembra risiedere nella minore attenzione prestata all'attività di ricerca e sviluppo.

All'inizio degli anni '90, infatti, l'industria farmaceutica europea destinava alla ricerca una quantità di risorse superiore del 50% rispetto a quella degli Stati Uniti. Oggi la situazione si è capovolta, con la spesa statunitense che supera del 40% quella europea.

Secondo i dati più recenti, ogni anno negli Stati Uniti viene speso in R&S un ammontare di risorse pari al 2,8% del Pil (la percentuale era del 2,4 nel 1994), contro l'1,93% del complesso dei paesi europei (nel 1994 il dato si fermava all'1,8%). Il risultato generale europeo, peraltro, nasconde realtà differenziate: mentre infatti in Germania la percentuale si aggira intorno al 2,6%, in Portogallo e in Grecia supera di poco lo 0,6%. Nel solo 2003, secondo una stima riferita a un campione rappresentativo di imprese farmaceutiche, negli Stati Uniti gli investimenti nella ricerca hanno raggiunto i 31.000 milioni di dollari; la maggior parte di questi è stata impiegata all'interno del paese (82,7%), il 2,3% in Giappone, e solo l'1,2% in Europa (in particolare nel Regno Unito, in Francia e in Germania). Il rapporto tra spese in ricerca e sviluppo e le vendite di prodotti farmaceutici all'interno del paese è risultato inoltre pari al 17,7%: una cifra elevata, anche se rappresenta un minimo negli ultimi dieci anni.

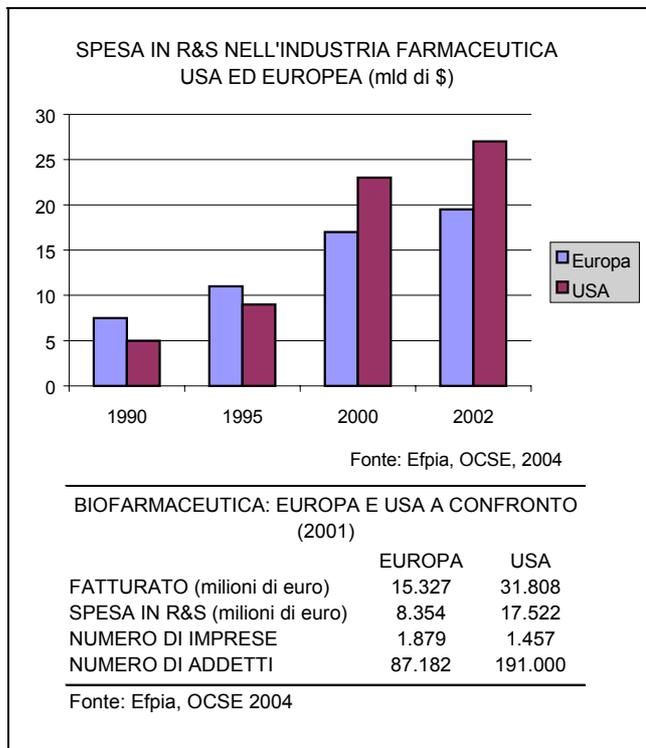
La maggior parte delle risorse vengono assorbite dalla fase di ricerca cosiddetta “preclinica”, che termina con la prima sperimentazione sull'uomo (ad essa vengono destinati il 33,8% delle risorse economiche e il 40,4% del personale). A questa fanno seguito tre fasi di test clinici – che nel complesso assorbono più risorse economiche della precedente ma meno personale (34,6% e 36,4%) – e infine le fasi della sottomissione all'approvazione dei prodotti e di marketing.

Per ovviare al crescente divario con gli Stati Uniti in termini di risorse investite nella ricerca, la Commissione europea ha fissato per il 2007 un budget doppio rispetto agli attuali 5 miliardi di euro, e sta cercando di migliorare l'efficienza nell'utilizzo delle risorse favorendo una maggiore collaborazione tra i laboratori, nel tentativo di evitare rischi di duplicazioni nella ricerca.

Il fenomeno della graduale contrazione delle risorse destinate alla ricerca da parte degli europei è tanto più rilevante se si considera che quello farmaceutico è il settore che assorbe la maggiore percentuale di laureati, oltre a essere quello in cui vengono pagati gli stipendi più elevati. Secondo un recente rapporto, tra il 1990 e il 2001 negli Stati Uniti i nuovi posti di lavoro nel campo farmaceutico sono aumentati del 42%. A ciò occorre aggiungere che molte compagnie europee hanno trasferito i loro laboratori negli Stati Uniti, cosicché la percentuale di ricerca condotta nei confini europei è scesa dal 73% di dieci anni fa al 59% dell'ultimo anno. Si stima che oggi circa 90.000 ricercatori europei siano impiegati nei laboratori statunitensi e in particolare nell'industria delle biotecnologie, che sta divenendo sempre più la fonte delle nuove scoperte in campo farmacologico.

Il fenomeno noto come “fuga dei cervelli” non è una novità: da circa venti anni la maggior parte dei premi Nobel per la ricerca in campo medico viene vinta sistematicamente dagli Stati Uniti, grazie all'opera di ricercatori spesso nati altrove. La novità, tuttavia, è che mentre in passato le aziende farmaceutiche statunitensi cercavano di formare all'interno i loro ricercatori, oggi vanno alla ricerca del personale migliore anche e soprattutto all'esterno dei confini nazionali. L'attenzione prestata alla reperibilità di personale di talento è testimoniata anche dai fattori considerati rilevanti nella scelta dei siti dove collocare i laboratori: all'interno del paese, infatti, le case farmaceutiche dichiarano di prediligere siti in cui possono reperire facilmente personale specializzato, e in cui è possibile instaurare reti di collaborazione con le università.

Accanto alla concorrenza statunitense, sul mercato mondiale diviene infine sempre più importante la presenza di nuovi operatori che hanno cominciato a destinare alla ricerca risorse ingenti, e altrettanto rilevanti sono ormai, anche in questo ambito, gli esempi della Cina, che negli ultimi anni sta cercando di riportare nei laboratori nazionali il personale emigrato all'estero, e dell'India che attraverso nuove leggi sui brevetti cerca di stimolare la scoperta di nuovi prodotti.



## FINANZIAMENTI ALLE FAMIGLIE SEMPRE IN PRIMO PIANO

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

- Si conferma nel mese di marzo la dinamica espansiva degli impieghi vivi (+5,4% a/a) mentre cresce il divario tra la componente a medio/lungo termine (+13,8% a/a) e quella del credito a breve termine (-4,4% a/a).
- Prosegue la discesa dei tassi attivi sui finanziamenti per l'acquisto di abitazioni. Ne approfittano le famiglie che spesso sostituiscono il pagamento dell'affitto con la rata del mutuo.
- L'aumento della raccolta rimane stabile sia in Italia (+5,4% a/a) sia nell'area euro. Incrementi vivaci dei depositi a vista e delle obbligazioni.

Le rilevazioni della Banca d'Italia segnalano a marzo 2004 una crescita degli impieghi vivi (+5,4% a/a), in aumento rispetto a quanto registrato nel mese di febbraio (4,8%). Positivo anche l'andamento della raccolta che a febbraio registra un aumento del 5,4% a/a. Entrambi gli aggregati sono caratterizzati da ampie differenze negli andamenti delle singole componenti. L'evoluzione degli impieghi complessivi è, infatti, il risultato dell'andamento in flessione, per il sesto mese consecutivo, degli impieghi a breve termine (-4,4% a/a) e di una crescita ancora molto sostenuta degli impieghi a medio/lungo termine (+13,8% a/a).

Si conferma vivace l'incremento dei prestiti per mutui fondiari (+22,9% a/a) favoriti dall'ulteriore discesa dei tassi di interesse che ha condotto al 3,69% il saggio sulle nuove operazioni a marzo, peraltro su livelli storicamente contenuti. In aggiunta a ciò, la dinamica delle quotazioni immobiliari e dei canoni di affitto ha reso più dinamico il mercato degli immobili anche a scopo di investimento. Indicazioni per il 2003 segnalano in aumento le compravendite immobiliari con oltre 800mila contratti stipulati mentre per il 2002 (ultimo dato ufficiale disponibile del Ministero degli Interni) i contratti di compravendita conclusi hanno registrato un aumento tendenziale del 14%, valore mai raggiunto in precedenza, contro un incremento dei contratti di locazione pari al 5,7%.

Nonostante questi dati, in Italia l'incidenza dei prestiti alle famiglie per l'acquisto dell'abitazione rispetto ai prestiti complessivi è ancora circa la metà di quella dell'area euro (15% e 33% rispettivamente). Il nostro paese si colloca, tra l'altro, tra quelli con il più basso rapporto tra mutuo erogato e valore dell'immobile.

Da segnalare anche la crescita del credito al consumo del 14,4% a/a, incremento molto più sostenuto di quello registrato nell'area dell'euro (+4,8%). Per questa forma tecnica, il rapporto tra il livello delle consistenze e credito totale alle famiglie (11% circa) si è così ulteriormente avvicinato alla media europea (13%).

In decelerazione (-2,3% a/a), invece, gli altri prestiti alle famiglie (scoperti di conto corrente, crediti alle famiglie produttrici).

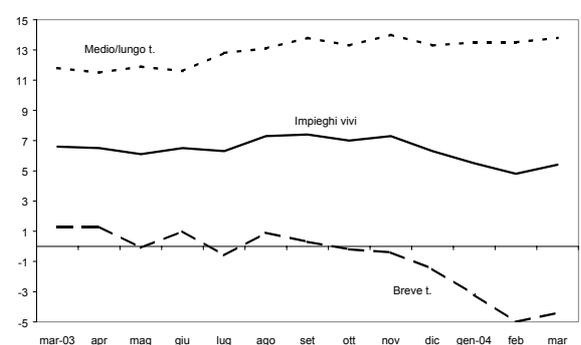
Relativamente ai prestiti alle società non finanziarie, la crescita (+5,2% a/a) risulta in linea con quella dell'intero aggregato. La domanda delle imprese è stata prevalentemente orientata alle durate più protratte la cui crescita ha più che compensato la diminuzione dei prestiti inferiori all'anno, con un conseguente allungamento della scadenza media dei prestiti. L'espansione del credito ha riguardato in particolare i comparti dell'edilizia e dei servizi (commercio, trasporti, comunicazioni), con aumenti a due cifre in entrambi i segmenti.

Anche nell'area euro si rileva un aumento dei finanziamenti erogati alle famiglie ma su toni più moderati rispetto all'Italia (per i mutui fondiari dell'8,2% a/a e per il credito al consumo del 4,8% a/a). Analoga considerazione è formulabile per le imprese (+3,3% a/a).

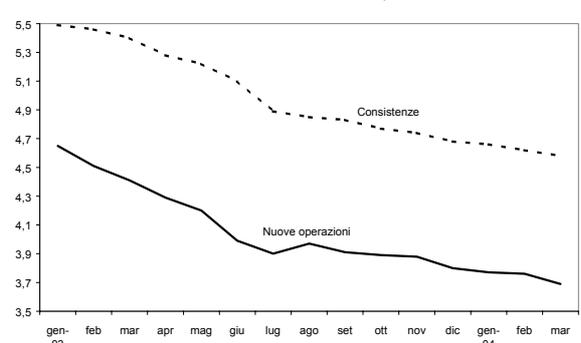
Dopo una lunga fase di disinvestimento, dal novembre scorso il portafoglio titoli è tornato a crescere (+1,7% a/a a febbraio); il dato è la risultante di una diminuzione dei titoli di stato (-5,8% a/a) e di un aumento delle obbligazioni bancarie (+14% a/a).

Nell'ambito della raccolta (+5,4% a/a) si conferma l'andamento positivo dei depositi in conto corrente e delle obbligazioni, ambedue in aumento ad un ritmo del 9,3% a/a a febbraio. Ad alimentare questa crescita è, in parte, la flessione (-16% a/a) delle altre forme tecniche (certificati di deposito, pronti contro termine). Nell'area euro l'aggregato M3 (banconote, depositi a vista, a risparmio, a scadenza inferiore ai 2 anni, pronti contro termine, quote di fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore ai due anni) progredisce a ritmi superiori al 6% a/a. Anche in questo caso la crescita è soprattutto attribuibile ai depositi a vista (+8,8% a/a).

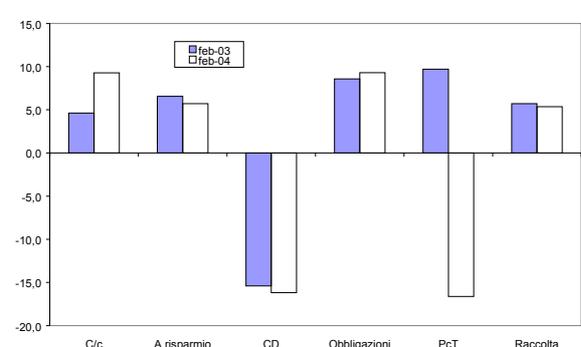
IMPIEGHI: ANDAMENTI PER DURATA - Variazioni % tendenziali



FAMIGLIE: TASSI SUI PRESTITI PER ACQUISTO DI ABITAZIONI



RACCOLTA BANCARIA - Variazioni % tendenziali



Fonte: Banca d'Italia.

## IL TORO SCIVOLA SULL'OIL

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

Improvviso dietrofront dell'umore dei mercati. Il caro-greggio (ai massimi dall'ottobre '90) torna a pesare sulle prospettive dell'economia mondiale in una combinazione esplosiva con le emergenti preoccupazioni sul fronte tassi.

L'ombra di una stretta monetaria pre estiva si estende così sui listini già gravati da una stanchezza fisiologica da rally (ben 13 mesi). L'incremento improvviso di volatilità restringe il livello di liquidità sul mercato lasciando il driver a speculazione adirezionale.

La forte crescita del dato sugli occupati americani nel mese di aprile ha risollevato a breve i listini ma ha nel contempo accorciato la scadenza temporale della prossima manovra della Fed, paralizzando le scelte strategiche degli investitori.

Le recenti tensioni geopolitiche e le inchieste interne all'Amministrazione Bush sulle condotte militari peggiorano il clima di attesa e aumentano le perturbazioni sui mercati.

Passata la stagione degli utili, finite temporaneamente le grandi macro news, la mancanza di stimoli rialzisti efficaci indebolisce la tenuta stessa degli indici. Il bicchiere mezzo vuoto rischia di annacquare la miccia di prossimi potenziali rally concentrando l'attenzione esclusivamente sui punti critici della ripresa.

La perdita di controllo del prezzo del petrolio rischia di infiammare un Toro stanco e demotivato.

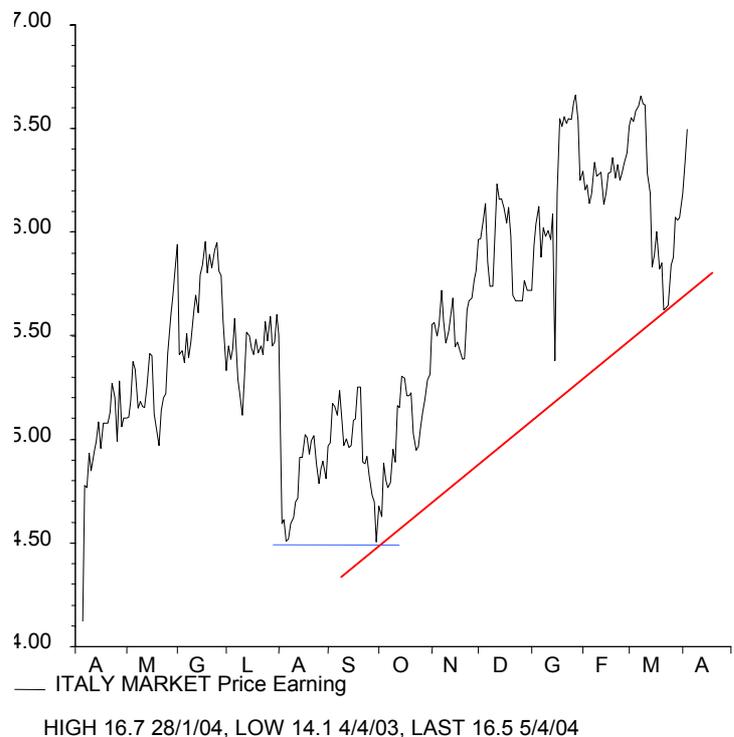
La spinta degli utili è ormai esaurita (si inizia a scontare le attese 2005) e il rialzo del dollaro affatica i tentativi di rimbalzo tecnico dei listini.

La correzione non pregiudica comunque lo scenario positivo di medio periodo, soprattutto se l'attuale ritracciamento andrà a consolidarsi in una base di accumulazione propedeutica ad un ritorno più stabile del Toro.

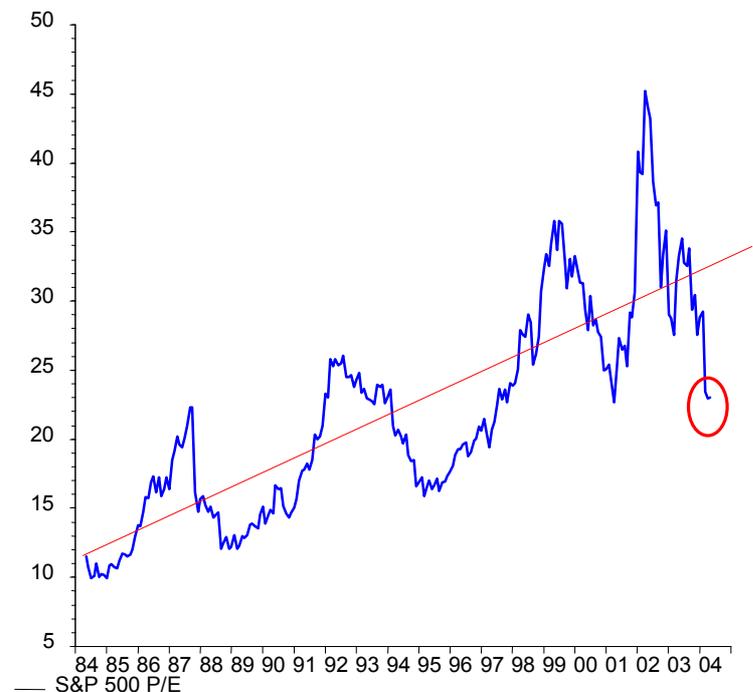
L'assestamento fisiologico atteso a seguito della prossima manovra restrittiva non modificherebbe la sostanza di una struttura dei tassi accomodante, ai minimi da 40 anni.

Paradossalmente, l'attuale fase di squilibrio sui mercati azionari opera a lungo termine con un effetto di pulizia e riqualificazione dei listini, ridimensionando i temporanei eccessi valutativi delle azioni, nell'attesa poi di poter accedere appieno ai classici stimoli in arrivo da una congiuntura in ripresa.

### Piazza Affari cara: P/e ascendente



### Wall Street economica: P/e in fase attraente

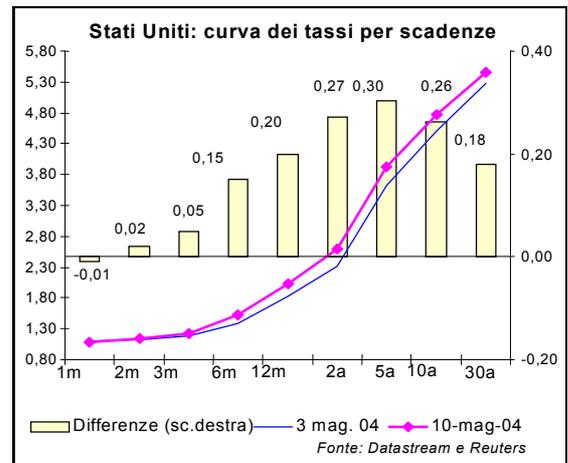


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Ammesso che più indizi costituiscano una prova, i numerosi segnali di miglioramento offerti dal mercato del lavoro statunitense, soprattutto tra marzo e aprile, testimoniano che è in atto una svolta positiva destinata a protrarsi. Sono due mesi che i nuovi occupati aumentano al di sopra delle migliori aspettative, otto mesi che nuovi posti di lavoro vengono prodotti per quanto scarsi nella seconda parte del 2003. In aprile sono state create 288.000 nuove buste paga e sono stati rivisti al rialzo gli occupati di marzo da 308.000 a 337.000 e di febbraio da 46.000 a 83.000. Nei primi quattro mesi del 2004 i nuovi posti di lavoro ammontano a 867.000, corrispondenti a circa 216.000 ogni mese e maggiori dei 150.000 che secondo la Fed occorre superare per ridurre stabilmente il tasso di disoccupazione, calato al 5,6% in aprile.
- Dopo quattro trimestri consecutivi di crescita sostenuta degli investimenti e di fronte a un  *carnet*  di ordini in aumento di oltre l'8% a/a nel I trimestre 2004, le aziende sembrano più fiduciose come emerge dal miglioramento degli indici Ism relativi sia al settore manifatturiero che a quello dei servizi e hanno deciso di aumentare gli occupati, senza sacrificare la produttività salita del 3,5% nel I trimestre.
- Simultaneamente tutti gli indicatori relativi ai prezzi hanno mostrato tensioni a marzo, anche se il Fomc nel comunicato del 4 maggio 2004 ha sottolineato che “ le aspettative sull'inflazione di medio-periodo sono rimaste contenute”. Una crescita vigorosa, propagata al mercato del lavoro, e incipienti tensioni sui prezzi, sommate alle persistenti pressioni sui corsi petroliferi e sulle materie prime a livello internazionale, sembrano suggerire che la manovra di aumento del saggio guida verso livelli più neutrali potrebbe essere avviata già dal prossimo Fomc del 29/30 giugno.
- A questa ipotesi si può obiettare che l'utilizzo delle risorse produttive Usa è ancora scarso. Se si fa un bilancio del mercato del lavoro partendo dall'inizio della recessione a marzo 2001 si osserva una perdita di 1,59 milioni di occupati, come dire che nonostante i miglioramenti le ferite inferte dalla recessione non sono rimarginate completamente. A questa ragionevole obiezione sembra rispondere il comunicato del Fomc quando afferma che “con l'inflazione bassa e l'utilizzo di risorse ancora debole, il Comitato crede che l'attuale accomodante impostazione di politica monetaria possa essere rimossa in modo graduale”. L'espressione potrebbe voler dire che, se i dati in calendario per maggio e giugno confermeranno il vigore dell'evoluzione economica e il mercato del lavoro in maggio mostrerà un ragionevole aumento occupazionale, la Fed si troverà nella condizione di avviare una fase di aumento dei Federal Funds a piccoli passi di 25 punti base ciascuno dall'inizio dell'estate, nonostante lo scarso utilizzo di risorse ancora presente nel sistema. Il mercato accredita un'ampia probabilità a un rapido avvio della manovra restrittiva e la curva dei rendimenti sui titoli di Stato Usa ha sperimentato un sensibile aumento. I corrispondenti tassi europei sono aumentati di meno a riflesso della più debole evoluzione congiunturale.
- La Banca centrale europea ha lasciato il saggio guida invariato al 2% il 6 maggio 2004. Il presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, ha affermato di non avere un'impostazione maggiormente orientata a una restrizione o un allentamento. Comunque la risalita del tasso d'inflazione al 2% in aprile e le crescenti probabilità che la dinamica tendenziale dei prezzi al consumo si attesti sopra l'obiettivo della Bce nei prossimi mesi fanno pensare a una protratta invarianza del saggio guida, in attesa di verificare se la ripresa economica europea tenderà ad accelerare al traino della domanda internazionale agevolata dal deprezzamento dell'euro rispetto ai massimi di febbraio 2004. Il quadro degli indicatori macroeconomici conferma un'alternanza di luci e ombre. Al moderato aumento del Pmi manifatturiero e dei servizi in aprile (rispettivamente a 53,95 e 54,54) che esprime un miglioramento dell'umore imprenditoriale, si è contrapposto il calo della produzione industriale tedesca di marzo (-2,3% m/m e -0,8% a/a) che si somma alla riduzione congiunturale degli ordini alle imprese (-0,7% m/m e +5,2% a/a). Se si guarda al I trimestre del 2004, la produzione industriale e gli ordini tedeschi hanno segnato un incremento tendenziale rispettivamente dell'1% e del 3,3% che lascia sperare in un aumento congiunturale del Pil tra gennaio-marzo 2004 non inferiore a quello del IV trimestre del 2003 (0,2%); ma la recente tendenza al ribasso non rappresenta un buon auspicio.



	dati storici		10/05/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	117,42	106,68	113,86	115,0	106,0
dollaro-euro	1,156	1,265	1,185	1,16	1,21
yen-euro	135,8	134,9	134,9	133,4	128,3
sterlina-euro	0,712	0,677	0,668	0,660	0,640
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,28	1,12	1,25	1,65	2,85
euro	2,41	2,07	2,09	2,10	2,40
yen	0,06	0,05	0,01	0,06	0,10
sterlina	3,65	4,17	4,44	4,60	4,90
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,54	4,06	4,79	4,90	4,70
Germania	3,85	4,13	4,28	4,40	4,30
Giappone	0,57	1,25	1,51	1,80	1,70
Italia	3,98	4,25	4,50	4,55	4,43
Gran Bretagna	4,15	4,81	5,10	5,22	5,10

## 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	1,0	1,1	0,9	0,7
var.% trim su trim annualizzato				2,0	3,1	8,2	4,1	4,2	4,5	3,5	2,7
var.% anno su anno	2,2	3,1	4,5	2,1	2,4	3,6	4,3	4,9	5,2	4,1	3,7

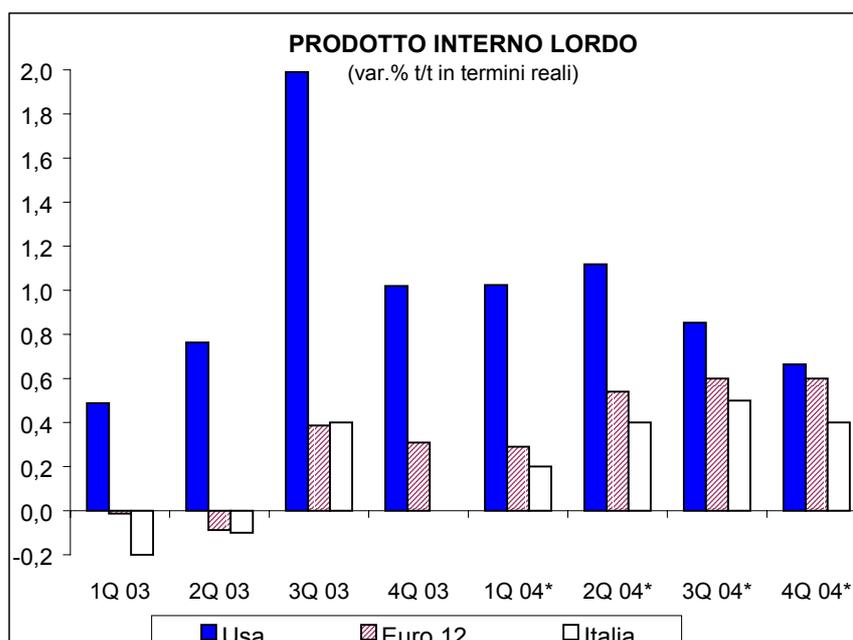
#### AREA EURO

	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	0,3	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,1	-0,4	1,6	1,2	1,2	1,9	2,3	2,5
var.% anno su anno	0,9	0,4	1,5	0,7	0,1	0,3	0,6	0,9	1,5	1,6	2,0

#### ITALIA

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

PIL 2003 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.717
Euro 12	7.254
Italia	1.302



## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

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

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

#### 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
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1

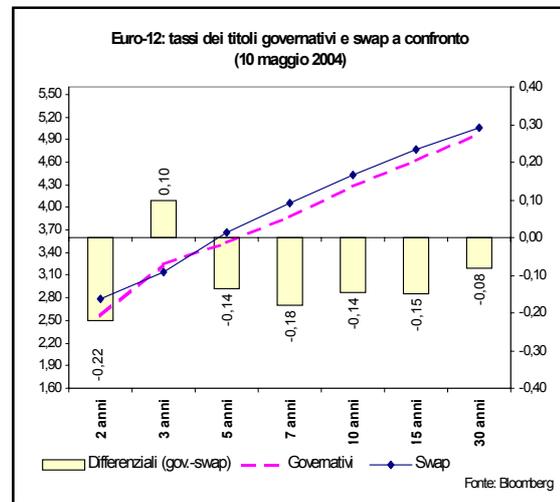
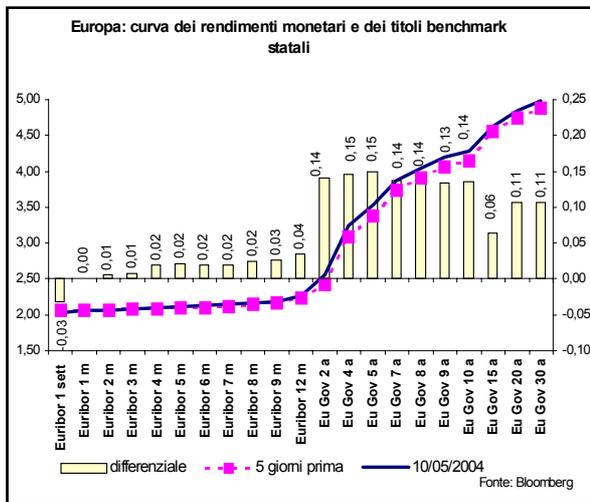
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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	123,7	124,1	124,3	124,6	124,6	124,7	124,9	125,1	125,3	125,5	125,6	124,6
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,2

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

# PANORAMA TASSI & EURO

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



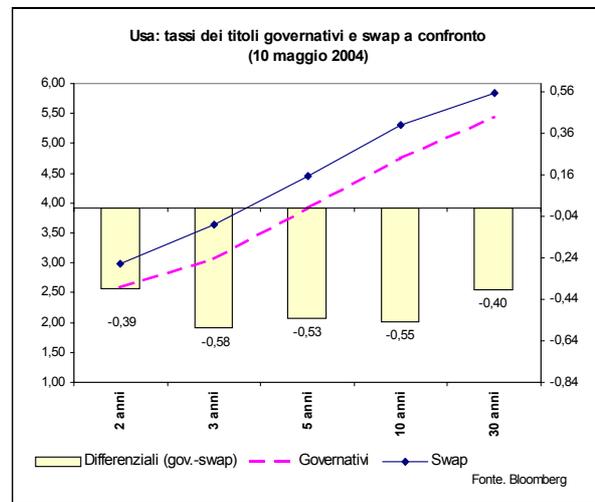
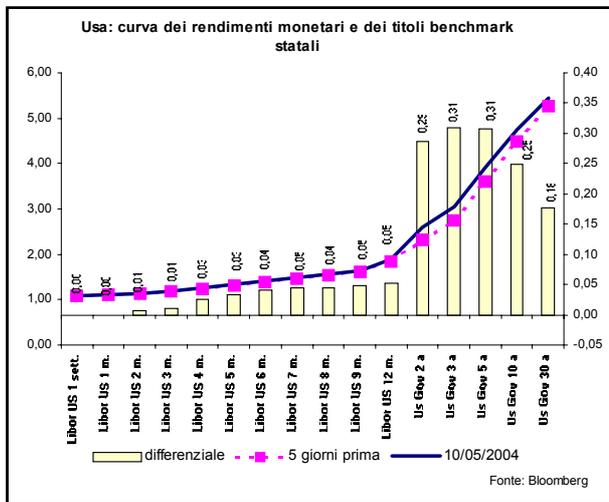
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	7/5/04	- 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	1,207	1,195	1,210	1,143	1,049	1,179	1,1	-0,2	5,7	15,1
Canada	1,661	1,638	1,582	1,589	1,655	1,800	1,4	5,0	4,5	0,4	-7,7
Australia	1,678	1,658	1,587	1,781	1,856	1,910	1,2	5,7	-5,7	-9,6	-12,1
Nuova Zelanda	1,919	1,915	1,837	1,996	1,998	2,223	0,2	4,5	-3,9	-3,9	-13,7
Giappone	133,5	131,9	127,9	133,6	124,4	133,7	1,3	4,4	-0,1	7,4	-0,1
Argentina	3,479	3,418	3,421	3,208	3,531	1,180	1,8	1,7	8,5	-1,5	194,9
Svizzera	1,549	1,551	1,558	1,514	1,452	1,617	-0,1	-0,6	2,3	6,7	-4,2
Regno Unito	0,672	0,674	0,659	0,712	0,651	0,711	-0,3	2,0	-5,6	3,3	-5,5
Svezia	9,103	9,148	9,162	9,108	9,153	9,470	-0,5	-0,6	-0,1	-0,5	-3,9
Danimarca	7,442	7,441	7,446	7,426	7,429	7,450	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,1
Norvegia	8,093	8,221	8,384	7,868	7,276	8,855	-1,6	-3,5	2,9	11,2	-8,6
Cipro	0,587	0,587	0,586	0,588	0,573	0,582	0,0	0,1	-0,2	2,3	0,7
Repubblica Ceca	32,21	32,54	32,78	31,37	31,58	35,11	-1,0	-1,7	2,7	2,0	-8,3
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	252,4	251,2	248,1	244,9	236,3	251,5	0,5	1,7	3,1	6,8	0,4
Lettonia	0,656	0,652	0,651	0,647	0,614	0,667	0,6	0,7	1,4	6,8	-1,6
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,426	0,426	0,425	0,429	0,418	0,443	0,0	0,4	-0,6	1,9	-3,8
Slovacchia	40,17	40,46	40,16	41,23	41,50	42,99	-0,7	0,0	-2,6	-3,2	-6,6
Slovenia	238,7	238,6	238,4	232,8	230,2	189,0	0,0	0,1	2,6	3,7	26,3
Polonia	4,7495	4,811	4,723	4,332	4,021	4,071	-1,3	0,6	9,6	18,1	16,7
Russia	34,48	34,78	34,70	35,31	33,53	25,32	-0,8	-0,6	-2,3	2,9	36,2
EURO	89,6	90,2	89,4	89,9	84,5	93,3	-0,6	0,3	-0,3	6,1	-3,9
<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 valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	7/5/04	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	Canada	1,386	1,372	1,310	1,398	1,572	1,598	-1,0	-5,5	0,9	13,4
Australia (*)	0,703	0,721	0,765	0,638	0,562	0,516	-2,5	-8,1	10,1	25,1	36,2
Nuova Zelanda (*)	0,617	0,626	0,659	0,569	0,524	0,425	-1,4	-6,4	8,5	17,7	45,2
Giappone	112,3	110,5	105,3	116,5	118,8	131,8	-1,6	-6,2	3,7	5,8	17,4
Corea del Sud	1.166	1.168	1.148	1.206	1.200	1.320	0,1	-1,5	3,4	2,9	13,2
Filippine	55,70	56,06	56,30	52,09	53,60	51,60	0,6	1,1	-6,5	-3,8	-7,4
Indonesia	8.738	8.722	8.681	8.508	8.950	10.370	-0,2	-0,7	-2,6	2,4	18,7
Singapore	1,704	1,703	1,675	1,739	1,734	1,849	0,0	-1,7	2,1	1,8	8,5
Thailandia	40,02	40,05	39,13	42,22	43,11	44,05	0,0	-2,2	5,5	7,7	10,1
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	44,61	44,52	43,58	47,27	47,97	48,27	-0,2	-2,3	6,0	7,5	8,2
Argentina	2,92	2,84	2,81	2,79	3,36	1,00	-2,7	-4,0	-4,7	15,0	-65,9
Brasile	3,06	2,93	2,87	2,94	3,54	2,30	-4,3	-6,3	-3,9	15,6	-25,1
Cile	638,0	623,1	603,0	695,0	720,3	646,3	-2,3	-5,5	8,9	12,9	1,3
Colombia	2.714	2.659	2.657	2.863	2.867	2.297	-2,0	-2,1	5,5	5,6	-15,4
Messico	11,51	11,40	11,21	10,20	10,46	9,11	-0,9	-2,6	-11,3	-9,1	-20,8
Perù	3,49	3,48	3,46	3,47	3,50	3,44	-0,1	-0,6	-0,4	0,4	-1,3
Uruguay	29,63	29,74	29,61	29,48	27,20	14,75	0,4	-0,1	-0,5	-8,2	-50,2
Venezuela	2.983	2.921	3.038	1.598	1.387	759	-2,1	1,9	-46,4	-53,5	-74,5
Israele	4,59	4,59	4,52	4,46	4,75	4,48	0,1	-1,4	-2,9	3,5	-2,3
Sud Africa	7,06	6,98	6,30	7,21	8,57	12,37	-1,1	-10,7	2,2	21,5	75,3
Turchia	1.480.105	1.420.717	1.321.078	1.529.037	1.643.699	1.429.847	-4,0	-10,7	3,3	11,1	-3,4
Area dell'Euro (*)	1,207	1,195	1,210	1,143	1,049	0,904	1,1	-0,2	5,7	15,1	33,6
Regno Unito (*)	1,788	1,779	1,840	1,595	1,610	1,439	0,5	-2,8	12,1	11,1	24,2
Svizzera	1,302	1,296	1,277	1,325	1,383	1,650	-0,5	-1,9	1,8	6,3	26,8
Danimarca	6,26	6,21	6,12	6,54	7,08	8,28	-0,8	-2,3	4,5	13,1	32,3
Norvegia	6,74	6,88	6,93	6,89	6,97	8,87	2,2	2,9	2,2	3,4	31,6
Svezia	7,65	7,64	7,54	8,02	8,69	10,28	-0,1	-1,4	4,8	13,6	34,4
Russia	28,87	28,88	28,54	31,12	31,78	30,14	0,0	-1,1	7,8	10,1	4,4
Polonia	3,99	4,01	3,88	3,80	3,81	3,96	0,5	-2,8	-4,9	-4,5	-0,9
Repubblica Ceca	26,69	27,24	27,09	27,48	30,14	35,27	2,0	1,5	2,9	12,9	32,1
Ungheria	211,9	209,5	203,8	215,8	224,9	272,9	-1,1	-3,8	1,8	6,1	28,8
<b>DOLLARO USA</b>	99,5	98,8	95,4	103,8	110,5	122,0	0,7	4,3	-4,1	-10,0	-18,4

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'11 AL 17/5/ 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 11	Area Euro: riunione dei ministri economici e finanziari UE (Ecofin) Stati Uniti: intervento di Santomero della Federal Reserve di Philadelphia Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve di Chicago
Mercoledì 12	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica il rapporto sull'inflazione Area Euro: discorso di Trichet e Weber a Francoforte Area Euro: intervento di Liebscher della BCE a Vienna
Giovedì 13	Giappone: discorso di Fukui (governatore della Banca del Giappone) sulla deflazione Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile di maggio

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 11	Germania	Bilancia commerciale	marzo	€ 12,10 mld	€ 16,5 mld
	Francia	Produzione industriale	marzo	0,8% m/m;0,9% a/a	0,1% m/m;1,2% a/a
	Regno Unito	Produzione industriale	marzo	-0,6% m/m;-1,2% a/a	0,0% m/m;-0,6% a/a
		Produzione manifatturiera	marzo	-0,5% m/m;0,5% a/a	-0,3% m/m;0,4% a/a
Mercoledì 12	Francia	Pil	I tr. 04	0,7% t/t;1,2% a/a	0,5% t/t;1,5% a/a
	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	marzo	4,9% a/a	5,1% a/a
		Bilancia commerciale (globale)	marzo	-£ 4,25 mld	-£ 4,30 mld
		Bilancia commerciale (non UE)	marzo	-£ 2,05 mld	-£ 2,10 mld
		Variazione numero disoccupati	aprile	-4.200	-9.000
		Tasso di disoccupazione	aprile	2,9%	2,9%
Giovedì 13	Germania	Pil	I tr. 04	0,2% t/t;0,0% a/a	0,2% t/t;0,4% a/a
	Francia	IPCA	aprile	0,4% m/m;1,9% a/a	0,4% m/m;2,5% a/a
	Italia	Pil	I tr. 04	0,0% t/t;0,1% a/a	0,1% t/t;0,4% a/a
		Produzione industriale (ret.)	marzo	0,0% m/m;0,2% a/a	0,2% m/m;0,3% a/a
Venerdì 14	Italia	IPCA	aprile	1,1% m/m;2,3% a/a	0,7% m/m;2,3% a/a
	Area Euro	Pil ds (stima flash)	I tr. 04	0,3% t/t;0,6% a/a	0,4% t/t;1,0% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 11	Giappone	Spese per consumi ☺	marzo	2,1% m/m	-4,4% m/m
Mercoledì 12	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	aprile	0,9% m/m	0,4% m/m
		Bilancia commerciale	marzo	- \$42,1 mld	- \$43,5 mld
Giovedì 13	Stati Uniti	Prezzi alla produzione ☺	aprile	0,5% m/m	0,4% m/m
		Prezzi alla produzione (escl.alim.& en.)	aprile	0,2% m/m	0,2% m/m
		Vendite al dettaglio ☺	aprile	1,8% m/m	-0,4% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto)	aprile	1,7% m/m	0,0% m/m
Venerdì 14	Stati Uniti	Scorte delle imprese	marzo	0,7% m/m	0,5% m/m
		Prezzi al consumo ☺	aprile	0,5% m/m	0,2% m/m
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.) ☺	aprile	0,4% m/m	0,1% m/m
		Produzione industriale ☺	aprile	-0,2% m/m	0,2% m/m
		Indice di fiducia Università Michigan	maggio	94,2	95,5