

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Autorizzazione del
Tribunale di Roma
n. 158/2002
del 9/4/2002

Stampato in proprio c/ BNL
Via San Basilio, 48 00187 Roma

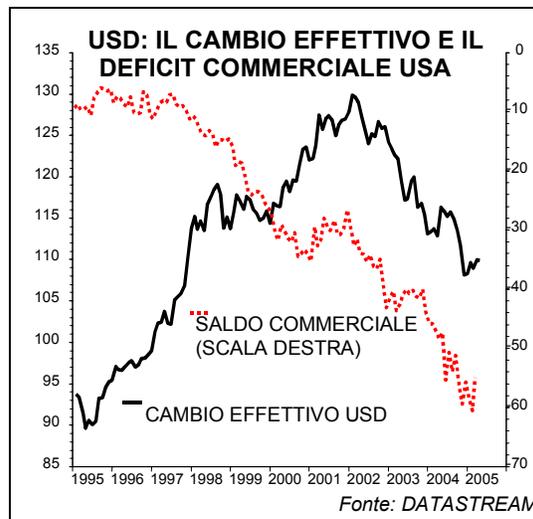
Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

18
2005

17 maggio 2005
Coordinamento: Giovanni Ajassa
Capo Economista - Tel. 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



- Un lieve miglioramento congiunturale dei conti con l'estero degli USA, alcuni "rumours" su una possibile rivalutazione del renmimbi e una fase di assestamento nei corsi del petrolio spingono il dollaro sotto quota 130 contro euro. Ma le incertezze rimangono sullo scenario a medio termine.
- In un'economia europea da cui giungono indicazioni di segno diverso la politica monetaria potrebbe continuare ad esprimere un indirizzo di stabilità dei tassi.

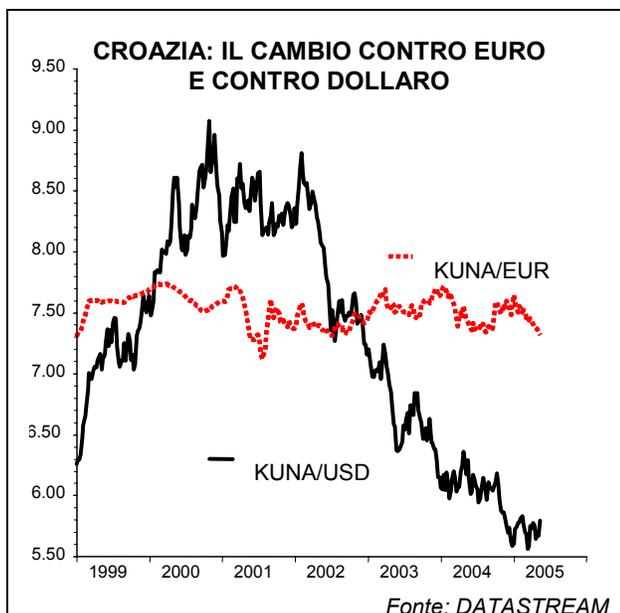
Croazia: un lento cammino verso la Ue

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

- Nel corso del 2004 la Croazia ha conosciuto una fase di decelerazione. Il Pil è cresciuto del 3,8% dal 4,3% del 2003. Ha pesato il rallentamento dei consumi congiuntamente alla decelerazione degli investimenti.
- Il deficit di parte corrente dopo aver superato l'8% del Pil nel 2002 ha conosciuto una fase di miglioramento scendendo al di sotto del 5% nel 2004.
- Gli alti corsi petroliferi e gli aumenti apportati ad alcune imposte indirette hanno determinato nel 2004 un'accelerazione del tasso di inflazione rimasto, comunque, su livelli contenuti.

Principali indicatori macroeconomici	Croazia		
	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	4,4		
Pil pro capite (in \$ USA p.p.p.)	10736		
Pil (var. % annua in termini reali)	4,3	3,8	3,8
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,8	2,1	2,4
Cambio contro \$ USA (media annua)	6,70	6,04	5,48
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's Baa3	S&P BBB	FITCH BBB-
Fonte: E.I.U. (*) Previsioni			

La Croazia, dopo essere stata un membro della Federazione iugoslava, è divenuta indipendente nel 1991. Nel mese di giugno 2004 il Consiglio europeo le ha riconosciuto lo status di paese candidato. Il cammino verso la Ue ha successivamente subito un brusco rallentamento con il rinvio dell'inizio dei negoziati di adesione precedentemente fissato a marzo 2005. La decisione comunitaria è stata presa a causa della scarsa collaborazione croata con il Tribunale sui crimini di guerra nella ex Jugoslavia. L'andamento del cambio della valuta croata conferma un atteggiamento di sostanziale invarianza nell'orientamento dei mercati sul paese.



L'interscambio commerciale croato è cresciuto in maniera rilevante nell'ultimo periodo. Nel quinquennio 2000-2004 si è praticamente raddoppiato: sulla base dei dati preliminari relativi allo scorso anno il valore complessivo delle merci scambiate con il resto del mondo è stato pari a quasi 25 miliardi di dollari. Oltre la metà dell'interscambio è realizzato con i paesi della Ue-15. Nel 2004 l'Italia ha rappresentato il principale partner commerciale coprendo quasi il 20% del totale. Le esportazioni italiane spaziano su più settori. Ai tradizionali comparti dell'abbigliamento, delle calzature, della ceramica e dell'arredamento si sono aggiunte le vendite di beni strumentali in precedenza importati prevalentemente dalla Germania.

L'economia croata si basa largamente sui servizi. Il turismo, concentrato maggiormente lungo la costa adriatica e sulle isole, rappresenta una delle fonti di maggiore ricchezza del paese. Il settore industriale è stato fortemente colpito dagli eventi bellici degli anni novanta. Tra i settori tradizionali dell'economia croata si segnalano l'alimentare, la chimica, la metalmeccanica e l'industria del legno.

Nel corso del 2004 la Croazia ha conosciuto una fase di decelerazione. Il Pil è cresciuto del 3,8% dal 4,3% del 2003; ha pesato il rallentamento dei consumi e degli investimenti.

In un'economia aperta e di piccole dimensioni come quella croata l'evoluzione del livello generale dei prezzi è particolarmente sensibile all'andamento del tasso di cambio. La banca centrale è rimasta, pertanto, focalizzata su una politica orientata verso il mantenimento di una sostanziale stabilità valutaria nei confronti dell'euro anche a causa dell'elevata incidenza all'interno dell'economia croata di posizioni finanziarie legate alla valuta comune. Nel 2004 il tasso d'inflazione ha leggermente accelerato a causa dei più alti corsi petroliferi e degli aumenti di alcune imposte sui consumi.

La crescita economica croata è stata accompagnata nel corso degli anni da un peggioramento della bilancia dei pagamenti. Un volume degli investimenti costantemente superiore al risparmio nazionale ha comportato un deterioramento del deficit di parte corrente. La banca centrale è, pertanto, intervenuta con misure amministrative finalizzate a contenere il ricorso al debito estero. Lo sbilancio corrente dopo aver superato l'8% del Pil nel 2002 ha conosciuto una fase di miglioramento scendendo al di sotto del 5% nel 2004.

Nel 2005 la debole crescita attesa per l'economia dell'area euro potrebbe pesare sulla crescita della Croazia a causa del forte legame commerciale esistente. La politica monetaria dovrebbe rimanere orientata anche al consolidamento dei conti con l'estero. Il positivo andamento del turismo, favorito dagli investimenti effettuati nel settore, potrebbe consentire un'ulteriore riduzione dell'incidenza del deficit di parte corrente sul Pil.

La Ue ha recentemente ricordato come la piena collaborazione con il Tribunale dei crimini di guerra rimanga per la Croazia un momento essenziale per la futura ammissione. E' stata apprezzata la stabilità macroeconomica raggiunta sottolineando, però, come il consolidamento fiscale e l'implementazione delle riforme strutturali, in particolare nel comparto delle privatizzazioni, rimangano elementi importanti per il rispetto dei requisiti richiesti in sede comunitaria.

Famiglie estoni: dal deposito bancario all'investimento immobiliare

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

- **Il cammino di preparazione dell'Estonia per l'ingresso nell'Unione europea ha cominciato a mostrare i suoi frutti: nell'ultimo decennio il Pil si è sviluppato a un ritmo del 6% annuo, l'inflazione è quasi dimezzata e, nell'ultimo triennio, il bilancio statale ha registrato un surplus. Il tasso di disoccupazione è in diminuzione mentre salgono retribuzioni e Pil pro capite.**
- **In Estonia l'incidenza dei finanziamenti alle famiglie sul totale delle attività del sistema bancario registra uno dei valori più elevati tra i dieci nuovi paesi membri dell'Unione europea.**

- **Le attività finanziarie delle famiglie sono prevalentemente investite in depositi bancari ma cresce la rilevanza della previdenza integrativa mentre rimane marginale l'interesse per titoli e fondi comuni.**

Nel 2004 la crescita del Pil dell'Estonia ha superato il 6% a/a proseguendo il trend positivo iniziato nello scorso decennio e che, secondo le previsioni della Commissione europea, dovrebbe protrarsi nei prossimi anni. Anche per l'Estonia, come per gli altri dieci nuovi stati membri dell'Unione europea, l'andamento di alcune variabili macroeconomiche evidenzia i progressi compiuti dal paese in preparazione del recente l'ingresso: l'inflazione è scesa al 3% (rispetto al 5,6% del 2001), il tasso di occupazione continua lentamente ad aumentare mentre quello di disoccupazione si è portato al di sotto delle due cifre (9,2% nel 2004). Le retribuzioni reali crescono a ritmo sostenuto favorite anche dalla forte domanda estera di lavoratori estoni qualificati soprattutto nei settori dell'assistenza e delle costruzioni. Per il terzo anno consecutivo, inoltre, si registra un surplus statale e il Pil pro capite nel 2003 (ppp) ha superato i €10.000 crescendo in media di oltre il 5% nell'ultimo biennio. Tale contesto di sviluppo stabile e di miglioramento delle condizioni macroeconomiche ha coinciso con un più intenso rapporto tra il sistema finanziario e le famiglie estoni, favorito tanto da una graduale liberalizzazione del primo quanto da una maggiore sicurezza economica del secondo.

Nel 2004 il tasso di crescita dei finanziamenti alle famiglie ha segnato un valore molto elevato (+52,3% a/a) e il livello medio mensile dei flussi di nuovi finanziamenti è stato pari a 1,2 mld di corone estoni (oltre €77 mln). A sostenere la crescita di questo aggregato hanno contribuito, prevalentemente, i prestiti per l'acquisto dell'abitazione che attualmente costituiscono oltre l'80% dell'esposizione delle famiglie nei confronti del sistema creditizio. I finanziamenti bancari, infatti, hanno sostituito le erogazioni del "fondo statale per la privatizzazione", che nei primi anni Novanta ha contribuito a finanziare l'acquisto da parte di privati di abitazioni pubbliche dismesse, che ha determinato la riduzione della quota di immobili di proprietà statale dal 71% del 1994 all'attuale 4,2%. Il credito ipotecario è stato, poi, ulteriormente favorito dalla riduzione della quota di capitale proprio necessaria per l'acquisto di un immobile (scesa al 10% dal 34%), dal profilo discendente dei tassi di interesse e da una più favorevole gestione delle procedure di concessione del credito.

Nonostante ciò, tuttavia, l'acquisto dell'abitazione attraverso il prestito ipotecario è un'attitudine ancora poco diffusa nel paese tanto che solo il 13% delle famiglie ha un mutuo in essere. Inoltre, secondo le rilevazioni della Banca centrale estone, circa il 60% della crescita delle consistenze è imputabile a nuovi mutui, mentre il restante 40% è da attribuire alla domanda di rifinanziamento di prestiti fondiari già esistenti.

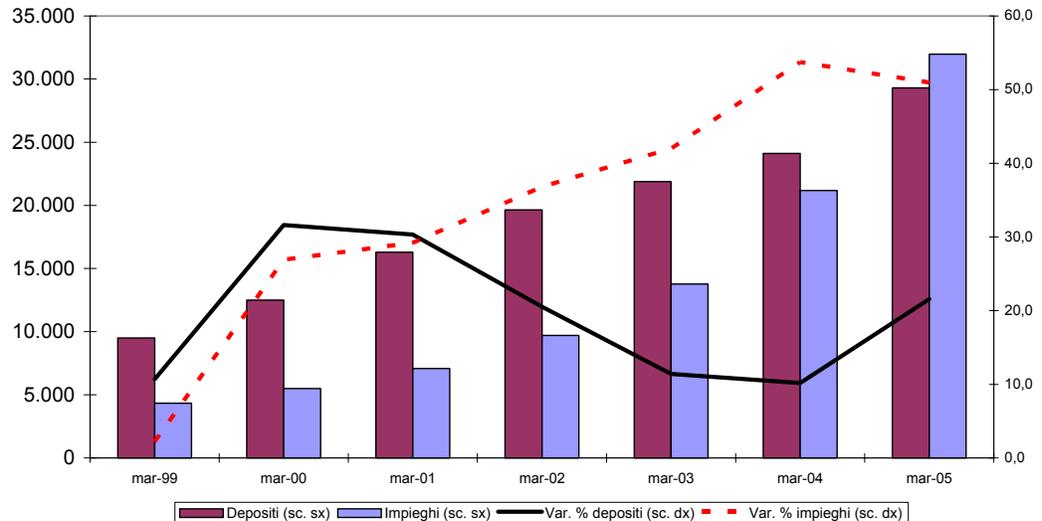
Dall'ultima indagine sui comportamenti finanziari delle famiglie (ottobre 2004) emerge come durante lo scorso anno solo l'1,7% dei nuclei (circa 10.000) abbia acceso un mutuo.

Tra i prestiti alle famiglie risulta in crescita anche la componente dedicata al credito al consumo (+80% a/a) anche se l'incidenza di questo aggregato sui prestiti complessivi alle famiglie è ancora marginale (8,9%); la domanda per questo tipo di finanziamento risulta legata prevalentemente all'acquisto di autovetture e di arredamento per la casa.

In generale, comunque, il sistema bancario estone assicura al settore famiglie una quota sui finanziamenti complessivi erogati che è tra le più elevate tra quelle dei dieci nuovi stati membri della Ue.

Il ricorso alle diverse tipologie di finanziamento ha comportato un aumento dell'indebitamento delle famiglie sia rispetto al Pil (21,4%) sia rispetto al reddito disponibile (32%) tanto da avvicinare il livello delle passività dei nuclei familiari del paese a quello dell'area euro e rendendo questi indicatori dell'Estonia tra i più elevati rispetto a quelli dei nuovi entrati. Il rapporto tra interessi sui debiti contratti e reddito disponibile è comunque rimasto stabile intorno al 2,5%, grazie alla discesa dei tassi di interesse, mentre l'impatto annuo delle rate di rimborso dei debiti (capitale + interessi) è salito al 18% del reddito disponibile rispetto all'8% del 2000.

FAMIGLIE ESTONI: IMPIEGHI E DEPOSITI
Consistenze in milioni di corone e variazioni % a/a



L'aumento dello squilibrio tra passività e attività finanziarie determinato dal più intenso sviluppo dei finanziamenti (+51% a/a a marzo) rispetto ai depositi (+21,6% a/a a marzo) non ha frenato la crescita della ricchezza netta delle famiglie estoni, soprattutto grazie al contestuale apprezzamento del valore delle abitazioni.

Relativamente alla composizione delle attività finanziarie delle famiglie emerge come i depositi bancari siano la forma di investimento più diffusa seppure in costante diminuzione. L'investimento in titoli e fondi comuni riguarda una percentuale esigua di famiglie (4%) mentre il costante incremento del peso dei piani pensioni (oltre l'11% dei lavoratori ha già aderito a forme di previdenza individuale) dovrebbe permettere a questa forma di investimento di raggiungere il 18% delle attività finanziarie delle famiglie entro il 2005.

La piccola chimica d'Europa

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

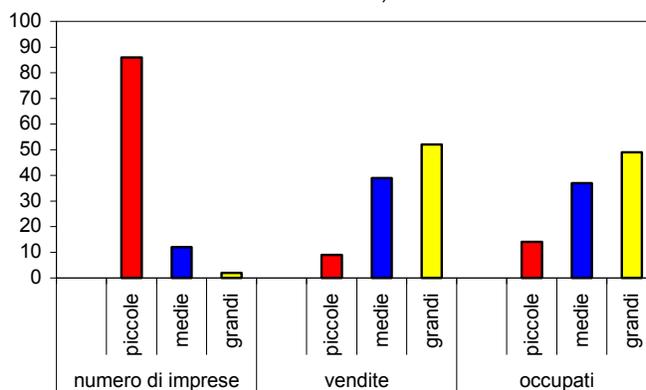
- **L'Europa continua a detenere la leadership mondiale nella produzione di prodotti chimici. Il vecchio continente ospita le sedi di molte importanti industrie chimiche e presenta un avanzo commerciale strutturale nei confronti dei paesi esterni all'area.**
- **Le differenze tra vecchi e nuovi stati membri sono ancora profonde: nella nuova Ue il settore è alle prese con un processo di privatizzazione lento, che penalizza gli investimenti e l'occupazione.**
- **In Italia le imprese del settore hanno difeso le proprie quote di commercio estero grazie alla forte specializzazione in comparti di nicchia, ma la ridotta dimensione media le penalizza dal lato della gamma dei prodotti offerti.**

Nonostante le difficoltà degli ultimi anni, l'Europa continua a mantenere la *leadership* mondiale nell'industria chimica, che costituisce ancora uno dei settori più importanti del comparto manifatturiero. Il fatturato complessivo del settore, nei paesi della Ue, ammonta oggi a circa 580 miliardi di euro (il 33% circa di quello mondiale) realizzati per la quasi totalità nei paesi della vecchia Ue, soprattutto Germania, Francia, Italia e Regno Unito. La chimica rappresenta il 12% del valore aggiunto del manifatturiero europeo e contribuisce in media al 2,4% del Pil dei paesi membri, un dato considerevole, soprattutto alla luce del

contributo sempre più ridotto che il comparto manifatturiero fornisce alla crescita delle economie più avanzate. La *leadership* europea nel settore si rileva anche dalla presenza di un numero consistente di direzioni delle maggiori imprese mondiali (16 su un totale di 30). Ciò, non impedisce che il comparto chimico continui a caratterizzarsi per la ridotta dimensione delle imprese: infatti, nonostante l'ampia variabilità tra i diversi paesi, solo il 5% delle imprese occupa oltre 250 addetti. Il paese con la maggiore percentuale di grandi imprese sul totale è la Slovacchia (12%), seguita dalla Germania (10%), mentre all'estremo opposto si trovano Repubblica Ceca, Portogallo e soprattutto Italia dove, nonostante abbia sede circa il 20% delle imprese chimiche della Ue, solo 63 (lo 0,5% del totale) occupano più di 250 addetti, mentre il 66% ne impiega meno di 10.

L'andamento del settore presenta notevoli differenze tra vecchi e nuovi stati membri: il contributo di questi ultimi al valore aggiunto settoriale complessivo, infatti, a dispetto della forte crescita realizzata dalla seconda metà degli anni Novanta, rimane piuttosto contenuto, e non supera i 22 miliardi di euro (peraltro realizzati per lo più in Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria). Nella maggior parte dei nuovi stati membri la chimica è da tempo oggetto di un processo di privatizzazione che è lontano dall'essere concluso; la lunga fase di transizione ha così provocato uno stato di incertezza che negli ultimi anni ha rallentato gli investimenti e creato difficoltà nella definizione delle politiche produttive e occupazionali. Il settore è al momento uno dei meno competitivi nei confronti dei *partners* della vecchia Ue, anche a causa di alcune strozzature nella disponibilità delle materie prime necessarie, soprattutto quelle derivanti dalle produzioni petrolchimiche, che vengono importate dalla Russia e dall'Ucraina ma soprattutto dai vecchi membri della Ue-15. I paesi dell'Europa centrale e orientale, insieme al Nord America e all'Asia rappresentano ancora oggi i principali mercati di destinazione del flusso di prodotti chimici della Ue-15 diretti all'esterno (pari a 103 miliardi di euro nel 2004) che garantiscono all'area un surplus commerciale in crescita dal 1998, soprattutto nel comparto dei cosmetici, delle pitture e dei fertilizzanti.

L'INDUSTRIA CHIMICA DELLA UE: NUMERO DI IMPRESE, VENDITE E OCCUPATI PER CLASSE DIMENSIONALE (in % del totale)



Fonte: Cefic, Eurostat

Nel complesso, nel corso degli ultimi dieci anni il settore ha registrato una crescita, in termini di quantità, superiore dello 0,8% sia rispetto al resto dell'industria sia rispetto al Pil, ma il risultato è imputabile interamente al primo quinquennio. Negli ultimi anni, al contrario, in molti paesi la crescita è stata piuttosto contenuta: in Italia, ad esempio, la produzione chimica ha registrato una crescita negativa nel 2003 e una debole ripresa nel 2004, mentre i primi risultati del 2005 sembrano manifestare la stessa tendenza (nei primi due mesi del

2005 la produzione di prodotti chimici e fibre sintetiche è diminuita del 2% a/a, mentre quella degli articoli in gomma e materie plastiche si è ridotta del 9,6%.

Da qualche tempo il comparto risente della debolezza dei principali settori clienti, e a fine anno, secondo i principali previsori, la mancanza di un forte stimolo da parte soprattutto della domanda estera dovrebbe portare a una variazione nulla rispetto allo scorso anno. Nonostante le difficoltà, tuttavia, negli ultimi anni i produttori italiani hanno salvaguardato la loro posizione sui mercati esteri più di altri paesi concorrenti (come Stati Uniti, Giappone, Francia e Regno Unito); ciò soprattutto grazie a una forte specializzazione di nicchia in cui il nostro paese detiene una posizione di primato, ad esempio nel comparto dei prodotti vernicianti. Tale specializzazione, tuttavia, spesso impedisce alle imprese di soddisfare una gamma più ampia di esigenze da parte dei clienti, che quindi sono costretti a rivolgersi ai mercati esteri contribuendo a rendere negativo, ormai da anni, il saldo del commercio con l'estero.

Sullo sviluppo futuro del settore in Italia e in Europa non dovrebbe pesare molto, come si temeva in origine, l'avvio del regolamento comunitario REACH (Registration, Evaluation, Authorisation of Chemicals), che ha come obiettivo quello di assicurare un elevato livello di protezione della salute umana e dell'ambiente. Tale regolamento impone alle imprese la registrazione di circa 30.000 sostanze chimiche prodotte o importate in quantità superiore alla tonnellata. Secondo le stime più pessimistiche, l'adozione di questo regolamento avrebbe comportato un aggravio del 20% dei costi di produzione, eccessivo soprattutto per le imprese piccole e medie. La Commissione europea ha tuttavia previsto alcune misure (come determinati *iter* semplificati) per contenere i costi di adeguamento per le imprese. In tal modo si stima che l'aumento dei costi, di natura *una tantum*, sarebbe in tal modo limitato al 6%.

Il supporto della speculazione

G. Pedone ☎ 06-47027055 – giovanni.pedone@bnlmail.com

Prosegue la debolezza dei principali indici azionari condizionati dalle nuove pressioni sui margini e dai rinnovati timori per una ripresa dell'inflazione, forse alimentati dal surriscaldamento dei prezzi Usa all'importazione in aprile.

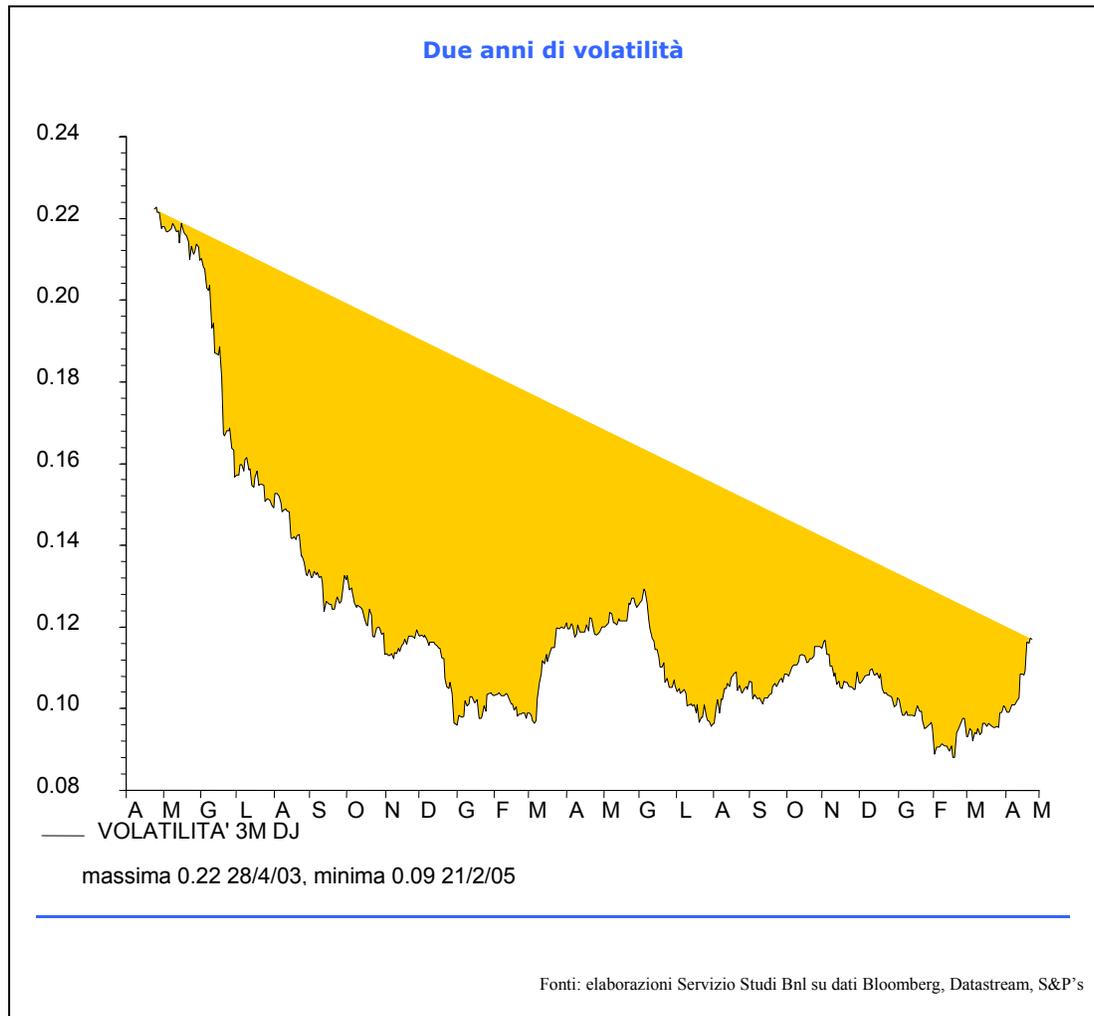
Passa così inosservato il ridimensionamento del deficit commerciale statunitense che invece avrebbe dovuto dar slancio alle prospettive dei listini.

Sotto la spinta della domanda di India e Cina, continua inalterata l'elevata pressione delle quotazioni delle materie prime, soprattutto a matrice energetica, che arriva a soffocare la crescita globale.

Ma il driver ribassista è di natura tecnico speculativa e trae origine dal declassamento dei titoli General Motors. Pur avendone circoscritto il perimetro di azione e scongiurato il contagio all'intera curva dei rendimenti, il domino ribassista partito da GM ha comunque innescato una catena di dietrofront nella filiera operativa degli hedge fund che investivano massicciamente sui bond.

I nuovi standard hanno infatti imposto una revisione radicale delle strategie di hedging ribaltando completamente le posizioni di copertura aperte.

La contemporanea chiusura degli scoperti ha alterato i normali equilibri di mercato a favore di una tenuta maggiore dei listini che infatti hanno saputo assorbire il colpo del declassamento. La maggior pulizia di posizioni speculative aperte ritrova una sua funzione equilibratrice, portando una sensibile riduzione dell'instabilità e del tasso di volatilità.



In assenza di veri catalizzatori, il settore tecnologico, per propria natura da elevato beta, resta comunque quello più esposto ai cambi di umore e direzionalità. Da oltre 6 mesi i titoli high tech si trovano a dover combattere per margini sempre ridotti in un clima a tassi crescenti di competitività, anche quando i risultati trimestrali risultano positivi.

La guerra dei prezzi che infiamma i bilanci della Corporate America rende così sempre più arduo mantenere inalterati gli indici di redditività delle aziende ad alta tecnologia in contesti di eccessiva concorrenza.

Analizzando il comparto, il graduale ed inesorabile rallentamento della crescita dell'industria dei personal computer e la conclamata sovra-capacità produttiva nel segmento dei semiconduttori, soprattutto analogici, ricadono inevitabilmente sui prezzi al dettaglio riducendo ulteriormente i margini in un circolo vizioso.

Nell'humus di Silicon Valley, alle difficoltà contingenti dei microchip si affiancano quelle più strutturali della telefonia fissa, business ormai nella fase matura del ciclo.

Tuttavia, le diffuse ombre del quadro tecnologico vengono bilanciate da luci importanti come la ripresa del software, del networking e della telefonia mobile.

Dopo aver perso da inizio anno posizioni rilevanti sulla scia della pesantezza dei multipli, il Nasdaq e l'intero settore tecnologico sembrano aver ritrovato vitalità grazie alle massicce politiche di riduzione dei costi e ai processi di consolidamento e M&A.

Nonostante ad oggi il premio al rischio sia ancora elevato per investitori dal profilo prudente, i titoli tecnologici risultano poco costosi sul lungo termine, in grado cioè di garantire comunque performance in linea con il mercato.

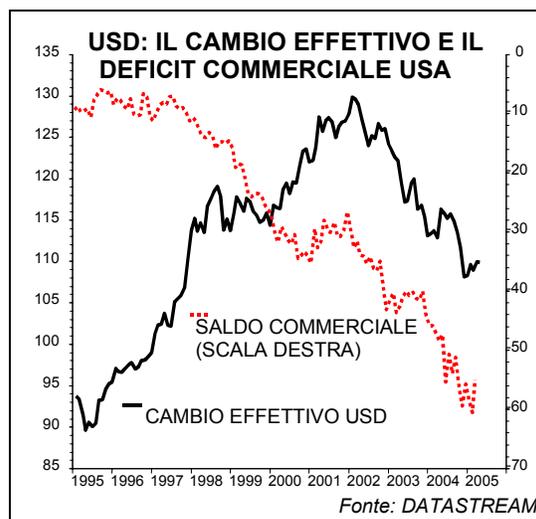
Si tratta di un settore ad alta crescita e con una ciclicità interna dipendente sia dal tasso di utilizzo della capacità produttiva che dal tasso d'innovazione tecnologica. Quindi, a fronte di un eccesso di capacità produttiva, spesso troviamo violente riduzioni dei prezzi in borsa, come registrato poi nelle ultime settimane a Wall Street. Ciò amplia il ventaglio delle occasioni di ingresso sui listini, rispettando il timing a livelli competitivi e non certo tirati, soprattutto quando la speculazione al ribasso decide come adesso di allentare la morsa e non influire sulle dinamiche di mercato.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **La tonicità dell'economia americana ha sorpreso i mercati. Il deficit commerciale inferiore alle attese ha generato un'aspettativa per una revisione al rialzo del Pil del I trimestre.**
- **Nell'area euro il dato sulla crescita nei primi tre mesi dell'anno non ha dissolto le incertezze sul futuro dell'economia.**
- **La Fed, con un'inflazione che invia segnali di attenzione ma rimane sostanzialmente sotto controllo, dovrebbe proseguire il graduale aumento dei tassi. Nell'area dell'euro, un'economia che conferma luci ed ombre potrebbe indurre la Bce a mantenere una politica di stabilità dei tassi.**

Negli **Stati Uniti** ha sorpreso positivamente il dato sulla bilancia commerciale di marzo. Il deficit ha registrato un'inattesa riduzione passando dagli oltre 60 miliardi di dollari a meno di 55. L'analisi dei conti con l'estero americani del I trimestre 2005 non consente, però, di parlare già di un'inversione di tendenza; nonostante il miglioramento dell'ultimo mese il confronto con il periodo gennaio-marzo dello scorso anno segnala uno sviluppo preoccupante degli squilibri statunitensi. Sarà necessario verificare l'evoluzione degli scambi commerciali nei prossimi mesi per poter comprendere se si tratti di un risultato isolato o dell'inizio di un processo di riequilibrio. Il dato di marzo è stato favorito da una crescita delle esportazioni e da una contrazione delle importazioni. La riduzione degli acquisti degli americani dall'estero si è concentrata sui beni di consumo e sugli autoveicoli.



L'evoluzione della domanda americana sembrerebbe, quindi, segnalare una crescente attenzione verso il mercato interno. Infatti, sebbene la fiducia dei consumatori appaia ancora debole, i principali indicatori confermano che i consumi americani rimangono robusti. Positive indicazioni sulla tenuta della domanda interna anche nei prossimi mesi sono giunte dal significativo incremento delle vendite al dettaglio ad aprile. I consumatori americani sembrerebbero, quindi, non eccessivamente frenati dagli alti prezzi energetici grazie anche ad una propensione al risparmio su livelli storicamente bassi.

Il dato migliore delle attese del deficit commerciale dovrebbe comportare una revisione al rialzo per il Pil nel I trimestre. La crescita del 3,1% era stata, infatti, fortemente frenata dal pesante contributo negativo dall'estero che alla luce dell'ultimo dato potrebbe conoscere un miglioramento. La fiducia dell'economia rimane, comunque, debole; l'Empire manufacturing, indicatore del settore manifatturiero, a maggio è addirittura sceso in territorio negativo.

Nell'**area dell'euro** sul fronte della crescita permane uno scenario contrastato. Il dato del primo trimestre non ha dissolto le incertezze sul futuro. Secondo la stima preliminare nel periodo gennaio-marzo il Pil è cresciuto dello 0,5% t/t. Ma, mentre l'economia tedesca ha visto il Pil aumentare dell'1% trainato dal favorevole andamento delle esportazioni, in Italia l'economia ha registrato la seconda contrazione consecutiva. In Francia la fiducia sulla tenuta della crescita è stata influenzata dal non positivo dato sulla produzione industriale e dal peggioramento del deficit commerciale. Le preoccupazioni sono state in parte confermate dalla revisione al ribasso delle previsioni della Commissione europea: nel II trimestre lo sviluppo del Pil dovrebbe posizionarsi tra lo 0,2% e lo 0,6% con una riduzione dello 0,1% rispetto alla precedente elaborazione.

Anche la Bce nel Bollettino di maggio ha sottolineato come dall'economia continuo a pervenire segnali contrastanti, con i principali indicatori orientati verso il basso. I rischi insiti nei prezzi del petrolio persistentemente elevati sembrano essersi materializzati negli ultimi mesi. Guardando oltre il breve termine permangono le condizioni per una crescita più forte.

Sul fronte del livello generale dei prezzi l'area dell'euro si caratterizza per una sostanziale stabilità, con uno scenario dei diversi paesi che continua a non apparire omogeneo. Ad aprile, infatti, l'inflazione tedesca è scesa ampiamente al di sotto della media degli euro-12, mentre quella spagnola continua a crescere posizionandosi su livelli stabilmente superiori. Guardando all'area euro nel suo insieme la situazione appare, comunque, sotto controllo. La Bce ha sottolineato come, sebbene non si riscontrino l'accumularsi di pressioni sui prezzi di natura interna, nel medio e lungo termine persistono rischi al rialzo.

L'evoluzione dello scenario macroeconomico dovrebbe indirizzare le scelte di politica monetaria. Negli Usa il passo misurato della Fed potrebbe proseguire nei prossimi mesi accompagnando l'economia in una fase di decelerazione verso tassi di crescita comunque robusti. L'incertezza che domina sull'area dell'euro potrebbe, invece, mantenere la Bce orientata verso una politica di stabilità dei tassi.

I mercati valutari continuano ad essere influenzati dai dati economici e dalle prospettive sulla crescita futura. Il miglioramento del deficit commerciale statunitense ha favorito un rafforzamento del dollaro che è stato, invece, frenato dal dato peggiore dell'attese sugli afflussi di capitale negli Usa e dalla fiducia che rimane debole. Nell'area dell'euro, invece, l'incertezza sulla crescita economica, congiuntamente ad un differenziale dei tassi in aumento, indebolisce la valuta comune. Il bilanciamento di una serie di fattori sta favorendo, quindi, il permanere di una situazione di sostanziale stabilità del cambio effettivo del dollaro nell'arco del 2005.

	dati storici		16/05/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	112,0	103,0	107,0	104,0	104,0
dollaro-euro	1,201	1,301	1,263	1,300	1,310
yen-euro	134,5	134,0	135,2	135,2	136,2
sterlina-euro	0,672	0,690	0,688	0,680	0,700
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,25	2,82	3,27	3,60	3,63
euro	2,09	2,14	2,13	2,25	2,50
yen	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07
sterlina	4,53	4,89	4,88	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,69	4,17	4,12	4,20	4,50
Germania	4,27	3,56	3,31	3,40	3,80
Giappone	1,49	1,38	1,31	1,40	1,50
Italia	4,50	3,68	3,48	3,55	3,95
Gran Bretagna	5,09	4,61	4,37	4,90	4,75

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

	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,1	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,8	3,1	3,1	3,6	3,5
var.% anno su anno	3,0	4,4	3,5	5,0	4,8	4,0	3,9	3,6	3,5	3,4	3,3

AREA EURO

	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,7	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,9	1,8	1,0	0,8	1,8	1,8	2,2	2,6
var.% anno su anno	0,5	2**	1,6	1,5	2,2	1,8	1,6	1,3	1,3	1,6	2,1

ITALIA

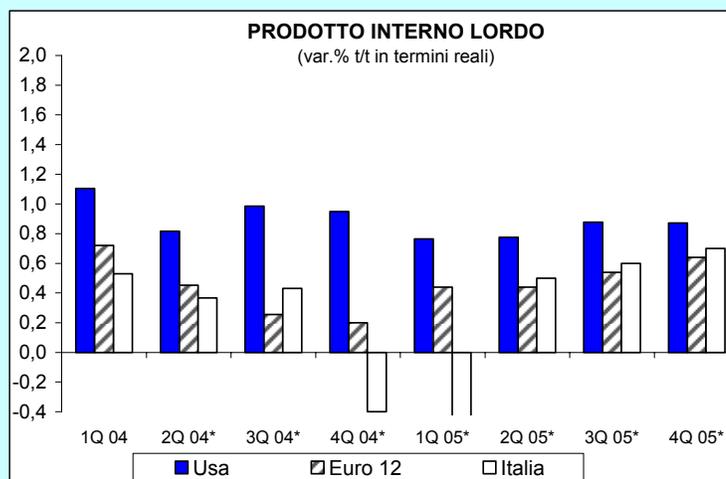
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	-0,5	0,5	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				2,2	1,4	1,7	-1,6	-2,0	2,0	2,4	3,1
var.% anno su anno	0,4	1,2**	0,4	0,8	1,3	1,4	0,8	-0,2	0,0	0,3	1,5

* * La media annua del Pil nell'Area dell'Euro e in Italia nel 2004 fa riferimento ai dati grezzi.

Le variazioni trimestrali fanno invece riferimento ai dati di Pil destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.555
Italia	1.351



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	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,5	117,4	117,9	118,1	118,1	118	118,1	118,4	118,5	118,5	118,8	117,9
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	1,7	1,8	1,6	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	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,2	110,3	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,0	0,8	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,0	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	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	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127,1	127,2	127,6	127,7	127,8	128,1	128,3	127,1
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il calendario della settimana economica (dal 10 al 16/5/2005)

D. Felicetti ☎ 06-47028424 - daniela.felicetti@bnlmail.com

Giorno	Eventi
Martedì 17	Stati Uniti: discorso di Kohn Stati Uniti: intervento di Bies Stati Uniti: audizione di Gramlich al Senato
Mercoledì 18	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali della riunione di politica monetaria Giappone: riunione di politica monetaria della Banca del Giappone
Giovedì 19	Stati Uniti: intervento di Guynn della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Greenspan ⚠ Stati Uniti: intervento di Bies Stati Uniti: discorso di Olson Stati Uniti: discorso di Bernanke
Venerdì 20	Stati Uniti: discorso di Greenspan sull'energia ⚠ Stati Uniti: discorso di Kohn

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Unione Europea					
Martedì 17	Regno Unito	RPI-X	aprile	0,5% m/m; 2,4% a/a	0,5% m/m; 2,3% a/a
Mercoledì 18	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	marzo	4,7% a/a	4,8% a/a
Giovedì 19	Area Euro	Prezzi al consumo ⚠	aprile	0,7% m/m; 2,1% a/a	0,4% m/m; 2,1% a/a
		Produzione industriale dest.	marzo	-0,5% m/m	-0,3% m/m
Venerdì 20	Germania	Prezzi alla produzione	aprile	0,6% m/m; 4,2% a/a	0,2% m/m; 4,0% a/a
	Francia	PIL (prel.)	I tr. 05	0,9% t/t	0,5% t/t

Stati Uniti e Giappone

Martedì 17	Stati Uniti	Licenze edilizie	aprile	2,04 mln	2,02 mln
		Nuovi cantieri residenziali	aprile	1,84 mln	2,0 mln
		Prezzi alla produzione	aprile	0,7% m/m; 4,9% a/a	0,4% m/m; 4,5% a/a
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	aprile	0,1% m/m; 2,6% a/a	0,2% m/m; 2,6% a/a
		Impiego capacità produttiva	aprile	79,4	79,5
		Produzione industriale	aprile	0,3% m/m	0,2% m/m
Mercoledì 18	Stati Uniti	Giappone PIL	I tr. 05	0,0% t/t	1,3% t/t
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.)	aprile	0,4% m/m; 2,3% a/a	0,2% m/m; 2,3% a/a
Giovedì 19	Stati Uniti	Prezzi al consumo	aprile	0,6% m/m; 3,1% a/a	0,4% m/m; 3,3% a/a
		Richieste sussidio disoccupaz.	14 mag.	340.000	330.000
		Indicatore anticipatore	aprile	-0,4% m/m	-0,2% m/m