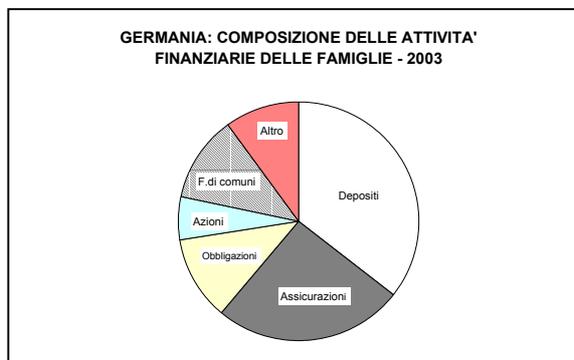
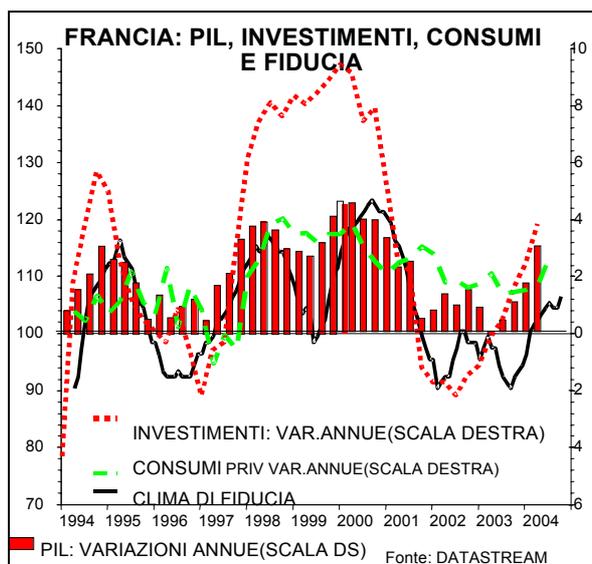


Focus settimanale del Servizio Studi BNL

21 settembre 2004
n. 33 - 2004



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

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

- ✓ Una vivace domanda interna sostiene gli sviluppi congiunturali dell'economia francese. Parallelamente, migliorano le prospettive per il 2005 anche grazie ad iniziative miranti a salvaguardare il potere d'acquisto delle famiglie transalpine e a favorire la rilocalizzazione in Francia di attività produttive.
- ✓ Il risparmio dei tedeschi privilegia la sicurezza. Depositi e polizze assicurative polarizzano gli investimenti finanziari mentre il 62% della ricchezza totale delle famiglie si rivolge alle attività reali.

GIAPPONE: SOLO UNA BATTUTA D'ARRESTO?

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

- Il Giappone nel secondo trimestre ha evidenziato alcuni segnali di rallentamento nel tasso di sviluppo a causa di un freno nelle dinamiche degli investimenti e dell'export. Il tasso di crescita del Pil, nella media del 2004, dovrebbe comunque mantenersi superiore al 4 per cento.
- Restano buoni i segnali provenienti dai consumi delle famiglie, gli indicatori registrano un aumento della fiducia e della propensione al consumo.
- La strategia di politica monetaria mira a incentivare gli investimenti delle imprese, mantenendo uno scenario stabile sui tassi che rimarranno fermi almeno fintanto che l'indice dei prezzi al consumo non riprenderà a crescere stabilmente.

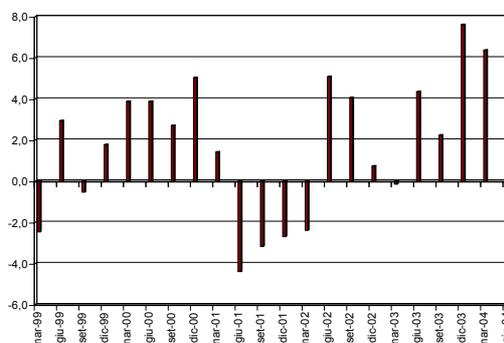
L'economia del Giappone continua a crescere, ma il dato relativo al secondo trimestre del 2004 è stato piuttosto deludente facendo segnare un valore inferiore alle aspettative (0,3 per cento t/t, 1,3 per cento a/a) che lascia presagire un rallentamento nel ritmo di sviluppo. La battuta d'arresto è stata spiegata dal governo giapponese con il forte aumento delle scorte nei settori automobilistico, delle macchine industriali e del cemento, ma soprattutto con una notevole contrazione degli investimenti pubblici (- 7 per cento), mentre la domanda interna continua comunque a crescere. Le cause principali del rallentamento appaiono legate alle dinamiche degli investimenti e dell'export che hanno subito un freno. La riduzione nel flusso di ordinativi delle imprese, che emerge dall'analisi dei dati, anticipa risultati meno brillanti sul fronte produttivo ed evidenzia una preoccupazione dal lato dell'offerta sulle prospettive dell'export. In effetti pur in un contesto di espansione economica, restano dei dubbi sulla effettiva sostenibilità della ripresa: le tendenze in atto fanno pensare a uno scenario meno brillante di quanto prospettato in precedenza con un tasso di crescita medio annuo del Pil che si potrebbe assestare su un +4,1% per il 2004 prima di scendere su valori inferiori al 3% nel 2005, anno in cui si prevede una fase di rallentamento dell'economia mondiale. Il surplus commerciale nei primi sei mesi del 2004 ha fatto registrare un valore pari a 66 mld. di Usd, pur considerando una decelerazione nei mesi a venire, dovuta alle prospettive economiche meno brillanti di Cina e Usa, il surplus dovrebbe raggiungere i 120 mld. di Usd.

Il boom economico della Cina ha fatto salire nel 2003 l'interscambio commerciale con il Giappone a oltre 130 miliardi di dollari, superando per la prima volta il volume dell'import-export Usa-Giappone e con un incremento di oltre il 30% rispetto all'anno precedente. Il dinamismo del commercio estero ha cominciato a portare i suoi benefici effetti anche sul piano interno. Le famiglie giapponesi pesano per il 60% della domanda totale e da un po' di tempo gli indicatori qualitativi registrano un ritorno della fiducia e le statistiche quantitative un aumento della propensione ai consumi: a spendere di più sono adesso gli anziani, le coppie che hanno già pagato il mutuo della casa e le spese di istruzione per i figli e che acquistano prodotti hi-tech o beni di lusso, come pure servizi turistici.

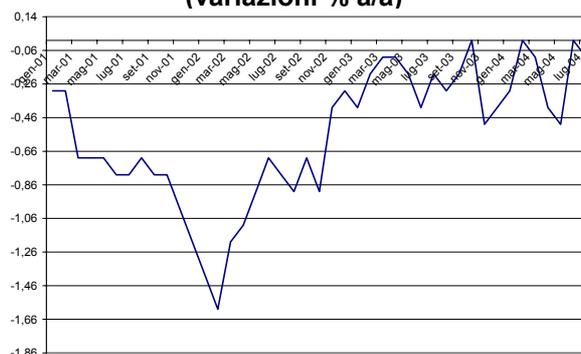
Sul fronte della lotta alla deflazione, mentre l'indice dei prezzi per le materie prime e i beni intermedi ha evidenziato segnali di aumento, l'indice dei prezzi al consumo continua a presentare il segno negativo. La dinamica in atto continuerà a persistere nonostante il livello elevato del prezzo del petrolio anche per effetto dell'abbassamento del prezzo del riso dovuto al confronto statistico con i valori molto elevati toccati l'anno precedente. La contrazione dei prezzi al consumo è inoltre in parte ascrivibile alla diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore delle imprese per l'effetto congiunto degli incrementi di produttività da un lato e della riduzione nel costo del lavoro dall'altro.

La Banca centrale giapponese ha dichiarato di continuare con l'approccio di politica monetaria adottato finora, ossia di non muovere i tassi almeno fintanto che l'indice dei prezzi al consumo non riprenderà stabilmente a crescere. Questa scelta, ha sottolineato più volte il Governatore della Bank of Japan, mira a favorire l'indebitamento delle imprese a costi contenuti e a stabilizzare le attese circa l'evoluzione dei tassi di interesse. In un contesto di ripresa economica le aspettative di tassi di rendimento crescenti degli investimenti aziendali e la percezione di una stabilità nel costo dell'indebitamento costituiscono un incentivo per le imprese ad accrescere il livello degli investimenti.

Pil a prezzi costanti
(variazioni % trimestrali annualizzate)



Indice dei prezzi al consumo
(variazioni % a/a)



Fonte: Datastream

LA FRANCIA ACCELERA LA CRESCITA, MENTRE IL G7 FRENA

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

- L'economia francese cresce di più degli Euro-12, trainata dai consumi e dagli investimenti interni e da gennaio a luglio 2004 ha visto progredire il clima di fiducia nel mondo degli affari.
- Il miglioramento delle aspettative dipende anche da un'ampia gamma di iniziative di politica economica adottate per favorire consumatori e imprenditori.

Le aspettative di consenso, formulate a livello internazionale, nelle ultime settimane hanno rivisto al rialzo le proiezioni sulla crescita economica francese, contrariamente a quanto avvenuto per gli altri paesi del G-7. Il miglioramento delle previsioni per il 2005 coincide con risultati superiori alle attese registrati dal Pil nel II trimestre 2004.

Nei primi due trimestri dell'anno in corso la Francia ha archiviato aumenti congiunturali del Pil di poco superiori allo 0,8%, equivalenti a incrementi tendenziali dell'1,7% tra gennaio-marzo e del 3% tra aprile-giugno. Nei primi sei mesi del 2004 il Pil francese ha segnato, di conseguenza, un aumento del 2,3% che si confronta con il più modesto ritmo di sviluppo della media europea dell'1,7% e mette fine alla stagnazione del 2003, quando la crescita economica si era attestata allo 0,5% annuo sperimentando il peggiore rallentamento nell'arco di un decennio. Considerando che negli Usa, in Giappone e in altri paesi dell'Euro-zona sono emersi sintomi di rallentamento tra aprile e giugno, non si può escludere che anche la Francia decelererà il ritmo di sviluppo nella seconda metà del 2004 penalizzata anche dall'aumento dei costi energetici. Pur ipotizzando un dimezzamento dell'incremento congiunturale del Pil nel III e nel IV trimestre 2004, la crescita economica dovrebbe portarsi intorno al 2,5% in media d'anno. Questa stima coincide con le proiezioni governative.

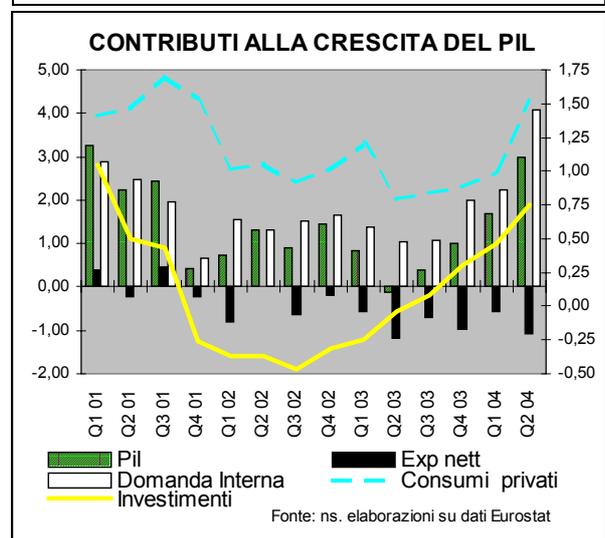
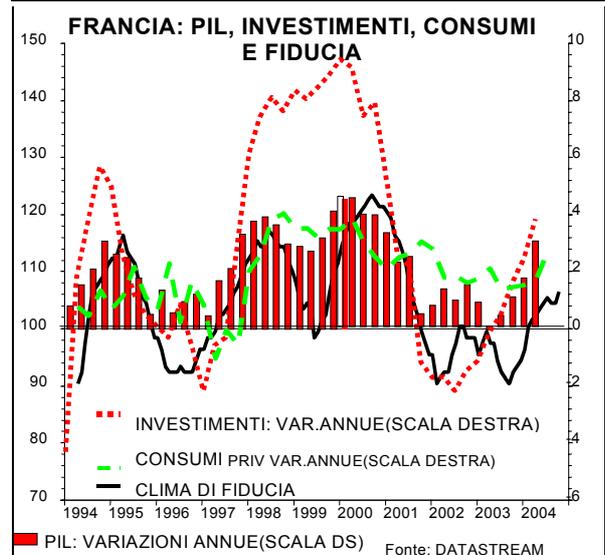
Come mostra il grafico sui contributi alla crescita del Pil, lo sviluppo francese dipende prevalentemente dalla dinamismo della domanda interna, cui si contrappone un contributo netto dall'estero pressoché costantemente negativo. La Francia presenta questo schema di sviluppo dal 1998, pur con diversa intensità a seconda degli anni e con l'eccezione del 2001. Nella prima metà del 2004, l'accelerazione dei consumi si è affiancata al marcato recupero degli investimenti, che ha avuto un qualche benefico impatto sul mercato del lavoro dove il tasso di disoccupazione, che rimane elevato, è sceso in luglio al 9,8% dal precedente 9,9%. E' possibile che il miglioramento occupazionale, seppure modesto, possa favorire i consumi in prospettiva anche se sarà difficile replicare l'aumento registrato nel II trimestre 2004 quando i consumi delle famiglie di prodotti manifatturieri sono avanzati al 5,6% tendenziale, un massimo dal III trimestre del 1999. La produzione manifatturiera ha dato segni di moderata decelerazione in giugno e luglio, dopo il massimo toccato a maggio quando è aumentata dello 0,7% congiunturale e del 3,8% tendenziale, facendo intravedere un moderato rallentamento dal lato dell'offerta.

L'economia francese cresce di più del resto d'Europa, trainata dai consumi e dagli investimenti interni e da gennaio a luglio 2004 ha visto migliorare il clima di fiducia nel mondo degli affari, come mostra il primo grafico. Il progresso dell'umore degli operatori dipende anche da un'ampia gamma di interventi di politica economica a sostegno di consumi e investimenti.

Dopo aver goduto di alleggerimenti fiscali decisi negli scorsi anni, i consumatori francesi sono stati aiutati dall'accordo tra il ministero delle Finanze e la grande distribuzione siglato ai primi di giugno per contenere l'inflazione. I prezzi al consumo hanno visto la variazione congiunturale decelerare in giugno e calare in luglio, ma sono tornati a crescere ad agosto sulla scia dell'aumento dei costi petroliferi, segnando un aumento del 2,4% a/a nei primi otto mesi del 2004. Il controllo della grande distribuzione ha agito in modo selettivo e solo marginalmente sui prezzi dei beni di prima necessità, ma l'iniziativa ha avuto il merito di favorire un risveglio della concorrenza tra imprese della grande distribuzione spingendo i grandi gruppi a intensificare l'impegno nell'"hard discount" che oggi in Francia copre circa il 13% degli acquisti di prodotti alimentari e di largo consumo.

Inoltre, sono allo studio una serie di misure che dovrebbero essere formalizzate nel disegno di legge finanziaria per il 2005 per arginare il fenomeno della delocalizzazione industriale verso paesi a basso costo dei fattori produttivi e per incentivare il rientro di aziende che hanno già praticato questa via. Si punta ad individuare delle aree dove la disoccupazione è più elevata della media nazionale cui destinare circa un miliardo di euro in tre anni da distribuire sotto forma di benefici fiscali e riduzione degli oneri previdenziali. Circa un miliardo di euro sarà destinato a finanziare l'attività di ricerca. Parallelamente, misure di contenimento della spesa pubblica dovrebbero favorire la graduale riduzione del deficit/Pil al 3,6% nel 2005, per cercare di tornare sotto il 3% nel 2006.

FRANCIA	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	60		
Pil pro capite (in \$ Usa p.p.p.)	27.500		
Pil (var. % annua in termini reali)	1,1	0,5	2,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,9	2,1	2,3
Saldo di bilancio/Pil	-3,2	-4,1	-3,6
Debito/Pil	58,6	63,0	64,6
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's Aaa	S&P AAA	FITCH AAA
Fonte: CE, FMI, Bloomberg, Datastream (*) Stime			



GERMANIA: FAMIGLIE CAUTE NEGLI INVESTIMENTI

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

- Nelle rilevazioni Ocse il tasso di risparmio delle famiglie tedesche (10,8%) è tra i più alti insieme a quello delle famiglie francesi.
- L'investimento in attività reali impegna il 62% del patrimonio complessivo delle famiglie ma la percentuale di quelle che abitano in case di proprietà risulta ancora largamente inferiore rispetto al resto del mondo.
- La quota di ricchezza destinata ai depositi bancari perde terreno a favore degli investimenti in fondi comuni e nel comparto assicurativo.

Con un tasso di risparmio relativamente stabile e da oltre un decennio su livelli piuttosto elevati, nei primi anni del nuovo millennio, la Germania si colloca ai primi posti rispetto alle maggiori economie industrializzate per il valore di questo indicatore insieme alla Francia (10,5% contro 11,4% in media, rispettivamente). L'aumento della propensione al risparmio realizzato nello scorso anno (10,8%) ha contribuito alla ripresa della crescita della ricchezza finanziaria (+5,1% a/a, a circa €4.000 mln.) interrotta nel 2002 da una marginale contrazione (-0,2% a/a) verificatasi per la prima volta dal 1949. Attualmente l'ammontare medio di ricchezza finanziaria detenuto da una famiglia tedesca è di circa €100mila, pari a 2,8 volte il reddito annuo disponibile, un livello di poco superiore al picco precedente raggiunto nel 1999 in concomitanza con il rialzo dei corsi azionari. Allo scoppio della bolla dei mercati finanziari si deve poi la riduzione che tale indicatore ha riportato negli anni successivi.

Nella scelta delle attività finanziarie in cui investire il proprio patrimonio il comportamento delle famiglie tedesche negli ultimi quindici anni è stato simile a quello dei maggiori partner europei, con una preferenza verso un profilo di rischio molto contenuto. La crescita del tasso di disoccupazione, del numero di nuclei familiari costituiti da singoli individui, e il permanere di abitudini consolidate nell'allocatione del risparmio, in particolare nella Germania est, sono elementi che hanno contribuito ad orientare gli investimenti prevalentemente verso attività "risk free".

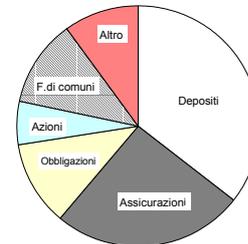
Stante il forte peso del sistema creditizio tedesco nell'economia, il deposito bancario ha costituito e tuttora costituisce la parte prevalente dell'investimento finanziario, seppure con una incidenza che è andata riducendosi nel tempo. Tra il 1991 e il 2003 la quota investita in depositi è scesa di 10 punti percentuali (ora al 35,7%) a causa soprattutto della contrazione dei depositi a medio/lungo termine. I depositi a breve scadenza, infatti, rimangono i preferiti in quanto più idonei ad essere rapidamente spostati, eventualmente, verso altri investimenti più redditizi oltre ad essere oggetto di incentivi da parte dei diversi istituti soggetti a pressioni concorrenziali. Nel corso del 2003 i depositi bancari sono aumentati di €60 mld., totalmente nella forma di depositi a breve.

La porzione di ricchezza finanziaria investita in titoli (attualmente al 33,3% circa) è salita, nel periodo considerato, di 5 punti percentuali riflettendo le aspettative legate al mercato dei titoli azionari (fine anni '90), la diffusione delle operazioni di privatizzazione (soprattutto Deutsche Telekom) e l'introduzione del nuovo mercato (Neuer Markt) chiuso poi definitivamente lo scorso anno. In effetti l'acquisto diretto di azioni da parte delle famiglie tedesche, che raramente ha superato flussi di €5 mld. annui, nel 1999 e nel 2000 si è attestato rispettivamente a €13 e €18 mld.; nel triennio successivo 2001-03 sono però seguiti disinvestimenti per €29, €61 e €15 mld. La delusione causata dal ridimensionamento delle quotazioni dell'investimento azionario (limitato comunque al 9,5% delle famiglie e al 6% delle attività finanziarie) ha portato le famiglie tedesche a riorientare il loro portafoglio verso i più tradizionali titoli obbligazionari e depositi bancari e a diversificare il rischio attraverso la sottoscrizione di fondi comuni. La quota relativa a questi ultimi, rispetto al totale delle attività finanziarie, nel periodo 1991-2003, è, infatti, triplicata (ora a 11,8%) con particolare preferenza per i fondi obbligazionari e immobiliari.

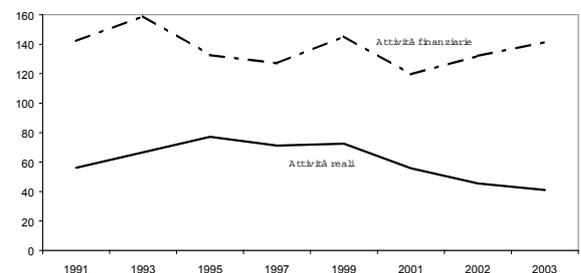
In aumento risulta anche la quota di ricchezza finanziaria destinata alle attività assicurative (25,4%). In particolare a partire dal 2002, in concomitanza con l'avvio della riforma del sistema pensionistico tedesco che prevede una graduale riduzione della parte pubblica, si è realizzato un più incisivo incremento dell'investimento assicurativo privato favorito anche da incentivi fiscali per circa €10 mld. all'anno. Nel periodo 2002-2008 è stato stimato che il 4% degli stipendi dovrebbe confluire in fondi pensione privati.

Diversi fattori hanno contribuito ai profondi cambiamenti che hanno interessato, negli anni '90, la ricchezza investita in attività reali. In particolare, la riduzione dei rendimenti dei titoli obbligazionari, l'introduzione di un'imposta sugli interessi oltre alla crescente domanda di appartamenti in affitto da parte dei numerosi immigrati hanno spinto le famiglie a intensificare l'investimento immobiliare. Questa tendenza è stata favorita non solo dalla continua discesa dei tassi sui mutui ma anche da una politica tesa ad incentivare la proprietà privata, soprattutto nella Germania dell'est. Nella parte orientale del paese, nel corso degli anni '90 la percentuale di famiglie proprietarie della casa di residenza è così salita dal 19% al 30% circa mentre tale indicatore è rimasto stabile al 44% nella Germania dell'ovest, comunque notevolmente al di sotto del valore segnalato dalla World Bank a livello mondiale e pari al 68%. Nel complesso il 62% della ricchezza totale delle famiglie tedesche risulta investito in attività reali ma, dalla fine degli anni '90, i flussi ad esse destinati sono in costante riduzione al contrario di quelli indirizzati verso le attività finanziarie.

GERMANIA: COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE - 2003



GERMANIA: INVESTIMENTI IN ATTIVITA' REALI E FINANZIARIE - Flussi in miliardi di euro



Fonte: Deutsche Bundesbank.

LA MODA IN ATTESA DELLA PRIMAVERA

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

- Tarda ancora la ripresa per l'industria dell'abbigliamento italiana. Nel primo semestre 2004, qualche spunto positivo è giunto dai mercati esteri dove le stime per il secondo trimestre indicano un andamento in crescita (+2%), mentre la situazione resta ancora critica per il mercato interno.
- Andate deluse le aspettative ottimistiche per la campagna ordini autunno-inverno 2004, la moda italiana ha rimandato l'appuntamento con la ripresa alla stagione primavera-estate.
- Il settore dell'abbigliamento ha assistito, negli ultimi anni, a una radicale trasformazione del mercato in cui i cambiamenti negli stili di vita e nei modelli di consumo, l'importanza del marchio e del punto vendita, i vincoli imposti dalla distribuzione, hanno inciso notevolmente sulle realtà aziendali.

Nel primo semestre 2004, l'industria dell'abbigliamento evidenzia, secondo le stime più recenti, una situazione di stabilizzazione: le vendite e la produzione del settore non hanno mostrato segnali di crescita rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Dal lato della domanda qualche spunto positivo è giunto dai mercati esteri dove le stime per il secondo trimestre indicano un andamento in crescita (+2%), mentre la situazione

resta ancora critica per il mercato interno. Segnali negativi provengono invece dal fronte occupazionale che, anche per il secondo trimestre di quest'anno, sconta cedimenti stimati nell'ordine dell'1,6%, dato che, se confermato, configurerebbe il periodo aprile-giugno come il settimo trimestre consecutivo di flessione. In altri termini ci si avvicinerebbe a due anni di calo occupazionale.

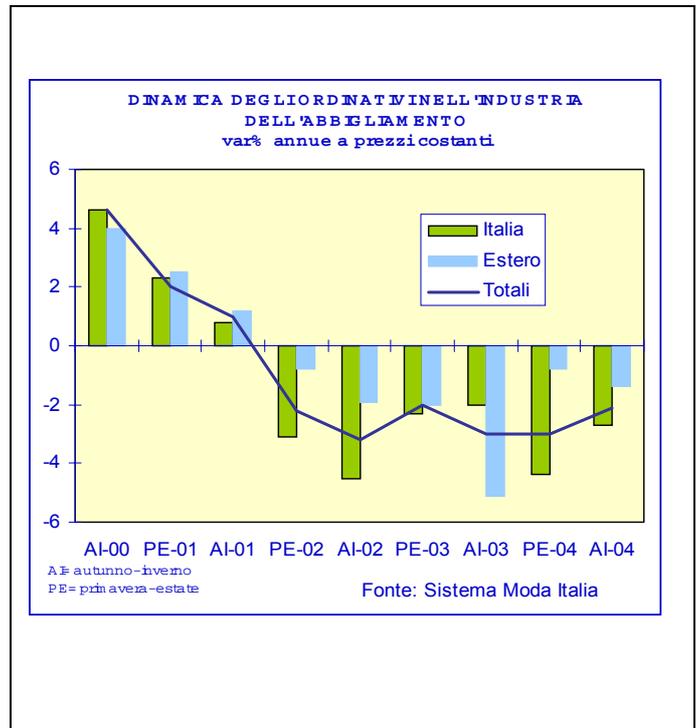
Tra i numerosi comparti del settore, pochi si sono sottratti alla crisi ma non sono mancati esempi di controtendenza: l'abbigliamento maschile ha espresso una crescita produttiva sia nel primo sia nel secondo trimestre (+1,8 e +4,6% rispettivamente); lo *sportwear* è apparso in espansione grazie al sostegno del mercato interno, mentre è stata la domanda estera a trainare l'abbigliamento intimo e la calzetteria femminile.

Nel complesso, tuttavia, la moda italiana stenta a mostrare segni concreti di riavvio del ciclo. Le aspettative ottimistiche maturate dagli operatori nei primi mesi di quest'anno relativamente agli ordini della campagna autunno- inverno 2004-2005 sono andate deluse. A inizio campagna le aziende avevano prospettato incrementi dell'1,3% per gli ordinativi provenienti dall'estero e solo un lieve cedimento per il mercato nazionale (-1,1%). Questi andamenti avrebbero potuto determinare un arresto della lunga fase ciclica negativa che interessa il settore dalla primavera-estate del 2002. I dati definitivi comunicati dalle aziende a fine campagna non hanno confermato tali previsioni, evidenziando un calo delle commesse dall'estero (-1,4%) e un nuovo cedimento (-2,7%) sul fronte interno. L'appuntamento con la ripresa è dunque rimandato e affidato alla raccolta ordini per la stagione primavera-estate 2005.

Non ci si attende, nel breve periodo, un rialzo dei prezzi dato che le imprese sono ancora impegnate in una stretta politica di contenimento dei listini in attesa di un miglioramento congiunturale. Sebbene al momento assenti a monte della filiera, qualche tensione potrebbe giungere dall'aumento dei prezzi delle materie prime, legato anche ai rincari del settore energetico.

La situazione congiunturale che l'industria dell'abbigliamento italiana sta vivendo non è attribuibile soltanto a un'altrettanto poco favorevole congiuntura economica che penalizza da un biennio anche altri settori del *made in Italy*. In questi ultimi anni, il settore del tessile-abbigliamento ha assistito a una radicale trasformazione dell'intera filiera produttiva. Con andamento progressivo, si è modificata la relazione tra domanda e offerta nell'ambito nel comparto dell'abbigliamento, instaurando nuovi rapporti fra le aziende di produzione del tessile, quelle di confezioni e il settore delle vendite al dettaglio. La domanda del mercato è diventata sempre più segmentata e articolata, con esigenze di personalizzazione, frazionamento di prodotti, richieste di consegne rapide, necessità di servizio elevato. I cambiamenti negli stili di vita e nei modelli di consumo - governati da un consumatore instabile - l'importanza fondamentale del marchio e del punto vendita, i vincoli imposti dalla distribuzione hanno inciso notevolmente sulle realtà aziendali. Sono tuttora in corso, anche nei segmenti più competitivi, ristrutturazioni continue, riposizionamenti di prodotti e di aziende, acquisizioni per raggiungere una maggiore massa critica sia produttiva sia distributiva.

La strada più battuta è quella della delocalizzazione delle attività *labour intensive* (filatura, tessitura ecc.) in paesi a basso costo di lavoro, mantenendo in Italia quelle a più elevato valore aggiunto. Ma anche sul piano della qualità e del *design*, da sempre punti di forza del *made in Italy*, la produzione italiana è seriamente penalizzata da concorrenti esteri che dopo aver vinto la sfida della quantità (il 60% dei consumi europei di abbigliamento è soddisfatto da paesi extra comunitari) hanno rapidamente migliorato le loro produzioni. La competizione è destinata ad accentuarsi dal prossimo anno, quando la scadenza dell'Accordo Multifibre esporrà l'industria dell'abbigliamento italiana ed europea all'ingresso delle ingenti produzioni asiatiche. La competizione sarà elevata ma le imprese italiane possono fronteggiarla intraprendendo la strada dell'innovazione, della formazione professionale e del salto dimensionale.



TORO NELLA CORRIDA

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

Il rallentamento della crescita economica si riflette sui mercati finanziari con un pari deterioramento della progressione "accumulativa" avviatasi a fine agosto.

Il Toro entra così suo malgrado in un'arena quanto mai impegnativa, segnata dalle trappole della Corporate America e dall'accanimento inflattivo del greggio. Tutto su un terreno cedevole com'è quello dell'attuale congiuntura.

Profit-warning inattesi sono giunti dal settore del largo consumo, sia dalla fronda europea (Unilever) che statunitense (Colgate Palmolive), proprio da un comparto tradizionalmente affidabile a cui si chiede maggior appoggio in fasi turbolente come questa. Gli allarmi utili di questa ottava seguono quelli precedenti di Nestlé e Coca Cola, a riprova dell'acquisito aumento dei costi delle materie prime e del mutato approccio del consumatore, che si rivolge ormai a prodotti di *stock*, con prezzi più bassi e senza *brand*.

Se cadono punti di riferimento stabilizzanti come i settori del *large-consumer-goods* vuol dire che Wall Street è cara, e ha già iniziato a dismettere i suoi asset lasciando il campo a speculazione e ribassisti.

Discesa che viene però frenata, e in qualche modo compensata (vedi dollaro), dal senso di responsabilità elettorale dell'investitore americano. La vicinanza delle presidenziali rende cioè più motivata la pressione della Fed a mantenere congelati i processi decisionali avviati, soprattutto quelli bearish.

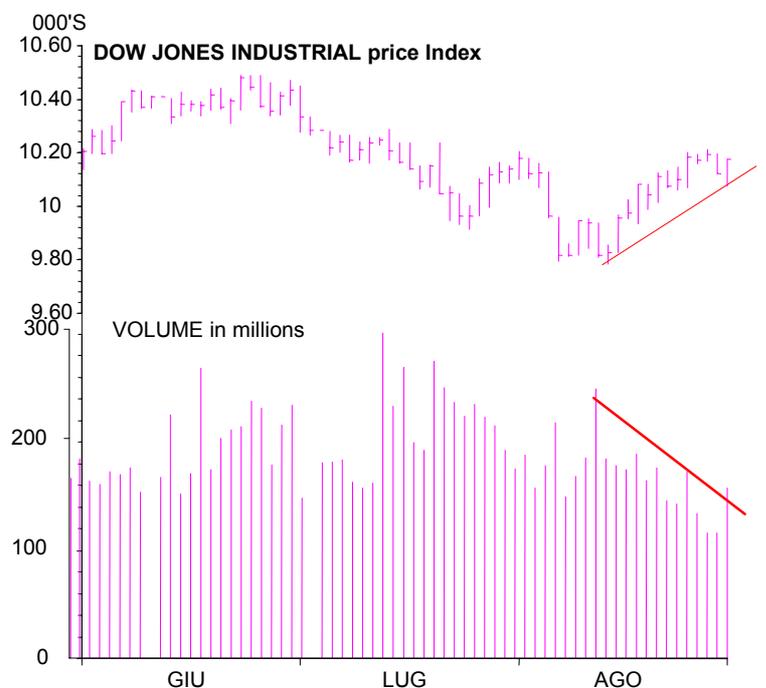
La *moral suasion* di Greenspan rimanda quindi la resa dei conti tra rialzisti e ribassisti lasciando il Toro sospeso nell'arena, minacciato da multipli negativi sempre più pressanti. Le valutazioni correnti non riflettono ancora il peso del premio al rischio e soprattutto di un P/e assolutamente fuori linea.

Le possibilità di riscatto dei mercati azionari restano così confinate alla gran mole di liquidità da piazzare (senza alimentare ulteriormente la bolla immobiliare) e, conseguentemente, alla scarsa appetibilità dell'alternativa obbligazionaria, penalizzata dal *trend* di rialzo dei tassi.

Un anno di Europa: il divario delle *utilities*



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

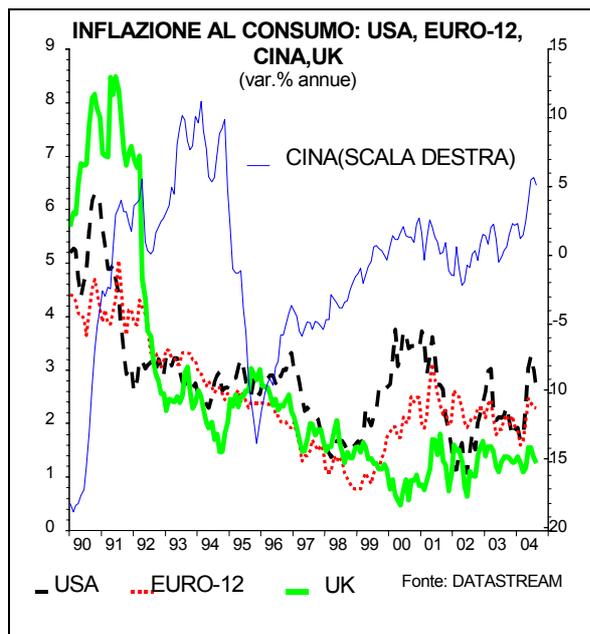


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Negli Usa, si conferma uno sviluppo più moderato dell'economia che si mantiene comunque su livelli di crescita sostenuti in assenza di particolari tensioni inflazionistiche. Infatti, la dinamica dei prezzi al consumo è decelerata in agosto al 2,7% a/a (0,1% m/m) dal 3% tendenziale di luglio.
- Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio di agosto hanno subito un calo dello 0,3% m/m, corrispondente a un +4,9% a/a. La diminuzione congiunturale è stata indotta dal risultato negativo del settore auto, influenzato dal persistere di tensioni sui corsi petroliferi. L'indice depurato da tale settore ha registrato una crescita dello 0,2% m/m (7% a/a) in linea con le previsioni di consenso. Nel bimestre luglio-agosto, le vendite al dettaglio hanno complessivamente segnato un moderato rallentamento confermandosi su livelli di crescita sostenuti al 7,3% a/a solo in lieve discesa dalla media del II trimestre (7,8% a/a). Depurate dal settore auto, le vendite forniscono la stessa informazione diminuendo al 7,6% a/a nella media di luglio-agosto dal 9,4% del II trimestre 2004. Conferma il moderato rallentamento in atto anche l'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan in lieve contrazione a settembre (da 95,9 a 95,8) prevalentemente a causa del calo della percezione della situazione corrente, mentre il miglioramento della componente delle aspettative lascia presagire la futura tenuta dei consumi su livelli soddisfacenti.
- Dal lato dell'offerta, nonostante la produzione industriale di agosto sia aumentata solo dello 0,1% m/m (5,2% a/a) contro una previsione di consenso dello 0,5%, l'incremento medio tendenziale del bimestre luglio-agosto conferma la tenuta del settore produttivo esprimendo lo stesso ritmo di sviluppo del II trimestre (5,2% a/a). Segnali contrastanti provengono dagli indici di fiducia: in aumento per le imprese manifatturiere di New York dove l'Empire State Manufacturing è cresciuto a settembre oltre le attese da 13,22 a 28,34; in diminuzione per l'indice dell'area di Philadelphia al 13,4 dal precedente 28,5. Gli squilibri strutturali dell'economia Usa non accennano però ad arretrare e nel II trimestre del 2004 il deficit della bilancia dei pagamenti di parte corrente ha raggiunto un nuovo record di 166,2 miliardi di dollari.
- Nell'area dell'euro, un'indicazione incoraggiante proviene dalla produzione industriale di luglio cresciuta dello 0,4% m/m e del 2,4% a/a, che all'apertura del III trimestre mantiene un ritmo di sviluppo analogo a quello registrato nel II (2,7% a/a). A livello disaggregato significativi sono stati gli incrementi registrati nei beni di consumo durevoli (+1,7% m/m), nei beni capitali (+0,8% m/m) e nei beni intermedi (+0,7% m/m). Il tasso d'inflazione di agosto è rimasto sotto controllo segnando un +0,2% m/m e confermando la variazione tendenziale di luglio al 2,3%. Tuttavia, l'inflazione core, depurata da prezzi energetici e alimentari, si è portata al 2,2% a/a dal precedente 2,1%. Si incrina però la fiducia degli investitori tedeschi espressa dal calo dell'indice ZEW, che misura le aspettative a sei mesi, a 38,4 dal precedente 45,3.
- Si conferma vigorosa la dinamica congiunturale dell'economia inglese. Ad agosto le vendite al dettaglio sono aumentate oltre le attese dello 0,6% m/m e del 6,5% a/a. Migliorano ancora i dati del mercato del lavoro con il tasso di disoccupazione in calo nel trimestre maggio-luglio al 4,7% dal precedente 4,8%. Nello stesso periodo la crescita dei salari è rallentata al 3,8% tendenziale. L'inflazione al consumo rimane al momento sotto controllo, segnando un +0,3% m/m e +1,3% a/a ad agosto, ma emergono tensioni dai prezzi alla produzione di agosto (+0,2% m/m e +2,6% a/a) e dai fattori produttivi (+1,6% m/m e +4,8% a/a) rendendo probabile un ulteriore aumento del saggio guida che potrebbe essere deciso al meeting della Banca d'Inghilterra del 4 novembre.
- Dalla Cina emergono indicazioni di un probabile rallentamento equilibrato della crescita. Gli investimenti fissi sono cresciuti del 30,3% a/a di agosto, considerando il valore cumulato nei primi otto mesi dell'anno, in decelerazione dal precedente 31,1%. Le vendite al dettaglio sono aumentate del 13,1% tendenziale rendendo possibile un rallentamento degli investimenti che può essere compensato dalla tenuta dei consumi privati, a garanzia di un atterraggio morbido dell'economia. Il tasso d'inflazione si è posizionato oltre il 5% da luglio.



	dati storici		20/09/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	115,03	109,41	109,9	108,0	105,0
dollaro-euro	1,122	1,214	1,217	1,230	1,250
yen-euro	129,1	132,8	133,7	132,8	131,3
sterlina-euro	0,697	0,664	0,681	0,680	0,670
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,14	1,50	1,92	2,00	3,00
euro	2,15	2,11	2,12	2,20	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	4,05	4,40	4,30
Germania	4,20	4,33	4,01	4,30	4,20
Giappone	1,45	1,74	1,51	1,70	1,60
Italia	4,31	4,54	4,18	4,50	4,40
Gran Bretagna	4,63	5,18	4,90	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	0,8
var.% trim su trim annualizzato				1,9	4,1	7,4	4,2	4,5	2,8	2,9	3,3
var.% anno su anno	1,9	3,0	4,2	1,9	2,3	3,5	4,4	5,0	4,7	3,6	3,4

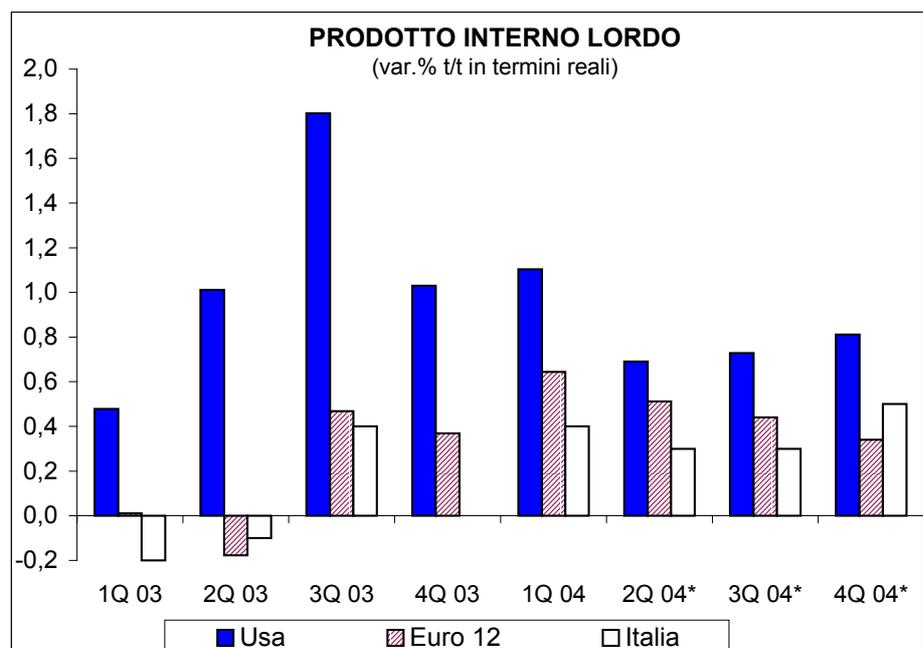
AREA EURO

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

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (dal 21 al 27/9/ 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 21	Stati Uniti: riunione del FOMC 
Mercoledì 22	Gran Bretagna: verbali dell'ultimo incontro di politica monetaria
Giovedì 23	Stati Uniti: verbali della riunione del FOMC del 10 agosto

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Mercoledì 22	Francia	Spese per consumi	luglio	4,2% m/m; 8,5% a/a	-2,2% m/m; 3,8% a/a
	Italia	Fiducia dei consumatori	settembre	101,7	102,0
Giovedì 23	Area Euro	Salari contrattuali	agosto	0,6% m/m; 3,2% a/a	0,2% m/m; 2,9% a/a
		Nuovi ordini industriali	luglio	-6,5% m/m	2,0% m/m
	Italia	Vendite al dettaglio	luglio	2,0% a/a	0,5% a/a
Venerdì 24	Germania	Prezzi all'importazione	agosto	0,3% m/m; 2,2% a/a	0,7% m/m; 2,3% a/a
		Prezzi al consumo (lander) 	settembre	0,2% m/m; 2,0% a/a	-0,1% m/m; 2,0% a/a
	Italia	Fatturato industriale	luglio	-1,4% m/m	1,3% a/a
		Ordini all'industria	luglio	-0,7% m/m	1,1% m/m
		Bilancia commerciale (EU)	luglio	-1.047 mln	1.616 mln
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 21	Stati Uniti	Nuovi cantieri residenziali	agosto	1.978 k	1.930 k
Giovedì 23	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	18 sett.	333 k	338 k
		Indicatore di direzione	agosto	-0,3% m/m	-0,2% m/m
Venerdì 24	Giappone	Indice industriale complessivo	luglio	0,6% m/m	0,1 m/m
	Stati Uniti	Ordinativi beni durevoli	agosto	1,6% m/m	-0,3% m/m
			Ordinativi beni durevoli (ex trasp.)	agosto	-0,2% m/m