

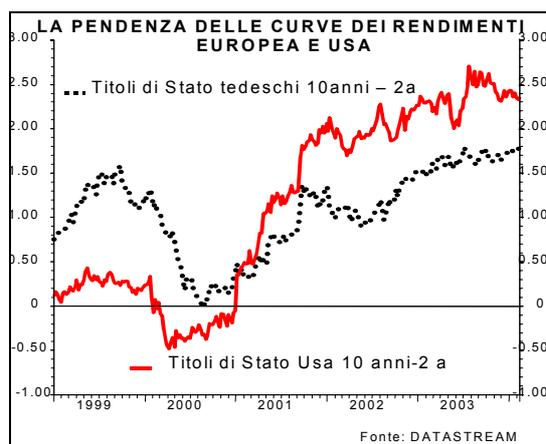
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

17 febbraio 2004
n. 6 - 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



- ✓ "With inflation very low and substantial slack in the economy, the Federal Reserve can be patient in removing its current policy accomodation": inflazione bassa e tanta capacità inutilizzata spingono la Fed a pazientare ancora prima di modificare l'atteggiamento accomodante della politica monetaria americana. Ma la "pazienza" di Greenspan non è solo la virtù di un forte ed autorevole banchiere centrale. E' anche il risultato di un esercizio di *risk management* che vede la Fed continuare a confrontarsi con un insieme di rischi mai completamente sopiti: dalla possibilità di un violento rincaro del petrolio al peggioramento dello scenario di medio termine dei conti pubblici americani, dai pericoli di "mispricing" sui mercati finanziari al periodico diffondersi di tentazioni protezionistiche sull'orizzonte dei commerci internazionali. Di fronte a questi ed altri rischi, prudenza e pazienza suggeriscono: *quaeta, non movere*.
- ✓ I consumi delle famiglie americane continuano a sostenere la crescita dell'economia negli USA e altrove. Ma, contestualmente, crescono anche il peso dell'indebitamento delle famiglie americane rispetto al loro reddito disponibile come pure l'incidenza dell'insieme dei pagamenti periodicamente dovuti quali servizio complessivo sul debito contratto (il cosiddetto *Financial Obligation Ratio*).

IL PESO DEI DEBITI DELLE FAMIGLIE STATUNITENSIS

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

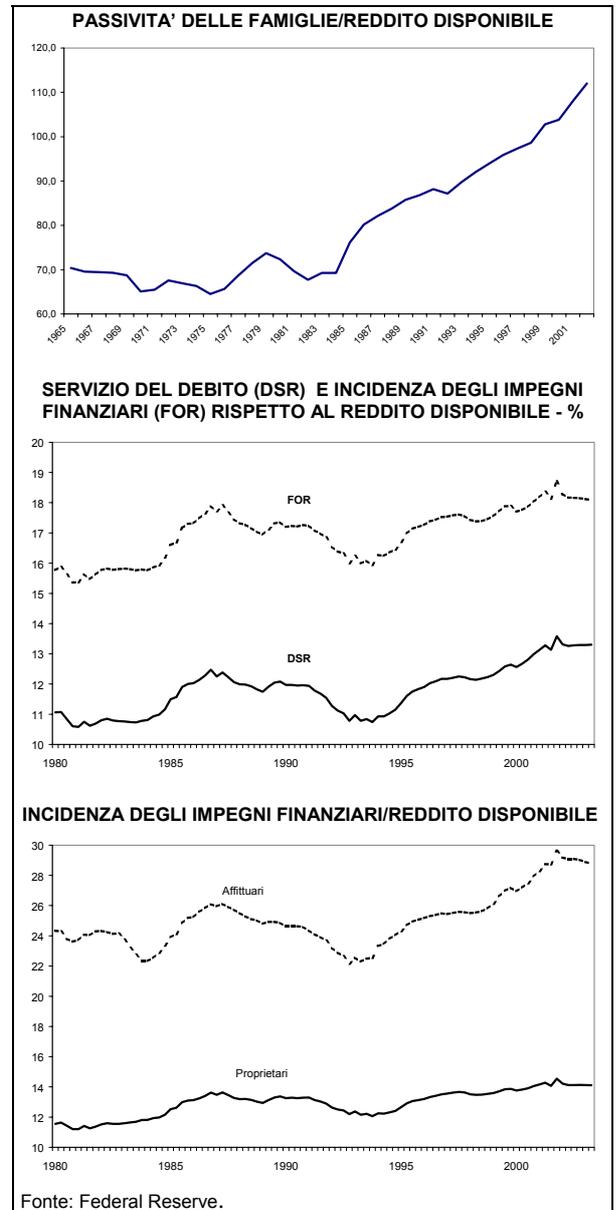
- Nel 2003 il peso delle passività delle famiglie americane rispetto al reddito disponibile ha raggiunto il 112%; misurata rispetto al Pil la quota è pari a circa l'84%. Per entrambi i rapporti si tratta di valori mai raggiunti in precedenza.
- In Italia gli analoghi *ratio* sono al 31,9% sul reddito disponibile e al 27% sul Pil.

La crescita delle passività delle famiglie americane divenuta più intensa nel recente passato ha da più parti sollevato perplessità. Il rapporto passività/reddito disponibile, rimasto per lungo tempo su livelli intorno al 70%, a partire dal 1984 ha conosciuto una progressiva accelerazione fino ad arrivare all'attuale 112%. Misurate rispetto al Pil le passività sono attualmente all'84%, un livello mai raggiunto in precedenza. In Italia gli analoghi rapporti sono al 31,9% sul reddito disponibile e al 27% sul Pil. Il peso delle varie forme di indebitamento risulta relativamente stabile nel tempo, con una prevalenza di quelle destinate a mutui fondiari (69%) e di quelle rappresentate dai finanziamenti per l'acquisto di beni di consumo (22%).

Tra i fattori che hanno contribuito all'espansione del debito delle famiglie americane un ruolo di rilievo è rappresentato dall'ampliamento delle possibilità di finanziamento. Le banche, infatti, hanno offerto maggiori disponibilità per l'acquisto di abitazioni anche a chi poteva disporre solo in misura contenuta di fondi propri; è stato reso più facile ottenere anticipi sul valore del proprio immobile (i cui prezzi sono aumentati ad un ritmo del 6,3% annuo tra il '97 e il 2002) e procedere ad operazioni di rifinanziamento di mutui già esistenti per importi maggiori e con tassi più favorevoli.

Una misura dell'indebitamento delle famiglie americane è data dal livello del "servizio del debito" (*Debt Service Ratio*) ovvero la quota di reddito disponibile destinata al rimborso dei finanziamenti ricevuti. La Federal Reserve recentemente ha proceduto ad una revisione della sua definizione. Prendendo atto dei cambiamenti nei comportamenti delle famiglie americane sono stati inclusi nel calcolo del *ratio* le spese relative ad affitti, rate di leasing, assicurazioni sulla casa e tasse sulla proprietà in precedenza non considerate. E' così nato il For (*Financial Obligation Ratio*) attualmente ad un livello pari al 18,1% del reddito disponibile mentre il servizio del debito si ferma al 13,3%. La differenza riflette principalmente i cambiamenti intervenuti nel mercato degli immobili e delle autovetture. A partire dagli anni '90, infatti, molti affittuari si sono trasformati in proprietari di immobili (dal 64% degli anni '90 al 68% attuale) mentre l'opposto è avvenuto nel mercato delle autovetture: nel 2001 la percentuale di famiglie con contratti di leasing è salita al 5,75% dal 2,5% del 1992. L'indice For nel complesso è variato tra il 15% ed il 19%, con un picco nel quarto trimestre del 2001. Tra le componenti che hanno influito sulla sua crescita la più rilevante è l'aumento delle consistenze dei debiti mentre un ruolo minore hanno giocato i tassi di interesse e la durata dei finanziamenti. Nel corso degli anni le varie forme di indebitamento hanno assunto importanza diversa: tra il 1984-86 si è assistito ad una rapida crescita di mutui, carte di credito/debito e finanziamenti per acquisto di autoveicoli; tra il 1991-92 la preferenza è andata al credito revolving; tra il 1994-96 è stato di nuovo il caso del credito al consumo; infine, tra il 1999-2000 l'aumento è stato generalizzato essendo tutti i tipi di prestiti aumentati rapidamente.

Per avere una misura più precisa del livello di indebitamento delle famiglie, la Federal Reserve distingue l'andamento dell'indice a seconda che la famiglia sia proprietaria di unità immobiliare o affittuaria. Per le prime, infatti, in una fase di tassi discendenti, potrebbe verificarsi una riduzione dell'indice dovuta alle operazioni di rifinanziamento, sempre che tale riduzione non venga utilizzata per nuovi consumi. Per le famiglie con casa in affitto, invece, si valuta una condizione più disagiata in considerazione anche del livello più contenuto di reddito disponibile: per loro nel 2001 il valore mediano era pari a \$24.700 rispetto ai \$52.100 delle famiglie con casa di proprietà. In effetti l'indice For indica un livello pari al 14,1% per i proprietari e più che doppio (28,8%) per gli affittuari. L'attenzione posta a questo indice deriva dalla considerazione che quando una parte rilevante del reddito è destinata alla restituzione di debiti pregressi la quota disponibile per altri consumi ne è negativamente influenzata e in caso di imprevisti (malattia, perdita del lavoro) potrebbe essere compromessa anche la capacità stessa di restituzione delle rate. In un contesto di debolezza del ciclo economico e di disoccupazione crescente le istituzioni finanziarie potrebbero attuare politiche più selettive di concessione del credito, con riflessi ancora una volta sui consumi, principale forza della ripresa americana.



ARGENTINA: C'E' LA CRESCITA, MANCA LA FIDUCIA

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

- Con una crescita economica del 7% maturata nel 2003 e una previsione del 4,5% per l'anno in corso, l'Argentina sembra aver superato la lunga fase di ciclo negativo iniziata nel 1999. E' stato scongiurato il pericolo dell'iper-inflazione dopo la svalutazione del peso.
- Il Fondo Monetario Internazionale procede nella gestione della difficile situazione finanziaria del paese. I mercati internazionali chiedono ai *policy makers* di migliorare le proposte circa la ristrutturazione del debito estero con i privati. Lo sviluppo futuro del Paese passa attraverso il ripristino della fiducia da parte degli investitori.

Argentina

	2002	2003	2004
Popolazione (milioni di abitanti)	35,9		
Pil pro capite (in US\$)	6.100		
Pil (var. % annua)	-10,9	7,0	4,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	25,9	10,0	7,0
Cambio peso/US\$ (media annua)	3,1	2,95	2,90
Saldo partite correnti (in % Pil)	8,5	8,0	6,5

fonte: IIF e ns. elaborazioni

Il Fondo Monetario Internazionale sta affrontando la difficile situazione finanziaria dell'Argentina e i piani per rimborsare i creditori del Paese. Nella riunione di fine gennaio, l'esecutivo del FMI si è spaccato sul voto che ha deliberato l'erogazione di una prima *tranche* di circa 350 milioni di dollari, dei 12,5 miliardi concessi a settembre. L'esborso era rimasto bloccato a causa dello stallo del negoziato per la ristrutturazione del debito. Un

terzo del Comitato Esecutivo del FMI, composto di 24 membri, ha preso le distanze dalla delibera astenendosi dal voto. Tra i paesi dissenzienti, Italia, Gran Bretagna e Giappone. I contatti con il FMI da parte del governo argentino stanno comunque continuando. La questione è tornata sul tavolo anche in un incontro a Boca Raton a ridosso del G-7 di febbraio, tra l'esecutivo del FMI e il ministro argentino dell'economia Lavagna. In quell'occasione, il ministro ha dichiarato che da parte di Buenos Aires non c'era stato nessun cambiamento rispetto all'offerta avanzata nell'originale lettera d'intenti redatta a settembre: un "taglio" del 75% del capitale nominale dei bond emessi che, sommato agli interessi non pagati, produrrebbe una perdita complessiva per gli investitori pari a circa il 90%. Alcune banche internazionali che in un primo momento si erano offerte di supportare il governo argentino nelle operazioni di ristrutturazione del debito estero hanno successivamente rinunciato al mandato.

Sul fronte macroeconomico, in Argentina la ripresa è in atto. Il 2003, con una crescita del prodotto interno lordo di circa il 7%, ha segnato una decisa svolta rispetto a un ciclo economico caratterizzato da quattro anni consecutivi (1999-2002) di recessione. La ripresa dell'economia reale è in gran parte attribuibile alla svalutazione del peso rispetto al dollaro dopo l'abbandono del *Currency Board* avvenuto nel gennaio 2002. Da allora il cambio del peso risulta deprezzato di circa il 60%. La svalutazione ha permesso un processo di sostituzione delle importazioni con produzioni nazionali. Le esportazioni sono tornate ad essere competitive. L'Argentina ha peraltro evitato l'iper-inflazione tipica delle forti svalutazioni, grazie al controllo della spesa pubblica ma anche al mancato adeguamento all'inflazione delle tariffe dei servizi di pubblica utilità. L'inflazione è scesa da oltre il 40% di dicembre 2002 al 3-4% di fine 2003. La decisa riduzione della dinamica dei prezzi ha permesso un allentamento della politica monetaria. Sempre nel 2003, complice anche la migliorata situazione economica, le entrate fiscali sono aumentate di circa il 70%.

Quest'anno, il Presidente Kirchner è chiamato ad affrontare problemi sociali come quelli della criminalità e della violenza in aumento. A questo si aggiungono le proteste dei *piqueteros*, i dimostranti che scendono in piazza paralizzando intere città. Finora il governo si è mostrato tollerante, concedendo ampi sussidi di disoccupazione, il cui livello si attesta intorno al 18%. La crescita economica del 2004, prevista tra il 4 e il 5%, avrà un impatto positivo sui conti pubblici, favorendo il raggiungimento degli obiettivi concordati con il FMI. I conti con l'estero continueranno ad avvertire i benefici dell'export, seppure in decelerazione a causa della scarsa varietà dei prodotti e della carenza di nuovi finanziamenti. L'inflazione, ormai sotto controllo, dovrà comunque fare i conti con lo sblocco delle tariffe dei servizi di pubblica utilità, chiesto a gran voce dalle compagnie spagnole, che hanno acquistato le più importanti *utilities* argentine durante la privatizzazione degli anni '90. I mercati internazionali chiedono ai *policy makers* argentini di migliorare le proposte circa la ristrutturazione del debito estero con i privati. La ripresa del Paese passa infatti attraverso il ripristino della fiducia da parte degli investitori, che dovranno assicurare quel flusso di investimenti esteri indispensabile per una crescita sostenibile. Attualmente il rischio-paese è molto alto: lo *spread* tra i titoli argentini e quelli del Tesoro americano è vicino ai 6000 punti base. Lo sviluppo del paese passa attraverso alcune fondamentali riforme di struttura. Già nel 2004, ricordano i dirigenti del FMI, il governo argentino dovrà varare la riforma fiscale e definire i rapporti tra bilancio federale e quello delle province. Condizione indispensabile per l'erogazione dei prestiti da parte del FMI sarà quella di migliorare ulteriormente il surplus primario, elevandolo a partire da quest'anno ad oltre il 3% del Pil.

L'ACQUA GLOBALE TRA SPRECHI E RISPARMI

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

- **In tutto il mondo 2,4 miliardi di persone hanno accesso a fonti di acqua non depurate; 2,2 milioni di persone ogni anno muoiono a causa di malattie legate a condizioni idriche degradate, e di questi 6.000 sono bambini.**
- **Nella classifica mondiale redatta secondo il *World Poverty Index*, Finlandia e Canada compaiono alle prime due posizioni per disponibilità di acqua e buon livello dei servizi a essa connessi; Haiti occupa l'ultima.**
- **Gli Stati Uniti rimangono il primo paese per consumo pro capite e detengono il primato in termini di acqua sprecata. In molte città americane le reti appaiono ormai obsolete e le risorse economiche destinate alla ristrutturazione non sufficienti.**

UTILIZZO DELL'ACQUA PER SETTORI (in %)

OCSE	Agricoltura	45,5
	Industria e servizi	14,6
	Energia	30,5
	Uso domestico	9,4
NON OCSE	Agricoltura	80,6
	Industria e servizi	4,0
	Energia	11,4
	Uso domestico	4,0

Fonte: Ocse

È noto che l'acqua copre il 97% del pianeta; meno noto è invece che la quantità effettivamente utilizzabile per il consumo umano non supera l'1%. Anche questa percentuale apparentemente esigua, tuttavia, potrebbe essere sufficiente a coprire il fabbisogno mondiale, ma l'estrema disomogeneità nella distribuzione, unita al cattivo utilizzo, la rendono una risorsa scarsa (e spesso inaccessibile) per una larga parte della popolazione mondiale. Oggi circa un miliardo di persone nei paesi in via di sviluppo ha un accesso all'acqua inadeguato, e 2,4 miliardi di individui utilizzano acqua carente dal punto di vista igienico, un problema, questo, non meno grave della scarsità, considerato che il 60% circa delle malattie della popolazione mondiale sono legate alla scarsa igiene dell'acqua, che 2,2 milioni di persone ogni anno muoiono a causa di malattie legate a condizioni idriche degradate e che di questi 6.000 sono bambini. Il problema della carenza di acqua, peraltro, è destinato a peggiorare nei prossimi anni in tutto il pianeta: secondo stime recenti, entro il 2025 circa due terzi della popolazione mondiale si troverà ad affrontare tensioni idriche "gravi".

In base agli accordi stipulati a Johannesburg nel 2002, in occasione della Conferenza mondiale sulla terra, entro il 2015 il numero di individui con accesso limitato all'acqua potabile dovrebbe essere ridotto della metà; per arrivare a questo obiettivo, tuttavia, occorrerebbe un incremento di investimenti di 100 miliardi di dollari l'anno che appare lungi dall'essere raggiunto. Secondo molti governi, una soluzione potrebbe arrivare dalla privatizzazione di parte dell'offerta di acqua; altri, invece, appellandosi all'idea che l'accesso all'acqua rappresenti un "diritto umano", rifiutano l'idea e sostengono la necessità che siano i governi a farsi carico dell'onere di fornitura del servizio. D'altro canto, in una economia di mercato come gli Stati Uniti, gran parte degli acquedotti è ancora in mano pubblica.

La penuria di acqua e la crescita dei consumi idrici non sempre sono determinate dallo sviluppo economico. Un esempio interessante è quello relativo alla produzione di acciaio: nel 1930 negli Stati Uniti occorrevano 200 tonnellate di acqua per produrre una tonnellata di acciaio, oggi ne occorrono 20, ed esiste una procedura messa a punto dai coreani che ne impiega 3-4 tonnellate. Un impatto rilevante sarà invece dato dalla crescita della popolazione mondiale, che si prevede raggiungerà i 9,2 miliardi di unità entro il 2050 (+42% rispetto a oggi).

Lo spreco dell'acqua, oltre a questioni di carattere economico e sociale, pone anche un problema in termini di scelta degli indicatori idonei a descriverlo. L'utilizzo dell'acqua, infatti, dipende anche dal clima di un paese, dalla quantità di acqua disponibile sul territorio, dalle esigenze di irrigazione dei campi coltivati e così via. Nella classifica redatta secondo il *water poverty index* (un indicatore che tiene conto della disponibilità delle risorse, dell'accesso all'acqua, della capacità da parte dei singoli stati di gestire l'offerta idrica, della distribuzione dell'impiego tra agricoltura, industria e consumi privati e della gestione ambientale), ai primi due posti compaiono Finlandia e Canada, seguite da Islanda e Norvegia, mentre i paesi più poveri del pianeta occupano le ultime posizioni, con Haiti ultima in classifica. Secondo questa graduatoria, gli Stati Uniti occuperebbero la 32° posizione, anche se rimangono il paese con il maggiore uso pro capite di acqua: 1.688 metri cubi a persona nel 2002, seguiti dal Canada (1.431 metri cubi) e dall'Australia (945 metri cubi). Gli Stati Uniti detengono anche il primato in termini di acqua sprecata, spesso a causa di reti idriche vecchie e inadeguate: nella sola città di New York, nel 2000 le perdite mensili di acqua hanno toccato la cifra record di 4 miliardi di litri. Nell'intero paese sono in funzione 54 mila reti che trasportano acqua potabile, e la maggior parte di esse necessiterebbe di importanti ristrutturazioni per le quali spesso i fondi stanziati risultano inadeguati. Per questo motivo si è di recente ipotizzata la possibilità di ricorrere a istituzioni di finanziamento parastatali (come Fannie Mae o Freddie Mac) o addirittura, più insistentemente, di aumentare il costo dell'acqua (pari oggi a 1,5 dollari ogni 4.000 litri).

Nei paesi della Ue la quantità media di acqua distribuita alle famiglie è pari a 150 litri al giorno pro capite (l/g/pc). Il dato presenta un'ampia varietà: si va infatti dai 113 l/g/pc in Belgio ai 214 in Finlandia. Nei paesi candidati il dato medio è molto più contenuto (105 l/g/pc), in parte poiché in molte zone la popolazione tende ancora a procurarsi una porzione consistente di acqua al di fuori delle reti di distribuzione "ufficiali". In questi paesi, inoltre, nel corso degli ultimi 15 anni il consumo "ufficiale" di acqua è diminuito del 18%, contro un aumento da parte di quelli appartenenti alla Ue del 5% (con punte del 13% nei paesi nordici).

In Italia sono disponibili in media 240 litri pro capite al giorno (uno tra i consumi più elevati della Ue), ma il consumo pro capite è estremamente variabile: la città più virtuosa è infatti Ascoli Piceno con 127 litri pro capite, mentre nelle grandi città si passa dai 200 litri di Firenze agli oltre 400 di Venezia. Nel nostro paese il problema dello spreco è serio: circa il 33% dell'acqua immessa negli acquedotti viene persa, con punte del 56% in alcune località, mentre il 40% di quella destinata all'agricoltura si disperde.

L'ITALIA BATTE GLI USA IN AUTOMAZIONE

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

- L'industria manifatturiera italiana è tra le più automatizzate al mondo: con 109 robot su 10.000 addetti, l'Italia ha guadagnato il secondo posto in Europa, dopo la Germania, e supera largamente gli Stati Uniti nella classifica mondiale.
- L'industria automobilistica italiana, che maggiormente fa uso di robot, ne registra più di 1.100 ogni diecimila addetti alla produzione, tra i più alti al mondo.
- Nel prossimo biennio, si prevede una crescita media annua del mercato italiano di "macchine intelligenti" del 5%, per arrivare ad uno stock di robot di oltre 62.000 unità.

Se il successo dei robot è stato per lungo tempo legato alla loro capacità di automatizzare varie fasi della produzione, ora essi giocano un ruolo chiave nell'assicurare che tutti gli stadi di produzione siano sempre più strettamente connessi ed efficacemente integrati: gli ordini dei clienti, il design dei prodotti, gli acquisti, l'assemblaggio, il controllo delle scorte e la consegna. La capacità di integrare tutte e insieme queste fasi sta contribuendo ad innalzare la produttività e ad aumentare la domanda di robot in Italia più che altrove.

Negli anni Novanta si è assistito nel nostro paese a una crescita senza precedenti di installazioni di robot nell'industria manifatturiera: dai circa 12.000 del 1990 ai quasi 47.000 del 2002. In questo stesso anno, l'Italia ha, per la prima volta, superato il rapporto di cento robot (109 esattamente) ogni diecimila addetti dell'industria manifatturiera, collocandosi, in tal modo, al secondo posto nella classifica europea, dopo la Germania, e al quarto posto al mondo per uso di robot industriali. E' un dato che ridimensiona un po' l'immagine di un paese che fa poca innovazione, almeno per quanto riguarda i processi produttivi, mentre resta invariato il discorso per i nuovi prodotti e la ricerca.

Il grado di automazione dell'industria italiana ha superato anche quello degli Stati Uniti dove i robot su diecimila addetti scendono a 56, poco più della metà di quelli italiani.

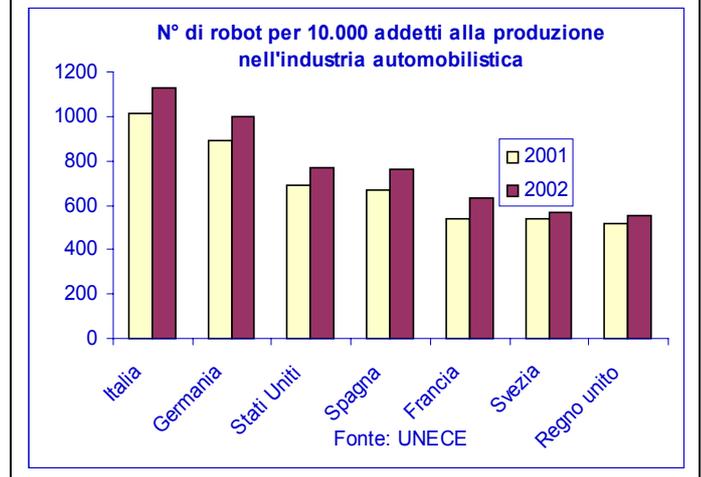
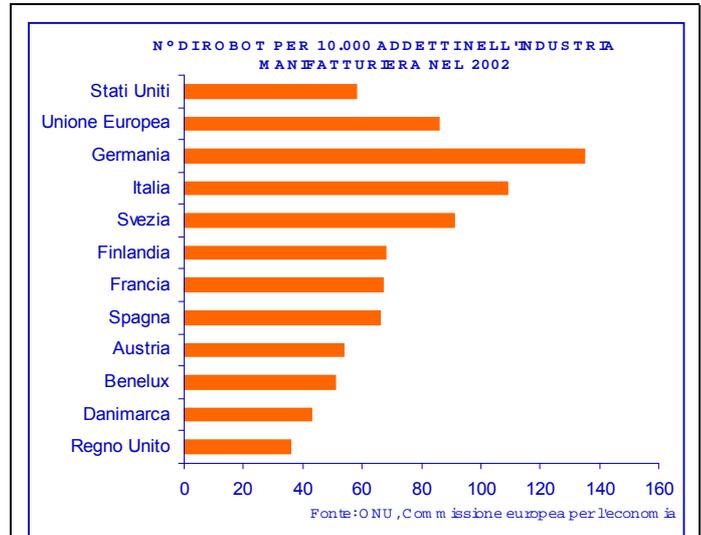
Il paese più automatizzato al mondo è il Giappone, con 308 robot, seguito dalla Corea del Sud (128), benché le statistiche di questi paesi includano nel conteggio tutti i tipi di macchine, anziché solo quelle "intelligenti".

L'industria chimica e quella automobilistica primeggiano nell'uso dei robot. Nell'industria automobilistica italiana sono presenti 1.130 robot ogni 10.000 addetti alla produzione, più che in ogni altro paese. Altri settori mostrano forti segnali di vitalità, quali l'industria alimentare, quella degli elettrodomestici e, in generale, quelli relativi ai beni di consumo durevoli. Sono proprio le industrie più esposte alla competizione internazionale che sono costrette ad automatizzare la produzione per garantire la propria competitività sui mercati globali. La concorrenza delle imprese in paesi dove i fattori della produzione vengono reperiti a prezzi più bassi, può essere compensata con l'innovazione e con la crescente qualità che le aziende italiane riescono a garantire. La spinta a investire in automazione viene dal basso costo dei robot rispetto a quello della manodopera. Tra il 1990 e il 2002, il numero indice dei prezzi dei robot industriali è sceso da 100 a 63, senza considerare che i robot installati nel 2002 erano in grado di offrire prestazioni molto superiori rispetto a quelli installati nel 1990. Nello stesso periodo, il numero indice del costo del lavoro nel settore privato in Italia è aumentato da 100 a 157. Di conseguenza, il prezzo relativo dei robot è sceso da 100 nel 1990 a 40 nel 2002.

La produzione robotica italiana si colloca nella fascia produttiva a maggior valore aggiunto: il valore medio delle macchine esportate dai nostri costruttori è infatti più che doppio rispetto a quello dei robot comprati all'estero (quasi 100mila euro per ogni robot contro circa 40mila). Il prezzo medio delle nuove installazioni da parte degli utilizzatori nazionali si aggira sui 70mila euro. Si è quindi in presenza di un posizionamento nella fascia a elevato valore aggiunto sia per i produttori di robot sia per gli utilizzatori.

Nel prossimo biennio, si prevede una crescita media annua del mercato italiano del 5%, per arrivare ad uno stock di robot di oltre 62.000 unità. Dal momento che gli ordini di robot industriali da parte dei clienti europei sono aumentati già del 25% nella prima metà del 2003, rispetto allo stesso periodo del 2002, raggiungendo il massimo livello mai registrato, questa previsione potrebbe risultare anche molto cauta.

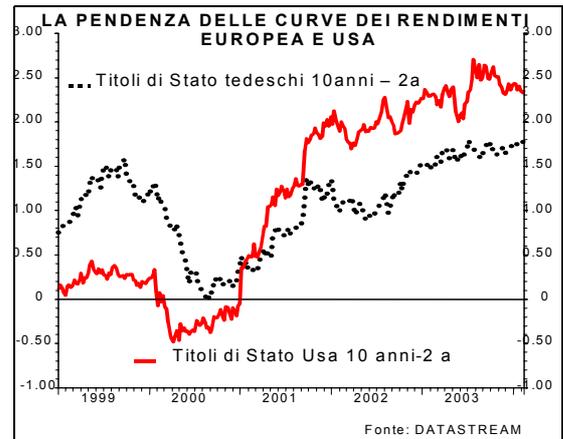
L'industria robotica è attualmente composta da 2 o 3 imprese di medie dimensioni e da una moltitudine di piccole imprese. Il numero più elevato di costruttori (48%) e di fatturato si registra in Lombardia, mentre per numero di addetti si distingue il Piemonte (44%) grazie alla presenza a Torino della COMAU, ad oggi, il più grande produttore nazionale di robot. Le aziende tendono tutte a fornire un prodotto completo, nonostante le piccole dimensioni e la modesta struttura organizzativa.



LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Nel IV trimestre del 2003 l'Europa ha consolidato la ripresa avviata nella seconda metà dell'anno, nonostante il contemporaneo apprezzamento di circa il 3% del cambio effettivo dell'euro. Secondo le prime stime di Eurostat, l'incremento congiunturale del Pil tra ottobre-dicembre è stato dello 0,3% che si traduce in uno 0,6% tendenziale e rappresenta una leggera decelerazione rispetto allo 0,4% t/t di luglio-settembre. Ammesso che Eurostat non corregga i dati passati, la crescita degli Euro-12 risulta dello 0,4% nel 2003. L'incremento congiunturale del Pil nel IV trimestre è accelerato in Francia con uno 0,5% t/t che corrisponde a uno 0,5% a/a e in Olanda con uno 0,3% t/t che diventa una contrazione dello 0,5% su base annua. Il Pil del 2003 è in aumento dello 0,1 in Francia e in calo del -0,8% in Olanda. In Germania la crescita congiunturale del Pil è rimasta allo 0,2% t/t a ottobre-dicembre, pari a uno 0% a/a. Il Pil della Germania segna una leggera contrazione del -0,1% nella media del 2003. In Italia il Pil del IV trimestre ha registrato uno 0% t/t e un +0,1% a/a, conseguendo un aumento dello 0,4% nella media 2003.
- Sia il Bollettino economico di febbraio della Bce che la testimonianza al Parlamento europeo del Presidente Trichet confermano l'attesa di un'accelerazione della crescita nel 2004, peraltro mancata a fine 2003, e l'intenzione di mantenere espansiva la strategia monetaria caratterizzata da tassi reali vicino allo zero. La scelta più probabile rimane un lungo periodo di stasi dei saggi guida. Un repentino, quanto inatteso, indebolimento dell'euro sul dollaro registrato venerdì 13 febbraio ha fatto pensare ad interventi della Bce sul mercato dei cambi che non sono stati né confermati né smentiti ufficialmente.
- Negli Usa sia le previsioni dell'Amministrazione che quelle della Fed puntano a un'accelerazione della crescita nel 2004 a fronte di un'inflazione contenuta. Lo scenario che fa da sfondo al bilancio previsionale per il 2005 dell'Amministrazione Bush vede il Pil accelerare al 4,4% e l'inflazione scendere all'1,4% nel 2004. Analogamente il "Monetary Policy Report" redatto in occasione della testimonianza di Greenspan al Congresso proietta un incremento del Pil compreso tra il 4 e il 5,5% e una variazione dell'indice relativo alle spese per consumo personali tra l e 1,5% nel 2004. L'assenza di tensioni inflazionistiche, nonostante il forte deprezzamento del dollaro, viene spiegata da Greenspan con il sostenuto aumento di produttività coniugato al fiacco andamento del mercato del lavoro. D'altra parte, la scarsa creazione di occupazione viene anche imputata alla crescente produttività. L'assenza di tensioni sui prezzi e la sottoccupazione dei fattori produttivi consentiranno alla Fed – conclude Greenspan - di essere paziente prima di rimuovere l'attuale politica monetaria espansiva con l'obiettivo dichiarato di promuovere la crescita, la massima occupazione del lavoro e delle risorse produttive in un contesto di stabilità dei prezzi.
- La sensazione è che la Fed si trovi a convivere con un fenomeno relativamente nuovo, come il rapido aumento della produttività, che in qualche misura sta alterando le tradizionali reazioni delle variabili economiche all'accelerazione della crescita. La Fed sta probabilmente aggiustando in modo graduale la sua strategia ai nuovi eventi, privilegiando questo comportamento rispetto alla tradizionale politica monetaria preventiva. Tra i maggiori rischi Greenspan ha sottolineato l'aumento del deficit pubblico e raccomandato al Congresso di adottare misure per contenerlo, altrimenti si rischia un aumento indesiderato dei tassi a lungo termine in grado di minare investimenti e altre spese sensibili al rialzo dei rendimenti, danneggiando i fattori chiave alla base delle prospettive di crescita. Greenspan spiega la forte inclinazione positiva della curva dei rendimenti dei titoli di Stato affermando che i tassi a lungo termine incorporano le attese degli operatori sull'espansione del deficit pubblico, non menziona invece l'inflazione che non è considerata fonte di tensioni future. D'altra parte, lo *steepening* della curva si spiega anche con il consolidarsi delle attese di un lungo periodo di stabilità dei saggi guida su livelli minimi. Ad allontanare le aspettative di una stretta monetaria hanno anche concorso il calo della fiducia dei consumatori evidenziato dall'indice dell'Università di Michigan di gennaio (93) e l'aumento del disavanzo commerciale di dicembre.
- In uno scenario di crescita e di bassa inflazione, in combinazione con misure di rientro del deficit pubblico proiettate sul 2005-2006, sarebbe ragionevole attendersi un moderato innalzamento di tutta la curva dei rendimenti sulla scia del recupero economico e un simultaneo appiattimento, innescato dal ritorno della politica monetaria verso un'impostazione più neutrale.



	dati storici		16/02/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	119,36	107,70	105,47	103,0	102,0
dollaro-euro	1,077	1,230	1,277	1,28	1,25
yen-euro	128,6	132,4	134,7	131,8	127,5
sterlina-euro	0,670	0,702	0,676	0,679	0,690
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,34	1,17	1,10	1,20	1,90
euro	2,69	2,15	2,07	2,15	2,20
yen	0,06	0,06	0,01	0,07	0,10
sterlina	3,75	4,02	4,16	4,35	4,85
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,88	4,26	4,05	4,30	4,60
Germania	3,96	4,30	4,11	4,25	4,50
Giappone	0,83	1,32	1,25	1,40	1,59
Italia	4,16	4,45	4,33	4,38	4,63
Gran Bretagna	4,19	4,87	4,76	4,85	5,05

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

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

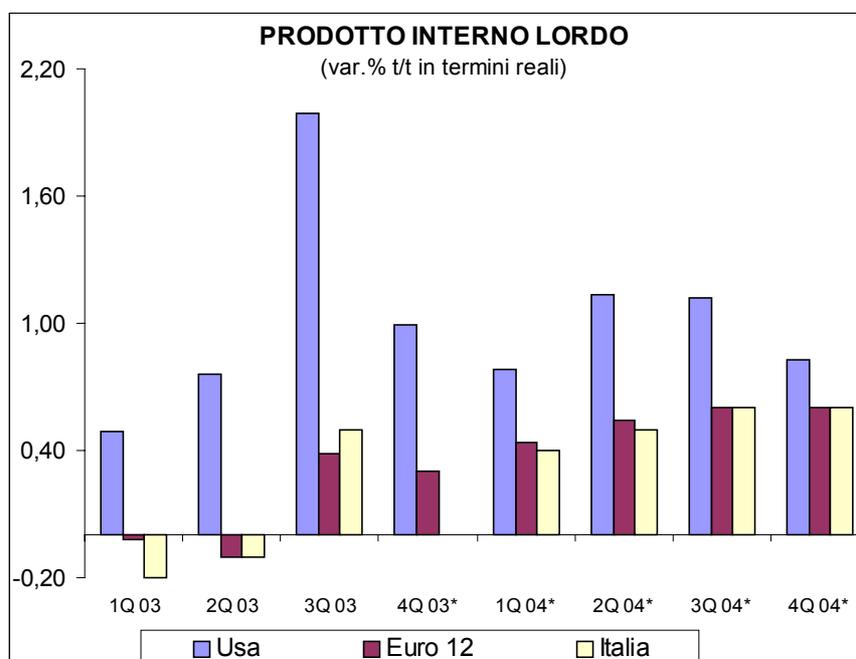
AREA EURO

	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	0,4	1,6	0,7	0,2	0,5	0,1	0,6	1,3	1,9	2,5

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

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	114,1	114,4	115	115,1	115	115	114,9	115,1	115,4	115,6	115,6	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	-0,1	0,3	0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	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	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	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	106,2	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	-0,6	-0,4	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	2,2	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	123,6	123,9	124,2	124,3	124,3	124,4	124,6	124,8	125,0	125,2	125,3	124,4
<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	0,2	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	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 17 AL 23/2 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 18	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'incontro di politica monetaria L'Opec pubblica il rapporto mensile sul mercato del petrolio
Giovedì 19	Francia: riunione annuale di Nato e Oecd a Parigi
Venerdì 20	Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve sull'economia
	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve sull'economia

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<i>UNIONE EUROPEA</i>					
Martedì 17	Regno Unito	IPCA	gennaio	0,4% m/m; 1,3% a/a	-0,5% m/m; 1,4% a/a
		RPI-X	dicembre	0,2% m/m; 2,6% a/a	-0,2% m/m; 2,4% a/a
	Germania	Indice Zew 	febbraio	72,9	72,0
Mercoledì 18	Area Euro	Produzione industriale	dicembre	-0,1% m/m; 1,1% a/a	0,2% m/m; 2,3% a/a
Giovedì 19	Germania	Pil	IV tr. 03	0,2% t/t; -0,3% a/a	0,2% t/t; 0,0% a/a
	Italia	Nuovi ordini	dicembre	2,2% m/m	-0,8% m/m
		Fatturato nell'industria	dicembre	2,8% m/m	-1,5% m/m
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	gennaio	0,9% m/m; 4,0% a/a	-0,5% m/m; 5,3% a/a
Venerdì 20	Francia	Pil	IV tr. 03	0,4% t/t; -0,3% a/a	0,5% t/t; 0,5% a/a
	Italia	Bilancia commerciale	dicembre	0,19 mld di euro	0,5 mld di euro

STATI UNITI E GIAPPONE

Martedì 17	Stati Uniti	Indagine Empire Manufacturing	febbraio	39,2	37,0
		Produzione industriale 	dicembre	0,1% m/m	0,8% m/m
		Utilizzo capacità produttiva	dicembre	75,8%	76,4%
Mercoledì 18	Giappone	Pil 	IV tr. 03	0,3% t/t	1,1% t/t
		Deflatore del Pil 	IV tr. 03	-2,1% t/t	-1,8% t/t
	Stati Uniti	Permessi edilizi	gennaio	1,95 mln	1,91 mln
		Nuove unità abitative	gennaio	2,09 mln	2,00 mln
Giovedì 19	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	14 febbraio	363.000	360.000
		Prezzi alla produzione 	gennaio	0,3% m/m; 4,0% a/a	0,4% m/m; 3,0% a/a
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.) 	gennaio	-0,1% m/m; 1,0% a/a	0,2% m/m; 0,8% a/a
		Indice Fed di Philadelphia	febbraio	38,8	36,0
Venerdì 20	Stati Uniti	Prezzi al consumo 	gennaio	0,2% m/m; 1,9% a/a	0,3% m/m; 1,9% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.) 	gennaio	0,1% m/m; 1,1% a/a	0,1% m/m; 1,0% a/a