

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

7 settembre 2004
n. 31 - 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
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

PRINCIPALI SETTORI IN ALCUNI PAESI DELLA UE
(per valore aggiunto prodotto)

SETTORI INDUSTRIALI NON MANIFATTURIERI			
Ue-15	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Estrazione di petrolio e gas
Germania	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Estrazione di carbone
Spagna	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Distribuzione e purificazione di acqua
Francia	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Distribuzione e purificazione di acqua
Italia	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Estrazione di petrolio e gas
Regno Unito	Costruzioni	Estrazione di petrolio e gas	Elettricità, gas, acqua
MANIFATTURIERO			
Ue-15	Macchinari e impianti	Alimentare	Chimica
Germania	Macchinari e impianti	Autoveicoli	Chimica
Spagna	Alimentare	Prodotti in metallo	Chimica
Francia	Alimentare	Chimica	Prodotti in metallo
Italia	Macchinari e impianti	Prodotti in metallo	Alimentare
Regno Unito	Alimentare	Editoria e stampa	Chimica
SERVIZI			
Ue-15	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Germania	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Spagna	Commercio all'ingrosso	Altre attività	Commercio al dettaglio
Francia	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Italia	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Regno Unito	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio

Fonte: Eurostat 2003

- ✓ Costruzioni e servizi sono i settori dove in Europa nasce il maggior numero di nuove imprese. E alla metà del 2004 in Italia il numero delle imprese di costruzioni supera quello delle imprese manifatturiere.
- ✓ La vivacità delle esportazioni e dei consumi contribuiscono al vigoroso ritmo di crescita dell'economia polacca. Cresce, tuttavia, anche il deficit pubblico mentre il rincaro del petrolio si fa sentire sull'andamento dei prezzi al consumo.

MALESIA: L'EXPORT ELETTRONICO ALIMENTA LA CRESCITA

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

- L'economia malese continuerà a crescere a un ritmo sostenuto nonostante un andamento meno brillante nella seconda metà dell'anno. Il Pil nel 2004 aumenterà a un ritmo prossimo al 7 per cento su base annua. L'inflazione, seppure in lieve aumento rimarrà su valori modesti, per il 2004 si stima un valore pari a 1,3 per cento.
- La dinamica dell'import si presenta superiore a quella dell'export che pure beneficia della ripresa della domanda internazionale di prodotti elettronici e di una crescita dei prezzi delle *commodity*.
- Si registra un significativo aumento delle riserve in valuta a causa della crescita dell'export e all'afflusso di capitali. Non si prevedono mutamento al regime di cambio del ringgit legato al dollaro statunitense da un *currency peg*.

L'economia malese nel corso del 2004 sta mettendo a segno importanti progressi riuscendo a capitalizzare i benefici della ripresa internazionale. La crescita nella domanda mondiale di prodotti tecnologici e il rialzo nei prezzi delle *commodity* hanno sostenuto in modo significativo la bilancia dei pagamenti. Parallelamente l'aumento sostenuto delle entrate fiscali ha favorito il governo nel contenimento del deficit di bilancio, mentre il livello contenuto dell'inflazione e l'incremento delle riserve hanno consentito alla banca centrale di mantenere invariati i tassi di interesse.

Nonostante la fase di crescita più sostenuta sembri ormai alle spalle, il tasso di sviluppo dell'economia malese continua a rimanere elevato. Grazie all'ottima performance del primo semestre, la crescita del Pil reale nella media del 2004 sarà pari a circa il 7 per cento a fronte del 5,3 per cento dell'anno precedente. Una dinamica favorevole dei redditi ha portato nel secondo trimestre a un aumento dei consumi privati superiore all'11 per cento rispetto all'8 per cento del primo trimestre 2004. Gli investimenti privati nel secondo trimestre sono cresciuti del 3,5 per cento ma il miglioramento del clima di fiducia lascia presagire un'accelerazione nel corso dell'anno in grado di compensare la contrazione degli investimenti pubblici dovuta alle politiche di contenimento del deficit.

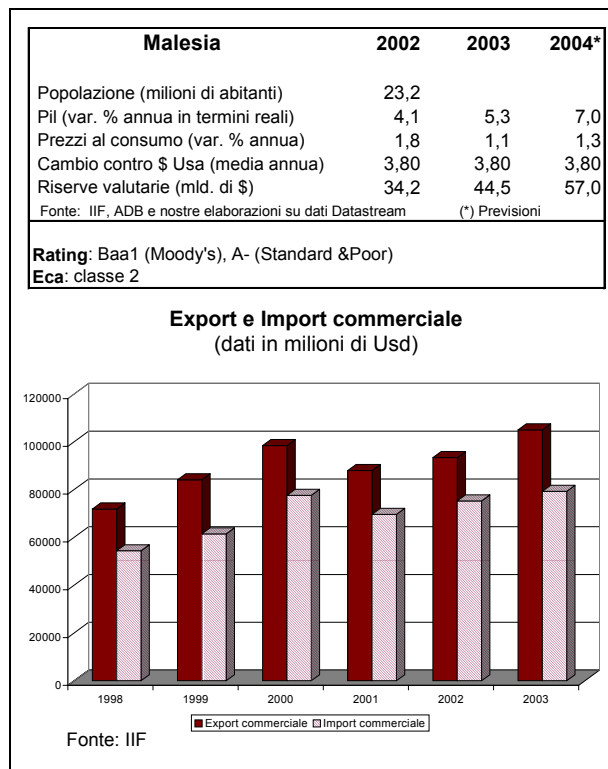
L'inflazione è rimasta sotto controllo grazie anche all'utilizzo della capacità produttiva in eccesso. I prezzi al consumo nei primi sette mesi del 2004 sono cresciuti in linea con l'anno precedente, ma nel corso dell'anno si attende una leggera accelerazione: in media d'anno per il 2004 si prevede una crescita dell'1,3 per cento a fronte dell'1,1 per cento registrato nel 2003.

Le riserve valutarie hanno raggiunto alla fine di luglio 2004 il valore record di 54 mld. di Usd dai 44,5 mld. di dicembre 2003 e i 34 mld. di Usd di fine 2002. L'aumento delle riserve riflette la dinamica sostenuta dell'export e il maggior afflusso di capitali attratti da un livello dei tassi di interesse relativamente più elevato rispetto ai tassi internazionali e dalle aspettative nei primi mesi dell'anno di una rivalutazione della valuta legata al dollaro statunitense da un *currency peg*. La crescita delle riserve sembra comunque essersi attenuata rispetto a inizio anno per effetto dell'aumento dei tassi di interesse statunitensi e della maggiore stabilità del dollaro.

Nonostante la situazione economica sia molto cambiata rispetto a settembre 1998, anno in cui venne creato il *peg* del ringgit con il dollaro statunitense (1\$=3,8 RM), non sembrano esserci spazi per un aggiustamento del tasso di cambio. Le autorità monetarie pur riconoscendo la presenza di pressioni sul cambio hanno infatti giudicato remote le possibilità di un intervento a breve termine.

La crescita delle importazioni e un rallentamento nella dinamica dell'export contribuiranno a ridurre il surplus di parte corrente da 13 mld. di Usd. del 2003 a 11 mld. di Usd. nel 2004, pari comunque al 9,8% del Pil. Sul fronte delle importazioni l'aumento della domanda interna e della produzione hanno contribuito a far crescere l'import del 28 per cento nel periodo gennaio-luglio 2004 rispetto all'anno precedente. La crescita delle esportazioni in valore nei primi sette mesi del 2004 è stata maggiore del 21 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2003.

Il rafforzamento si spiega principalmente con il favorevole andamento dell'export elettronico che conta per il 56% del totale e che nel periodo gennaio-luglio 2004 è cresciuto del 16 per cento rispetto ai primi sette mesi dell'anno scorso. Il rialzo dei prezzi e l'aumento dei volumi hanno incrementato anche i ricavi derivanti dall'export di gas e petrolio (che insieme pesano il 7% dell'export totale), olio di palma e gomma. Un importante fattore di stimolo dovrebbe provenire dagli sforzi operati per l'allargamento del mercato nell'est e nel sud-est asiatico, anche se continuano ad essere gli Stati Uniti il principale mercato di sbocco per i prodotti malesi.



POLONIA: RIPRESA MINACCIATA DA INFLAZIONE E DEFICIT

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

- La Polonia ha accelerato il ritmo di sviluppo nel 2003-2004, ma ha visto lievitare anche l'inflazione e non è riuscita a contenere il deficit di bilancio.
- La Banca centrale ha avviato una manovra restrittiva per riportare l'inflazione entro il target del 2,5%. Stretta monetaria e rallentamento economico internazionale, evidente dal II trimestre 2004, rischiano di frenare il Pil nel 2005.

Dal 1989 in Polonia si sono alternate al governo coalizioni guidate da partiti ispirati dal "movimento sindacale di solidarietà" oppure dai comunisti confluiti nel partito Alleanza Democratica di Sinistra (SLD), di ispirazione social-democratica. Alle elezioni parlamentari del 23 settembre 2001, SLD ha guadagnato la maggioranza dei seggi in parlamento (200 nel Sejm) e ha formato una coalizione governativa con il Partito dei contadini polacchi (PSL) e con l'Unione dei Lavoratori (UP). Il primo marzo 2003 il PSL è uscito dalla coalizione, mettendo SLD e UP nella condizione di formare un governo di minoranza, guidato dal primo ministro Leszek Miller (SLD) dimessosi il 2 maggio. La crisi è stata risolta con la formazione di un nuovo governo guidato da Marek Belka che si sottoporrà a un nuovo voto di fiducia parlamentare in ottobre. Qualora Belka non ottenesse la fiducia, le elezioni parlamentari potrebbero essere anticipate a inizio del 2005 invece che a settembre 2005. La Polonia ha un parlamento bicamerale composto da una Camera Bassa o Sejm che conta 460 seggi e da una Camera Alta o Senato di 100 seggi.

La Polonia ha accelerato il ritmo di sviluppo al 3,7% nel 2003 e al 6,9% nel I trimestre del 2004 grazie alla vivacità di esportazioni e consumi. Pur ipotizzando un rallentamento nella seconda metà del 2004, sulla scia di una decelerazione internazionale e di una politica monetaria restrittiva, l'incremento del Pil dovrebbe attestarsi intorno al 6% in media d'anno portandosi verso il 5% nel 2005. Una lunga fase di debolezza dello zloty (nel 2003 e nei primi mesi del 2004), politica monetaria e di bilancio espansive, aumento di esportazioni e produttività hanno costituito il mix che ha trainato la Polonia fuori dalla stagnazione del 2001-2002. Lo zloty ha ripreso a rafforzarsi soprattutto nei confronti dell'euro da giugno su attese di aumenti dei tassi. L'inflazione è rapidamente risalita dai minimi del 2003 (0,7% in media d'anno), portandosi al 4,6% di luglio 2004 al traino dei corsi petroliferi e alimentari ed eccedendo per tre mesi consecutivi l'obiettivo inflazionistico della Banca centrale polacca (Bcp) fissato al 2,5%.

La Bcp ha reagito inaugurando una manovra monetaria restrittiva il primo luglio 2004 con un aumento di 50 centesimi del saggio guida dal 5,25% al 5,75% e ha proseguito con due ulteriori strette decise il 29 luglio (+25 punti base) e il 25 agosto (+50 pb) che hanno innalzato il tasso repo al 6,5%. Le attese puntano al proseguimento della manovra per riportare l'inflazione verso il target del 2,5%. Erano circa quattro anni che la Bcp non alzava i tassi dopo aver intrapreso una strategia espansiva a marzo 2001, concretizzatasi in 20 tagli del saggio guida nell'arco di due anni e mezzo per contrastare il rallentamento economico del 2001. Tra marzo 2001 e luglio 2003 il tasso repo a 14 giorni era stato ridotto dal 19% al 5,25%.

La politica fiscale è stata a lungo espansiva in Polonia, provocando il rapido aumento del deficit e del debito pubblico. In base alla classificazione Eurostat (ESA 95), valida con riferimento ai parametri di Maastricht, il deficit/Pil è salito dall'1,8% del 2000 al 4,1% del 2004 e il debito/Pil è lievitato dal 36,6% al 45,4%. Nel 2004 è atteso un ulteriore peggioramento dei conti pubblici a causa dei costi sostenuti per l'ingresso nella Ue e agli alleggerimenti fiscali sui redditi. D'altro canto, i maggiori incassi derivanti da una crescita superiore alle attese dovrebbero limitare il deterioramento del deficit pubblico, che potrebbe espandersi intorno al 6% del Pil. Le preoccupazioni sollevate dal rapido aumento del debito/Pil, che trova ribadito nel dettato costituzionale il divieto di superare il 60%, hanno spinto le autorità a ratificare un programma di tagli alla spesa pubblica denominato "piano Hausner". Il nuovo primo ministro Marek Belka ha confermato il "piano Hausner" edulcorandone però i tagli programmati. Si punta inoltre ad un'accelerazione delle privatizzazioni, rimaste in stallo a causa dell'instabilità politica, con l'obiettivo di incassare circa 1,8 miliardi di \$ all'anno tra il 2004 e il 2006 che quest'anno dovrebbero derivare dalla vendita del 30% del pacchetto azionario detenuto dal governo in PKO BP, la principale banca polacca controllata dallo Stato. Valutando difficile l'applicazione dei tagli alle spese, sembra realistico pensare a una riduzione del deficit molto graduale nei prossimi anni.

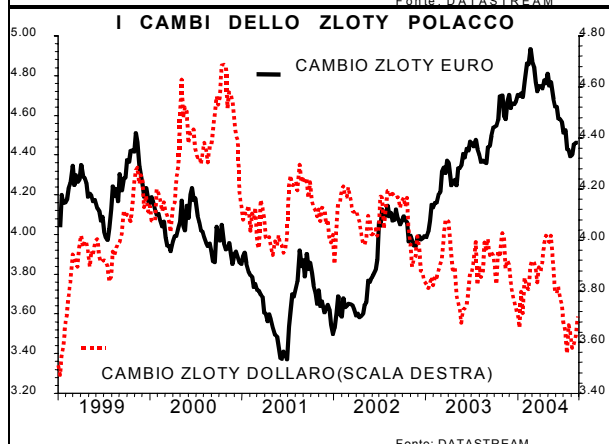
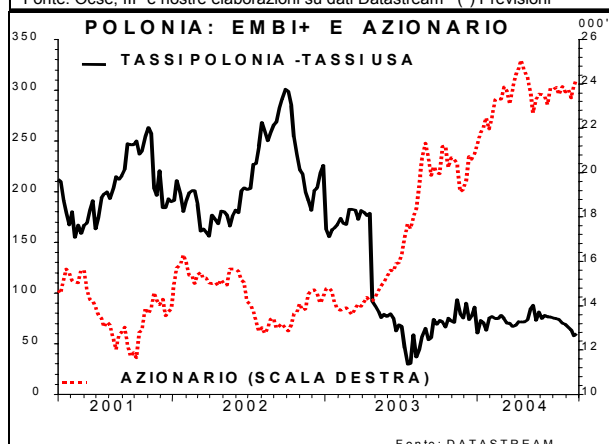
Inflazione, deficit e debito pubblico elevati agiscono come fonti di instabilità per i rendimenti a lungo termine e per lo zloty, allontanando il rispetto dei parametri di Maastricht e l'adozione dell'euro dopo l'ingresso nella Ue avvenuto a maggio 2004.

Polonia	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	38,2	38,7	
Pil pro capite (in \$ Usa)	10.477	10.714	
Pil (var. % annua in termini reali)	1,4	3,7	5,9
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,9	0,7	3,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	4,08	3,89	3,76
Debito estero (in % del Pil)	43,5	49,5	46,4

Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's	S&P	FITCH
	A2	BBB+	BBB+

Rating Eca	Classe 2
------------	----------

Fonte: Ocse, IIF e nostre elaborazioni su dati Datastream (*) Previsioni



IMPRESSE UE: LE NUOVE NATE

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

- In Europa negli ultimi anni le imprese neonate sono state più numerose nel comparto delle costruzioni e in quello dei servizi. Nel manifatturiero l'ingresso risulta talvolta frenato dai maggiori investimenti in beni capitali necessari nella fase di avvio.
- La dimensione media delle nuove imprese è molto bassa, anche se la capacità di sopravvivenza delle aziende con oltre 20 addetti è più elevata.
- In Italia nel II trimestre 2004 il numero di nuove imprese ha registrato il valore più elevato degli ultimi dodici anni. Le imprese di costruzioni, per la prima volta, superano in numerosità quelle del manifatturiero.

Nei paesi della Ue la flessione del ciclo economico registrata negli ultimi anni si è riflessa in modo piuttosto netto in un rallentamento delle nascite di nuove imprese. Secondo una recente indagine Eurostat condotta con riferimento ad alcuni paesi della "vecchia Ue-15", il tasso di natalità (numero di nuove imprese sul totale delle imprese attive) è risultato superiore al 10% solo in Lussemburgo (12,2%) e in Norvegia (10,1%). Tra i paesi più grandi il più "fecondo" è risultato la Spagna (9,1%), mentre in Italia il valore è pari al 7,7%.

Nel complesso, il numero di nuove imprese nel comparto industriale risulta sistematicamente più basso di quello nel settore dei servizi o nelle costruzioni (5,6% in media nei paesi censiti contro il 10,1% nei servizi e l'8,4% nelle costruzioni), ciò si deve probabilmente ai maggiori investimenti in beni capitali necessari per la fase di avvio nel settore industriale rispetto agli altri. A parte cinque paesi (Spagna, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Finlandia) dove sono le imprese costruttrici le neonate più numerose, negli altri è il comparto dei servizi a rappresentare la "culla" più capiente; in particolare, i tassi più elevati si osservano nei settori dell'intermediazione finanziaria e nelle attività legate ai servizi immobiliari e dell'istruzione; per contro, nel comparto dei trasporti il tasso di natalità è stato simile a quello industriale (non superiore al 6%). Nei settori a forte connotazione tecnologica il tasso di natalità risulta in media più elevato; anche in questo caso, tuttavia, il comparto manifatturiero (sebbene presenti valori più elevati rispetto al "manifatturiero tradizionale") è ampiamente dietro quello dei servizi.

In media, dopo un anno dalla nascita sopravvive poco più dell'80% del complesso delle nuove imprese, la percentuale si abbassa al 70% circa nel secondo anno mentre arriva al compimento dei tre anni il 60% circa delle imprese. Il tasso di sopravvivenza a tre anni più elevato si osserva nei Paesi Bassi (66,9%), quello più basso in Danimarca (53,5%). In Italia il tasso di sopravvivenza a tre anni stimato è del 62,3% per l'intera economia, combinazione di un massimo del 66,4% nel settore delle costruzioni e di un minimo (61,1%) in quello dei servizi. In generale, le imprese industriali e quelle di costruzioni hanno una maggiore probabilità di sopravvivenza rispetto a quelle di servizio.

Tra le nuove imprese nate la maggior parte presenta la forma di ditta individuale, in questa forma legale sono registrate oltre il 50% delle nate nell'anno di rilevazione (ad eccezione che in Lussemburgo, dove la percentuale non supera il 25%). Il valore più elevato si osserva in Italia dove tuttavia questa forma perde posizioni rispetto agli anni precedenti.

Il tasso di natalità presenta una correlazione negativa piuttosto marcata con la dimensione: dal 10,5% per le imprese senza dipendenti si passa infatti al 5,2% delle imprese con 1-4 addetti, fino allo 0,1% per quelle con oltre 20 addetti. Per questo motivo, la dimensione media delle nuove imprese è piuttosto ridotta, essa è pari a 1,7 dipendenti per l'insieme dei paesi censiti, con un valore massimo di 3,7 dipendenti in Portogallo. Per contro, le imprese più grandi presentano tassi di sopravvivenza più elevati: in alcuni paesi infatti la totalità delle imprese con oltre 20 addetti supera il primo anno di vita.

In Italia i dati Unioncamere relativi al II trimestre 2004 mostrano una crescita nel numero di nuove imprese che, al netto delle cessazioni, porta il valore dello stock complessivo a 4.972.110 imprese. La crescita nel trimestre (la più alta degli ultimi dodici anni), si deve soprattutto alle imprese di costruzioni che pertanto, a fine giugno, per la prima volta superano in numerosità quelle del manifatturiero, e si collocano dietro le 1.570.567 operanti nel commercio, (che presentano un saldo positivo di 11.582 imprese).

Con riferimento al valore aggiunto realizzato, nel complesso dei 15 vecchi paesi della Ue le nuove imprese hanno lasciato invariata la struttura produttiva: i tre principali settori del manifatturiero rimangono infatti quelli produttori di macchinari e impianti, di prodotti alimentari e di prodotti chimici. Nel settore dei servizi rimane in evidenza il comparto del commercio (all'ingrosso e al dettaglio).

PRINCIPALI SETTORI IN ALCUNI PAESI DELLA UE (per valore aggiunto prodotto)

SETTORI INDUSTRIALI NON MANIFATTURIERI			
Ue-15	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Estrazione di petrolio e gas
Germania	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Estrazione di carbone
Spagna	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Distribuzione e purificazione di acqua
Francia	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Distribuzione e purificazione di acqua
Italia	Costruzioni	Elettricità, gas, acqua	Estrazione di petrolio e gas
Regno Unito	Costruzioni	Estrazione di petrolio e gas	Elettricità, gas, acqua
MANIFATTURIERO			
Ue-15	Macchinari e impianti	Alimentare	Chimica
Germania	Macchinari e impianti	Autoveicoli	Chimica
Spagna	Alimentare	Prodotti in metallo	Chimica
Francia	Alimentare	Chimica	Prodotti in metallo
Italia	Macchinari e impianti	Prodotti in metallo	Alimentare
Regno Unito	Alimentare	Editoria e stampa	Chimica
SERVIZI			
Ue-15	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Germania	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Spagna	Commercio all'ingrosso	Altre attività	Commercio al dettaglio
Francia	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Italia	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio
Regno Unito	Altre attività	Commercio all'ingrosso	Commercio al dettaglio

Fonte: Eurostat 2003

L'OZIO DEL TORO

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

Il clima di attesa sui mercati azionari è destinato a protrarsi nel tempo. All'incertezza derivante sia dallo stato di salute dell'economia sia dalle tensioni geopolitiche, petrolio compreso, si aggiunge quella delle elezioni presidenziali di novembre.

La fase attendista tende quindi ad espandersi più del previsto, perchè non si intravede la fine o anche solo una rottura nella catena sequenziale degli eventi straordinari, fattori determinanti per l'evolversi degli scenari macroeconomici.

Il ventaglio di incognite all'orizzonte mina le prospettive degli indici azionari impedendone la stabilizzazione del *trend*.

Si rafforza così l'asse *bond*-materie prime, che mantiene un orientamento positivo, leggermente rialzista, in contrasto all'impostazione neutra dell'*equity*.

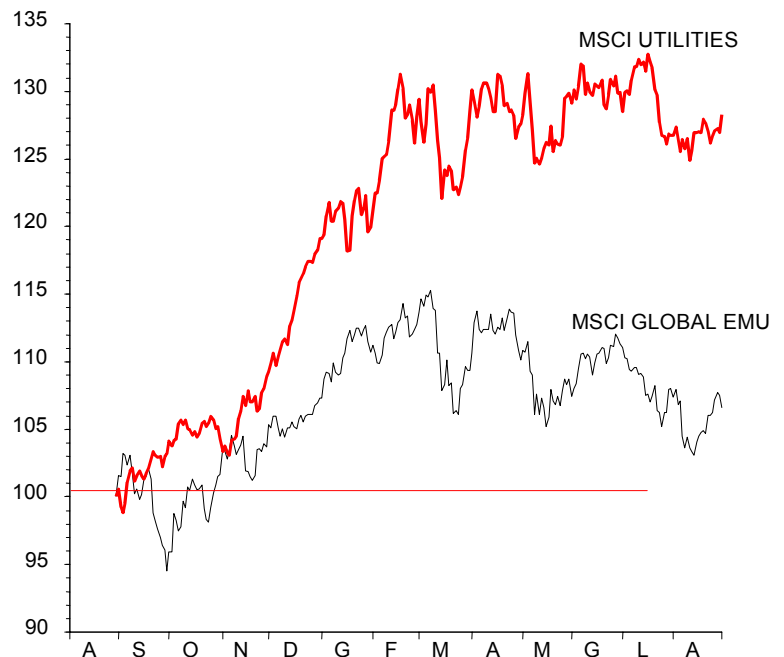
Lo stato di forma dei corsi obbligazionari conferma il cedimento congiunturale soprattutto in Europa, dove i timori di un deragliamento della ripresa in corso sono maggiori e penalizzano le piazze finanziarie continentali a vantaggio di quelle asiatiche e statunitensi.

Si amplia così ulteriormente il divario di redditività tra i panieri Usa ed Euro. I listini americani possono inoltre avvantaggiarsi del traino elezioni anche se selettivo.

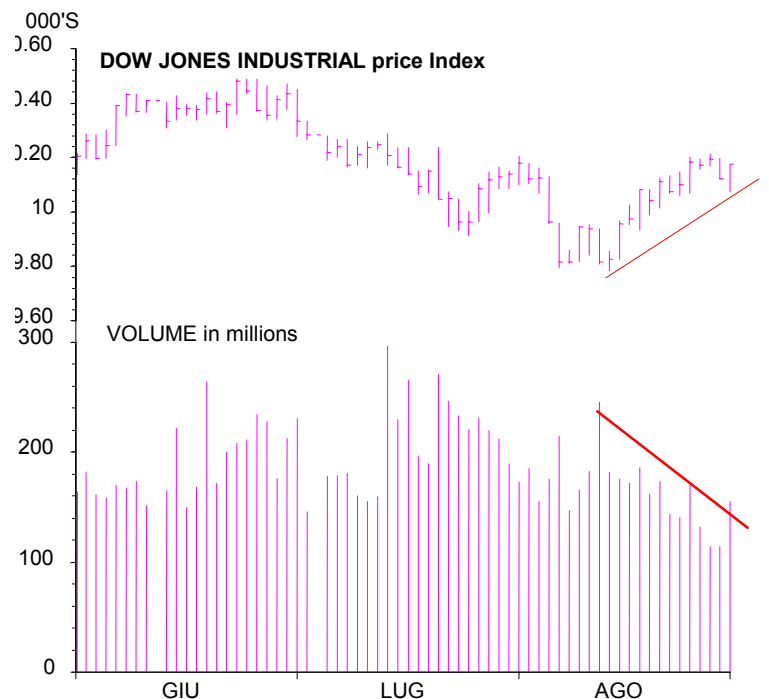
L'ipotesi rialzista di Wall Street sarebbe favorita dal rientro della "bolla petrolio" ma necessita soprattutto dell'indispensabile apporto del comparto dei semiconduttori (indice Sox di Philadelphia), che attualmente sta invece pesando sul recupero dei listini.

È più facile in questo contesto che l'investitore si abbandoni all'inattività e mantenga la liquidità a margine riservandola a futuri ingressi, maggiormente ora che il rischio di *downside* è tornato sui massimi dell'anno.

Un anno di Europa: il vantaggio delle Utilities



La forbice di Wall Street: prezzi in rialzo e volumi in calo

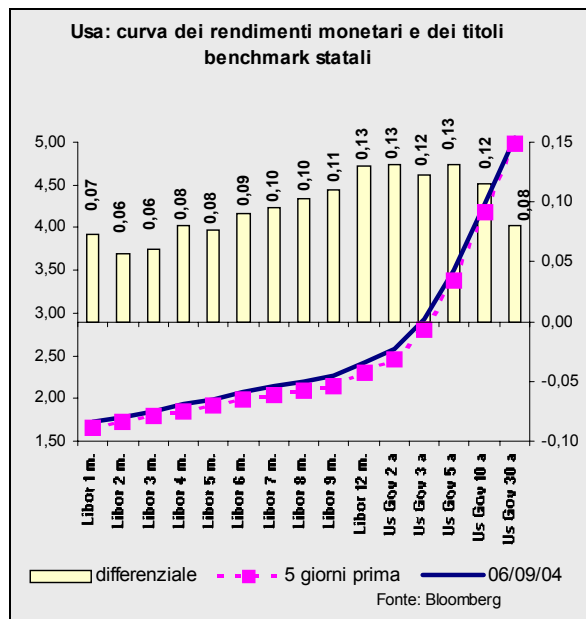


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

- La scorsa settimana l'attenzione è stata focalizzata sulla riunione del Consiglio direttivo della Bce del 2 settembre. Il tasso di riferimento è stato mantenuto invariato al 2%. Nella conferenza stampa al termine della riunione, il presidente Trichet ha evidenziato come, nonostante il tasso d'inflazione permanga oltre l'obiettivo, le aspettative rimangano coerenti con una stabilità dei prezzi di medio periodo. L'inflazione dovrebbe attestarsi all'interno del range 2,1%-2,3% nel 2004 e tra l'1,3% e il 2,3% nel 2005. Rimangono, comunque, diversi fattori di rischio. Forte preoccupazione proviene dall'andamento dei corsi petroliferi. Questi, qualora permanessero su livelli storicamente alti, potrebbero influenzare i processi di formazione dei salari e dei prezzi finali. Particolare attenzione viene, inoltre, prestata all'evoluzione dell'imposizione fiscale indiretta e alla definizione dei prezzi amministrati. Dalle indicazioni di Trichet è emerso che il Consiglio non ha esaminato l'ipotesi di una riduzione dei tassi. Sembra, pertanto, che l'orientamento della Bce si stia gradualmente spostando verso un'impostazione più restrittiva. Al momento continuiamo a ritenere che la Bce manterrà invariati i tassi nel 2004 dato che la crescita economica dovrebbe rimanere al di sotto del potenziale di lungo periodo nell'anno in corso, per poi procedere ad un primo adeguamento del saggio guida nella prima parte del 2005.
- La Bce ha anche diffuso le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro. Nel 2004 il Pil dovrebbe crescere all'interno del range 1,6%-2,2% per poi raggiungere nel 2005 l'1,8%-2,8%. La forte espansione delle esportazioni, implicita nell'ipotesi di un protratto vigore della domanda estera, dovrebbe gradualmente trasmettersi alla domanda interna. La probabile ripresa del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione in miglioramento dal 2005, stimolerebbe i consumi privati. Il positivo contesto internazionale dovrebbe agire da supporto per gli investimenti. Trichet ha inoltre sottolineato che la crescita dovrebbe divenire più sostenibile ed equilibrata, perché non più trainata esclusivamente dalle esportazioni.
- Segnali non incoraggianti provengono, invece, dagli indicatori di fiducia europei. Il PMI del settore manifatturiero è calato in agosto più del previsto, a 53,9 da 54,7. Anche l'indice relativo al comparto dei servizi ha subito un rallentamento superiore alle attese, da 55,3 a 54,5. La riduzione ha interessato tutte le principali economie dell'area. I valori del mese di agosto rimangono, comunque, al di sopra della soglia dei 50 ritenuta lo spartiacque tra espansione e contrazione dell'economia.
- La ripresa economica in corso non è al momento sufficientemente forte per stimolare l'occupazione. In luglio il tasso di disoccupazione europeo è rimasto invariato al 9%. Il numero dei senza lavoro in Germania è aumentato di 24 mila unità su base stagionalizzata, sebbene il tasso di disoccupazione sia rimasto al 10,6% in agosto. Le pressioni sui costi, derivanti dalle tensioni sui mercati petroliferi e il rallentamento dell'economia mondiale del II trimestre, hanno rappresentato un freno all'aumento degli occupati che, a sua volta, ha indebolito le vendite al dettaglio rallentate in luglio allo 0,4% m/m dal 2,1% di giugno. I primi dati di agosto suggeriscono la possibilità di una lieve decelerazione nel trimestre in corso presso gli Euro-12.
- Negli Usa, i dati relativi al mercato del lavoro hanno evidenziato una positiva ripresa in agosto. Le imprese Usa hanno creato 144 mila nuove buste paga, contro una previsione di consenso di 150 mila, concentrate nel settore dei servizi con 108 mila nuovi occupati. Il dipartimento del lavoro ha, inoltre, rivisto al rialzo i dati del mese di luglio (da 32 mila a 73 mila) e quelli di giugno (da 78 mila a 96 mila). Il tasso di disoccupazione ha registrato un miglioramento da 5,5% di luglio al 5,4% di agosto. La tenuta del mercato del lavoro, cruciale per sostenere i consumi con il venire meno degli aiuti fiscali, ha indotto un sensibile aumento dei tassi sui titoli di Stato concentrato prevalentemente sulle durate più ravvicinate, inducendo un appiattimento della curva per scadenze, e un rafforzamento del dollaro. L'attesa di un rallentamento dell'economia Usa verso il suo potenziale di crescita di lungo periodo sembra intanto essere avvalorata dagli indicatori di fiducia: in agosto l'ISM manifatturiero è passato da 62 di luglio a 59, mentre quello dei servizi da 64,8 si è ridotto a 58,2.
- I riflettori del mercato sono ora puntati sull'audizione di Greenspan alla Commissione Bilancio della Camera in calendario per mercoledì, per cogliere indicazioni sul *timing* del prossimo ritocco all'insù dei *Federal Fund*.



	dati storici		06/09/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen - dollaro	115,03	109,41	110,2	108,0	105,0
dollaro - euro	1,122	1,214	1,207	1,230	1,250
yen - euro	129,1	132,8	133,0	132,8	131,3
sterlina - euro	0,697	0,664	0,679	0,680	0,693
Euro tassi a 3 mesi					
dollaro	1,14	1,50	1,85	2,00	3,00
euro	2,15	2,11	2,12	2,25	2,80
yen	0,05	0,05	0,05	0,08	0,15
sterlina	3,70	4,79	4,95	5,20	5,40
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,27	4,72	4,29	4,50	4,30
Germania	4,20	4,33	4,13	4,30	4,20
Giappone	1,45	1,74	1,61	1,90	1,80
Italia	4,31	4,54	4,32	4,50	4,40
Gra Bretagna	4,63	5,18	4,98	5,00	4,90

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

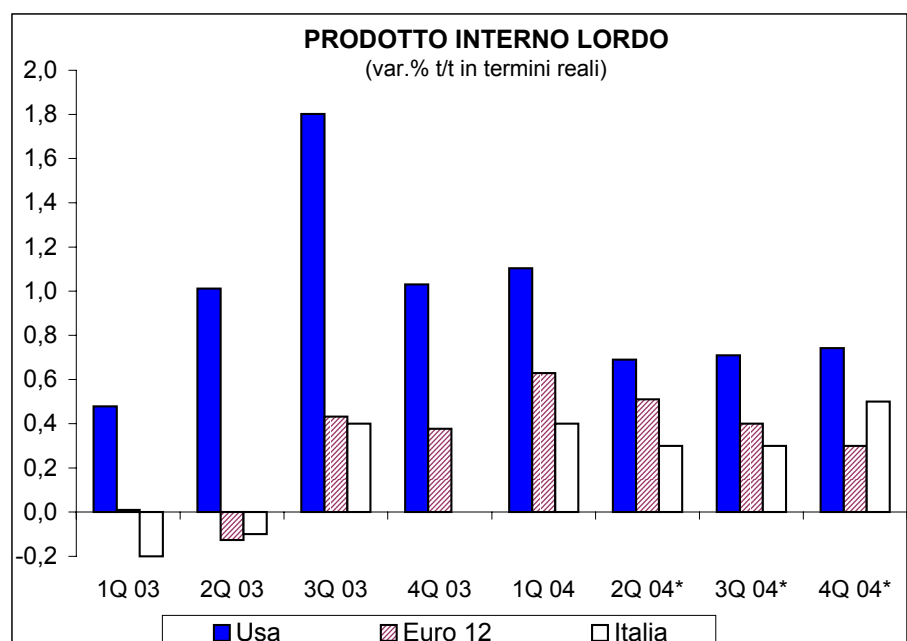
AREA EURO

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

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

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

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

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

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

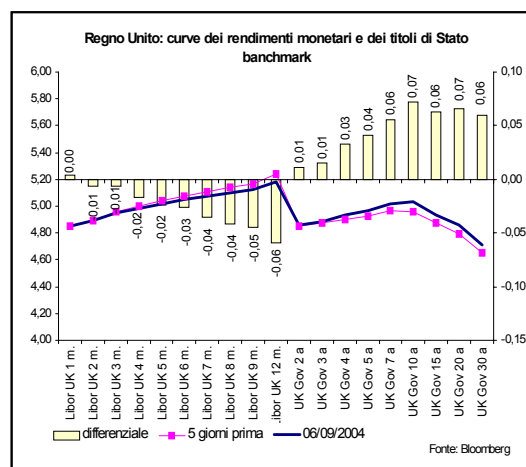
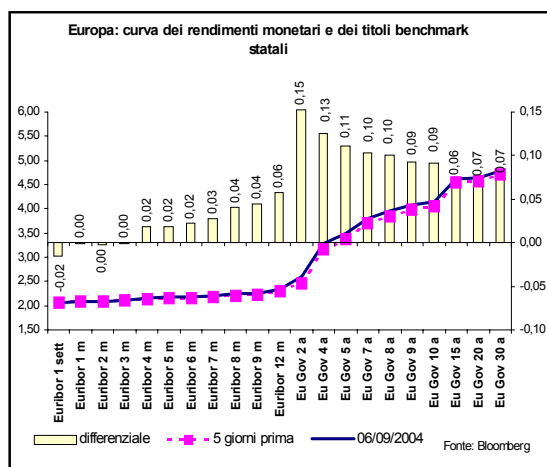
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



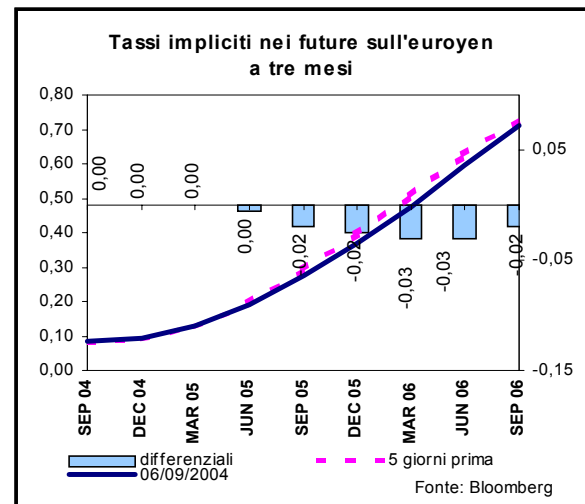
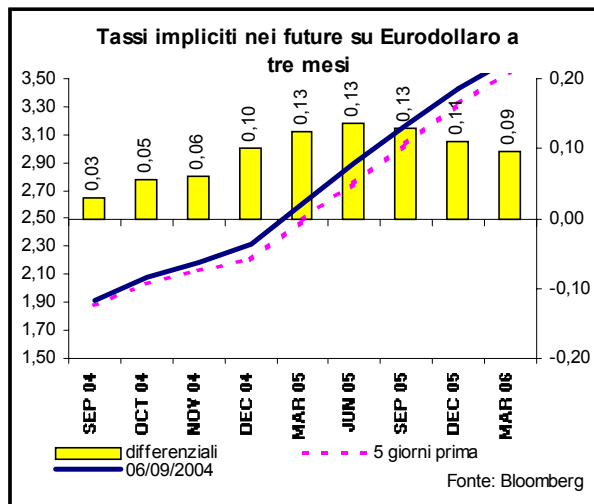
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	3/9/04	- 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	1,218	1,209	1,202	1,078	1,049	1,179	0,7	1,3	12,9	16,1	3,3
Canada	1,580	1,579	1,604	1,505	1,655	1,800	0,1	-1,5	5,0	-4,5	-12,2
Australia	1,745	1,709	1,718	1,694	1,856	1,910	2,1	1,6	3,0	-6,0	-8,6
Nuova Zelanda	1,862	1,842	1,883	1,908	1,998	2,223	1,1	-1,1	-2,4	-6,8	-16,2
Giappone	133,0	132,4	133,2	125,4	124,4	133,7	0,5	-0,2	6,0	6,9	-0,6
Argentina	3,618	3,621	3,608	3,221	3,531	1,180	-0,1	0,3	12,3	2,4	206,6
Svizzera	1,534	1,540	1,541	1,532	1,452	1,617	-0,4	-0,5	0,1	5,6	-5,1
Regno Unito	0,680	0,672	0,661	0,690	0,651	0,711	1,2	2,9	-1,5	4,5	-4,4
Svezia	9,137	9,123	9,209	9,149	9,153	9,470	0,2	-0,8	-0,1	-0,2	-3,5
Danimarca	7,437	7,437	7,436	7,426	7,429	7,450	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,2
Norvegia	8,312	8,353	8,426	8,235	7,276	8,855	-0,5	-1,4	0,9	14,2	-6,1
Cipro	0,577	0,578	0,580	0,583	0,573	0,582	0,0	-0,4	-1,0	0,7	-0,9
Repubblica Ceca	31,66	31,84	31,75	32,39	31,58	35,11	-0,6	-0,3	-2,3	0,2	-9,8
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	247,7	249,1	250,8	256,9	236,3	251,5	-0,6	-1,2	-3,6	4,8	-1,5
Lettonia	0,659	0,656	0,653	0,625	0,614	0,667	0,5	0,9	5,4	7,3	-1,2
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,428	0,426	0,425	0,424	0,418	0,443	0,3	0,7	0,8	2,2	-3,5
Slovacchia	40,13	40,22	40,08	41,94	41,50	42,99	-0,2	0,1	-4,3	-3,3	-6,7
Slovenia	240,0	240,0	240,0	235,0	230,2	189,0	0,0	0,0	2,1	4,3	26,9
Polonia	4,4319	4,464	4,419	4,347	4,021	4,071	-0,7	0,3	2,0	10,2	8,9
Russia	35,22	35,18	35,20	33,12	33,53	25,32	0,1	0,0	6,3	5,0	39,1
EURO	90,2	90,1	89,8	87,4	84,5	93,3	0,1	0,5	3,3	6,8	-3,3
cambio effettivo nominale											

Fonte : Datastream

PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute											
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	3/9/04	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02					
Canada	1,300	1,314	1,318	1,381	1,572	1,598	1,0	1,4	6,2	20,9	22,9
Australia (*)	0,690	0,703	0,706	0,640	0,562	0,516	-1,9	-2,3	7,8	22,8	33,7
Nuova Zelanda (*)	0,648	0,654	0,646	0,569	0,524	0,425	-0,8	0,3	14,0	23,7	52,5
Giappone	110,5	109,9	110,7	115,9	118,8	131,8	-0,6	0,1	4,9	7,5	19,3
Corea del Sud	1.152	1.156	1.166	1.177	1.200	1.320	0,4	1,3	2,2	4,2	14,7
Filippine	56,12	56,16	55,73	54,81	53,60	51,60	0,1	-0,7	-2,3	-4,5	-8,0
Indonesia	9.271	9.310	9.175	8.470	8.950	10.370	0,4	-1,0	-8,6	-3,5	11,9
Singapore	1,704	1,711	1,719	1,757	1,734	1,849	0,5	0,9	3,1	1,8	8,5
Thailandia	41,55	41,60	41,38	40,75	43,11	44,05	0,1	-0,4	-1,9	3,8	6,0
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	46,28	46,28	46,38	46,00	47,97	48,27	0,0	0,2	-0,6	3,7	4,3
Argentina	3,00	3,01	3,00	3,01	3,36	1,00	0,3	-0,1	0,3	12,0	-66,8
Brasile	2,93	2,95	3,05	2,96	3,54	2,30	0,8	4,2	1,1	20,9	-21,6
Cile	622,2	627,4	643,0	691,3	720,3	646,3	0,8	3,3	11,1	15,8	3,9
Colombia	2.565	2.576	2.605	2.820	2.867	2.297	0,4	1,5	9,9	11,8	-10,5
Messico	11,54	11,37	11,41	10,94	10,46	9,11	-1,4	-1,1	-5,2	-9,3	-21,0
Perù	3,39	3,35	3,42	3,48	3,50	3,44	-1,1	1,0	2,9	3,5	1,7
Uruguay	28,40	29,09	29,19	27,68	27,20	14,75	2,4	2,8	-2,5	-4,2	-48,1
Venezuela	2.595	2.693	2.656	1.598	1.387	759	3,8	2,4	-38,4	-46,6	-70,7
Israele	4,52	4,55	4,53	4,45	4,75	4,48	0,5	0,2	-1,7	5,0	-0,9
Sud Africa	6,63	6,74	6,26	7,25	8,57	12,37	1,7	-5,6	9,4	29,3	86,6
Turchia	1.504.342	1.500.802	1.471.014	1.391.242	1.643.699	1.429.847	-0,2	-2,2	-7,5	9,3	-5,0
Area dell'Euro (*)	1,218	1,209	1,202	1,078	1,049	0,904	0,7	1,3	12,9	16,1	34,7
Regno Unito (*)	1,777	1,790	1,824	1,572	1,610	1,439	-0,7	-2,6	13,1	10,4	23,5
Svizzera	1,272	1,284	1,280	1,416	1,383	1,650	0,9	0,6	11,3	8,8	29,8
Danimarca	6,17	6,19	6,17	6,85	7,08	8,28	0,4	0,1	11,0	14,8	34,3
Norvegia	6,88	6,91	7,01	7,64	6,97	8,87	0,5	1,9	11,0	1,3	28,9
Svezia	7,57	7,61	7,64	8,41	8,69	10,28	0,5	0,9	11,1	14,9	35,8
Russia	29,23	29,22	29,14	30,55	31,78	30,14	0,0	-0,3	4,5	8,7	3,1
Polonia	3,66	3,70	3,66	4,05	3,81	3,96	1,0	-0,1	10,7	4,0	8,0
Repubblica Ceca	26,00	26,35	26,40	30,03	30,14	35,27	1,4	1,6	15,5	15,9	35,7
Ungheria	205,5	206,9	208,1	236,5	224,9	272,9	0,6	1,2	15,1	9,4	32,8
DOLLARO USA	97,2	97,0	97,4	105,3	110,5	122,0	0,2	-0,2	-7,7	-12,0	-20,3

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 7 AL 13/9/ 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 7	Stati Uniti: discorso di Mc Teer della Federal Reserve
Mercoledì 8	Stati Uniti: audizione di Greenspan sullo scenario economico e fiscale alla Commissione Bilancio della Camera Stati Uniti: Beige Book 📖
Giovedì 9	Area Euro: la Bce pubblica il Bollettino mensile di settembre Stati Uniti: discorso di Yellen della Federal Reserve sull'economia
Venerdì 10	Area Euro: il Presidente della BCE Trichet interviene a Maastricht Stati Uniti: discorso di Pianalto della Federal Reserve sull'economia Stati Uniti: intervento di Gramlich sul settore immobiliare

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 7	Italia	Indice di fiducia dei consumatori	agosto	100,8	101,7
	Regno Unito	Produzione industriale	luglio	-0,3% m/m; 0,5% a/a	0,4% m/m; 0,4% a/a
	Germania	Produzione industriale	luglio	-1,5% m/m; 2,6% a/a	1,6% m/m; 2,2% a/a
	Area Euro	Pil (2 stima)	II tr. 04	0,6% t/t; 1,3% a/a	0,5% t/t; 2,0% a/a
Mercoledì 8	Italia	Indice di fiducia delle imprese	agosto	95,0	94,5
		Bilancia commerciale non EU	luglio	-35 milioni	0 milioni
Giovedì 9	Germania	Bilancia commerciale	luglio	14,7 mld	14,9 mld
		Partite correnti	luglio	8,2 mld	6 mld
Venerdì 10	Italia	Pil (2 stima)	II tr. 04	0,4% t/t; 0,7% a/a	0,3% t/t; 1,1% a/a
STATI UNITI					
Mercoledì 8	Stati Uniti	Indice di fiducia settimanale consumat.	settembre	-11	-12
		Credito al consumo	luglio	\$ 6,6 mld	\$ 7,5 mld
Giovedì 9	Stati Uniti	Prezzi all'import	agosto	0,2% m/m; 5,5% a/a	0,6% m/m; 6,1% a/a
		Richieste sussidi di disoccupazione	4 settem.	362.000	345.000
Venerdì 10	Stati Uniti	Bilancia commerciale	luglio	-55,82	-51,0
		Prezzi alla produzione	agosto	0,1% m/m; 4,0% a/a	0,2% m/m; 3,7% a/a
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	agosto	0,1% m/m	0,1% m/m