

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto, 119  
00187 Roma

Direttore Responsabile:  
Giovanni Ajassa  
Autorizzazione del  
Tribunale di Roma  
n. 159/2002  
del 9/4/2002

Le opinioni espresse  
non impegnano la  
responsabilità  
della Banca

# f

## focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

22  
2005

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

<b>Slovacchia</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005*</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	5,4		
Pil pro capite (in \$ Usa p.p.p.)	13520		
Pil (var. % annua in termini reali)	4,5	5,5	5,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	8,6	7,5	3,3
Cambio contro \$ USA (media annua)	36,77	32,29	28,00
<b>Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)</b>	<b>Moody's A2</b>	<b>S&amp;P A-</b>	<b>FITCH A-</b>
Fonte: E.I.U. (*) Previsioni			

- Continua la crescita dell'economia slovacca e procedono le riforme strutturali sulla strada della modernizzazione del paese. Atteso per il 2007 il rientro del rapporto tra deficit pubblico e PIL alla soglia del 3% così come previsto dal programma di convergenza verso l'adesione della Slovacchia alla moneta unica europea.
- L'industria italiana degli occhiali tra i buoni risultati ottenuti soprattutto nel segmento del "sole" e la perdita di competitività accusata specie dalle imprese di minore dimensione.

## Slovacchia: le riforme guidano la crescita

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

- **Indipendente dal 1993, la Repubblica Slovacca ha conosciuto un robusto sviluppo con un tasso di crescita medio superiore al 4,5%. Come recentemente sottolineato dal Fondo monetario internazionale (Fmi) i positivi risultati conseguiti sono stati favoriti dall'intenso processo di riforme strutturali realizzato dal governo.**
- **Nel corso del 2004 l'economia ha accelerato, stimolata dal positivo andamento dei consumi privati.**
- **Secondo l'aggiornamento al programma di convergenza presentato alla fine dello scorso anno, nel 2007 il rapporto deficit/Pil dovrebbe tornare in linea con i parametri comunitari come richiesto nel 2004 dal Consiglio europeo in seguito all'attivazione della procedura per deficit eccessivo.**

Slovacchia	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	5,4		
Pil pro capite (in \$ Usa p.p.p.)	13520		
Pil (var. % annua in termini reali)	4,5	5,5	5,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	8,6	7,5	3,3
Cambio contro \$ USA (media annua)	36,77	32,29	28,00
<b>Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)</b>	<b>Moody's A2</b>	<b>S&amp;P A-</b>	<b>FITCH A-</b>
Fonte: E.I.U. (*) Previsioni			

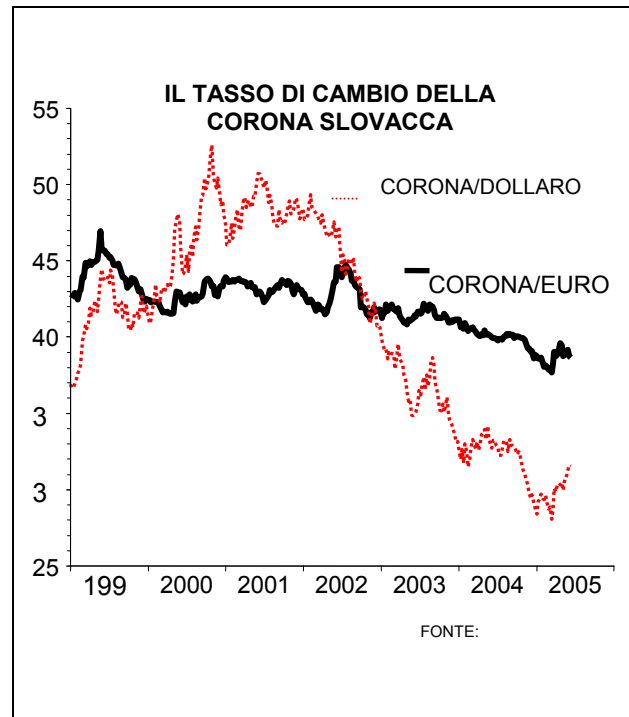
Risultato della suddivisione della Cecoslovacchia in due stati, la Repubblica Slovacca è divenuta indipendente nel 1993. Da maggio 2004 il paese è entrato a far parte dell'Unione europea. La coalizione di centro destra guidata da Mikulas Dzurinda, al governo dal 2002, ha focalizzato la propria azione sulla realizzazione delle riforme necessarie per favorire uno sviluppo robusto e sostenibile dell'economia.

Il Fmi ha recentemente sottolineato come i positivi risultati conseguiti dal paese siano proprio il frutto delle scelte compiute nella gestione della politica economica e nella realizzazione delle riforme strutturali.

In campo fiscale tra le novità introdotte lo scorso anno è stata prevista l'applicazione della stessa aliquota del 19% per i redditi delle persone fisiche, per quelli delle persone giuridiche e per l'imposta sul valore aggiunto. E' stata realizzata una riforma delle pensioni che, oltre a prevedere un maggior legame tra i futuri benefici e i contributi versati, ha introdotto un secondo pilastro obbligatorio per i neo assunti e facoltativo per gli altri. La riforma introduce anche un graduale incremento dell'età pensionabile fino a 65 anni per gli uomini e 60 per le donne. E' stata, inoltre, organizzata una ristrutturazione del sistema sanitario con l'obiettivo di eliminare il deficit pari a circa l'1% del Pil. Quest'ultima riforma è stata affiancata da misure finalizzate al contenimento dei costi dell'assistenza sociale legando, ad esempio, i contributi erogati in caso di disoccupazione agli effettivi sforzi compiuti nella ricerca di una nuova occupazione. Nel mercato del lavoro sono state apportate modifiche al codice introdotto dal precedente governo al fine di garantire una maggiore flessibilità. Prosegue, infine, il processo di privatizzazione. A febbraio di quest'anno è stato firmato il contratto per l'acquisto da parte dell'Enel del 66% del capitale della Slovenské Elektrárne che, coprendo oltre l'80% della capacità complessiva del paese, rappresenta il maggior produttore di energia elettrica.

Dall'anno della sua indipendenza la Repubblica Slovacca ha conosciuto un periodo di robusto sviluppo con un tasso di crescita medio superiore al 4,5%. Nel 2004 il Pil ha registrato un'accelerazione rispetto all'anno precedente grazie anche al favorevole andamento dei consumi, a fronte di un brusco rallentamento delle esportazioni. Il conseguente contributo negativo della componente estera deve, però, essere considerato un fattore temporaneo. Lo scorso anno, infatti, la Volkswagen Slovakia, principale esportatore del paese, ha vissuto un rallentamento della propria attività derivante dal rinnovo delle attrezzature finalizzato alla realizzazione di nuovi modelli. L'ampliamento del deficit commerciale ha comportato, inoltre, un deterioramento dello sbilancio di parte corrente intorno al 3,5% del Pil. Solo dal 2006 le esportazioni dovrebbero accelerare nuovamente divenendo uno dei principali fattori di traino dell'economia.

La Banca centrale ha focalizzato la propria politica monetaria sul contenimento dell'apprezzamento della valuta derivante dall'elevato interesse degli investitori esteri. Un contesto inflazionistico in miglioramento ha consentito una graduale riduzione del tasso di riferimento, portato al 3% dal marzo di quest'anno. Dopo le tensioni sui prezzi accentuatesi tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, derivanti dall'aumento di alcune tariffe amministrative, si è assistito ad un processo di graduale attenuazione con un'aspettativa di ulteriore riduzione dell'inflazione nel 2005 grazie anche alla forza della corona.



Sul fronte della finanza pubblica il Consiglio europeo a luglio 2004 ha riconosciuto l'esistenza di un deficit eccessivo nella Repubblica Slovacca, inviando al governo una raccomandazione nella quale si indicava il 2007 come termine ultimo per il rientro dallo squilibrio. Nel corso del 2004 lo sbilancio, calcolato sulla base delle metodologie valide ai fini del rispetto dei parametri di Maastricht, si è ridotto dal 3,7% al 3,3%. Nel budget per il 2005 il deficit è previsto in leggero aumento per poi tornare al 3% nel 2007 secondo quanto indicato nell'aggiornamento al programma di convergenza presentato alla fine dello scorso anno.

Gli organismi comunitari hanno recentemente sottolineato come la Repubblica Slovacca appaia orientata verso una sostenibilità della finanza pubblica nel medio periodo, grazie in particolare alle riforme realizzate. Ci si attende, quindi, che il paese possa aderire agli accordi europei di cambio (AECII) nel 2007 per poter poi aspirare ad adottare la moneta unica a partire dal 2009.

## Un posto al sole per gli occhiali italiani

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

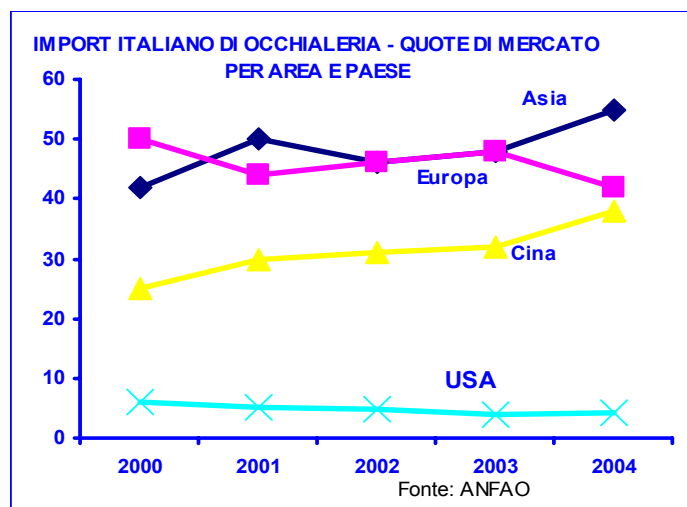
- Nel 2004, l'industria italiana degli occhiali è stato uno dei pochi comparti del sistema moda a mostrare una tenuta della produzione (+0,3%). L'export è risultato in lieve aumento (+1%), ma trainato quasi esclusivamente dagli occhiali da sole.
- Dietro questi risultati si nascondono tuttavia realtà produttive molto differenziate, con le grandi aziende in crescita da un lato e il distretto storico di Belluno, che perde competitività e posti di lavoro, dall'altro.

La fase critica che sta interessando il sistema moda italiano sembra aver parzialmente risparmiato l'industria degli occhiali che nel 2004 ha mostrato una discreta tenuta della produzione (+0,3%), pari a un valore di 1,9 miliardi di euro, e un lieve aumento delle esportazioni (+1%).

La crescita dell'export sui mercati internazionali è riconducibile all'ottima performance degli occhiali da sole che hanno registrato un aumento del 6%, invertendo in tal modo la tendenza rispetto alle pesanti flessioni registrate nel 2003. Al contrario, le montature, dopo aver registrato un +0,2% nel primo semestre del 2004, hanno segnato una battuta d'arresto con una flessione pari al 5,3%, chiudendo l'anno a 584 milioni di euro (erano 616 milioni nel 2003).

L'Europa, con una quota del 52%, si è confermata la prima area di riferimento per le esportazioni di occhiali: le vendite dirette al Vecchio Continente hanno registrato un incremento dell'1% rispetto agli stessi dodici mesi del 2003 con risultati brillanti in Francia, Portogallo e Spagna. Tra i recenti estimatori dell'Italian style vi sono la Grecia e la Russia che hanno evidenziato tassi di crescita largamente superiori al 20%. E' continuata invece la dinamica negativa dei flussi diretti in Germania (dove la buona crescita degli occhiali da sole è stata annullata dalla performance molto negativa delle montature) e in Inghilterra (qui i due comparti hanno fatto segnare entrambi un segno negativo, molto marcato per il sole: -13,3%).

Gli Stati Uniti hanno evidenziato la migliore performance dell'export di occhiali con un aumento complessivo del +2,9%, ancora una volta trainato dal segmento "sole" (+17%). Sebbene la quota di mercato italiana sia andata progressivamente diminuendo (dal 40% del 2000 al 29% del 2004), gli Usa si confermano il primo paese di destinazione delle nostre esportazioni e tra i mercati più attenti al contenuto tecnico ed estetico dei prodotti made in Italy. Nell'area asiatica (che assorbe il 12% del nostro export), invece, a esclusione di Hong-Kong e dell'India, fino a oggi non si è ancora instaurato un trend di crescita rilevante dell'export, e questo nonostante molti paesi, primo fra tutti la Cina, abbiano crescenti fette di consumatori a reddito appetibile per le nostre aziende.



Sostenute da un recupero del mercato interno e da una maggiore competitività di prezzo dei prodotti esteri (+0,9%), sono aumentate anche le importazioni (+4,7%), tra cui quelle di provenienza asiatica, e cinese in particolare, rivestono un ruolo sempre più importante. La quota di occhiali acquistati dall'Asia sulle importazioni totali del settore è passata dal 42% del 2000 al 55% del 2004. All'interno della quota asiatica, la Cina copre, da sola, il 39% e ha guadagnato nello stesso arco temporale oltre dodici punti percentuali. A fronte della crescita asiatica, si è rilevata una flessione degli acquisti provenienti dall'Europa e una sostanziale stabilità di quelli provenienti dagli Stati Uniti. Dall'Estremo Oriente arriva anche una delle principali preoccupazioni degli addetti al settore, quella della contraffazione. Nel 2004 sono stati sequestrati oltre 620.000 occhiali provenienti per il 45% dalla Cina, per il 30% da Hong Kong e per il restante 25% dai paesi del bacino del Mediterraneo.

I soddisfacenti risultati del 2004 nascono tuttavia realtà produttive con risultati economici molto differenziati. Da un lato le grandi aziende che hanno conquistato il 50% dei marchi in licenza nel mondo, investono in ricerca, realizzano all'estero il 70-80% dei ricavi e hanno avviato con successo processi di acquisizione (uno per tutti quello dell'americana Rayban da parte di Luxottica) e di internazionalizzazione. Dall'altro, un migliaio di piccole aziende concentrate nel distretto di Belluno, leader mondiale nella produzione di occhiali, che vivono una situazione di profonda crisi: non potendo permettersi l'acquisto di licenze, né adeguate strutture distributive, le piccole imprese perdono progressivamente quote di mercato o diventano produttori in conto terzi. La filiera è stata utile per lo sviluppo di tutto il distretto ma in seguito il gruppo delle grandi aziende si è staccato e obiettivi e strategie hanno cominciato ad essere divergenti. I problemi strutturali del distretto cadorino non sono emersi appieno finché le grandi aziende hanno continuato ad assumere riassorbendo buona parte del personale delle piccole imprese che chiudevano. Da quando i grandi produttori di occhiali hanno avviato un processo di razionalizzazione dei costi, si è registrata la chiusura di 144 aziende su 750 e la perdita di quasi 2.400 posti di lavoro su 14 mila.

Una via di uscita, quanto meno per non disperdere professionalità e troppi posti di lavoro, è l'aumento dimensionale mediante accordi, fusioni, acquisizioni per acquisire forza e competere con professionalità. Le imprese che stanno reagendo alla crisi sono infatti alla ricerca di partner per l'attuazione di due progetti di alto profilo. Il primo prevede la creazione di una rete di negozi innovativi di ottica che dovrebbe interessare nella prima fase tutto il territorio italiano. Altro fattore strategico è il rafforzamento del brand: non più le firme del lusso e della moda, ormai tutte spartite fra i grandi produttori, ma marchi sportivi, giovani e di tendenza sui quali vi siano margini per investire.

## Famiglie irlandesi: affidabili e risparmiatrici

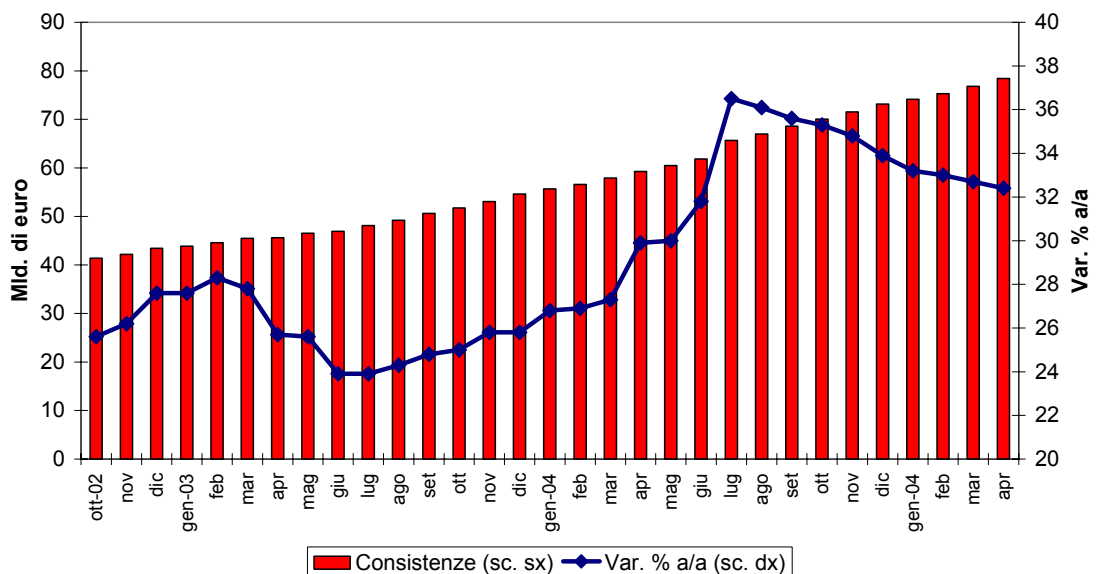
C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

- **L'intensa crescita economica dell'Irlanda, che prosegue ininterrotta da oltre venti anni, ha trovato un valido sostegno nel credito bancario. Negli ultimi quindici anni l'incidenza dei prestiti al settore privato sul Pil è quasi raddoppiata raggiungendo il 123%, in parte anche grazie alla domanda di credito da parte delle famiglie.**
- **Fattori demografici, redditi crescenti, l'eliminazione di vincoli finanziari e la discesa dei tassi di interesse hanno inciso sulla richiesta di abitazioni e, parallelamente, di finanziamenti per mutui fondiari.**
- **Il livello di indebitamento delle famiglie irlandesi ha raggiunto il 95% del reddito disponibile ma la loro affidabilità rimane elevata, anche nel caso di un eventuale rialzo dei tassi di interesse.**

In Irlanda anche il 2004 si è chiuso con una crescita economica superiore al 5%, ritmo già sperimentato, in media, nel periodo 1981-2000 e superato nei primi anni del nuovo millennio. Nello scorso anno la dinamica dei consumi pubblici e privati è rimasta ancora favorevole (+3% circa a/a) e ancor più lo è stata quella degli investimenti (+6% a/a), in particolare quelli destinati all'edilizia residenziale. Nello stesso periodo il tasso di occupazione è cresciuto sensibilmente (+3%) e quello di disoccupazione si è confermato su livelli contenuti (4,5%), mentre il reddito pro-capite del paese si colloca nelle prime posizioni nell'ambito dei paesi dell'Unione monetaria.

Un ruolo determinante nel protrarsi dell'intenso sviluppo ultraventennale della "tigre celtica" è stato svolto dal credito bancario, in particolare quello destinato al settore privato. L'incidenza sul Pil delle somme erogate a questo comparto, infatti, è pressoché raddoppiata passando dal 65% dei primi anni '90 al 123% del 2004, uno dei valori più alti nella Ue. Nell'ambito del credito al settore privato è particolarmente rilevante il peso del comparto famiglie (42%), con una espansione dei prestiti al di sopra del 30% a/a nel 2004. Le consistenze erogate al settore famiglie sono aumentate di circa 7 volte tra il 1992 e il 2005 (a €78 mld.) raggiungendo un valore superiore alla metà del Pil irlandese (54%) mentre l'analogo livello per la Ue12 si ferma al 48,5%.

### IRLANDA: MUTUI RESIDENZIALI ALLE FAMIGLIE Consistenze in mld di euro e var. % tendenziali



In particolare, risulta rilevante la quota di debito destinata dalle famiglie irlandesi all'acquisto dell'abitazione (77%, contro il 67% nel resto della Ue), che si è innalzata soprattutto a partire dai primi anni Novanta. I fattori che hanno determinato l'intensa crescita dell'indebitamento sono individuabili sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. Da una parte hanno influito una pronunciata crescita demografica, la riduzione dei tassi di interesse e una maggiore propensione all'indebitamento, dall'altra l'elevata concorrenza tra gli istituti di credito e una progressiva liberalizzazione del sistema finanziario. Dalla metà degli anni Novanta, infatti, la popolazione irlandese è aumentata dell'8%, in gran parte grazie all'immigrazione, soprattutto di quella in età per la formazione di nuovi nuclei familiari (25-44 anni). L'ampliamento di questa fascia di popolazione (ora al 30%) ha innescato una crescente domanda sia di credito sia di abitazioni. Il fenomeno non è destinato a esaurirsi ma anzi dovrebbe intensificarsi nel prossimo futuro grazie anche all'ampiezza della fascia di popolazione con età inferiore ai 25 anni (attualmente al 40%). A tenere alto il ritmo di crescita del credito alle famiglie hanno contribuito anche un trend discendente dei tassi di interesse (attualmente su valori reali negativi), il venir meno, negli anni Novanta, di misure restrittive all'erogazione del credito ai settori non produttivi e l'affacciarsi sul mercato nazionale di operatori esteri.

L'aumento dei prezzi degli immobili, seppure in rallentamento rispetto al 2003, rimane elevato (+12% a/a circa nel 2004) e frequente è l'investimento in abitazioni destinate a essere affittate (*buy-to-let houses*). Gli immobili infatti oltre a garantire elevati rendimenti grazie alla rivalutazione dei prezzi, quando affittati, in quasi tutte le zone del paese riescono ancora a coprire l'eventuale rata mensile di mutuo.

Secondo un'indagine condotta nel 2002 l'accensione di un mutuo riguarda il 38% delle famiglie irlandesi; nell'ultimo decennio, però, si è fatta più pesante l'incidenza della rata di rimborso rispetto al reddito disponibile. Nonostante la riduzione dei tassi di interesse e l'aumento del reddito disponibile, infatti, la crescita degli importi richiesti per mutui ipotecari ha determinato un'incidenza dell'attuale rata di rimborso sul reddito maggiore di 3 punti percentuali rispetto a quella di dieci anni fa (al 27,1% rispetto al 23,7% del 1995).

Nel complesso, il livello di indebitamento delle famiglie irlandesi ha raggiunto il 95% del reddito disponibile; le famiglie indebitate, tuttavia, riescono a far fronte ai crescenti impegni senza particolari difficoltà. Secondo la Banca centrale irlandese un eventuale rialzo dei tassi, avrebbe un impatto significativo e diffuso sulle famiglie irlandesi (l'80% circa dei mutui è a tasso variabile) ma risulterebbe comunque assorbibile non mettendo in discussione il rimborso del finanziamento. Lo stesso studio, infatti, evidenzia come la maggior parte dei mutui sia concentrata in nuclei con basse probabilità di insolvenza.

Va considerato, inoltre, che gli irlandesi possono contare sia su un tasso di risparmio lordo molto elevato (16,3% nel 2004) e previsto ancora in crescita per l'anno in corso sia su prospettive di sviluppo economico ancora buone per il prossimo biennio.

## Azioni penalizzate dai bond

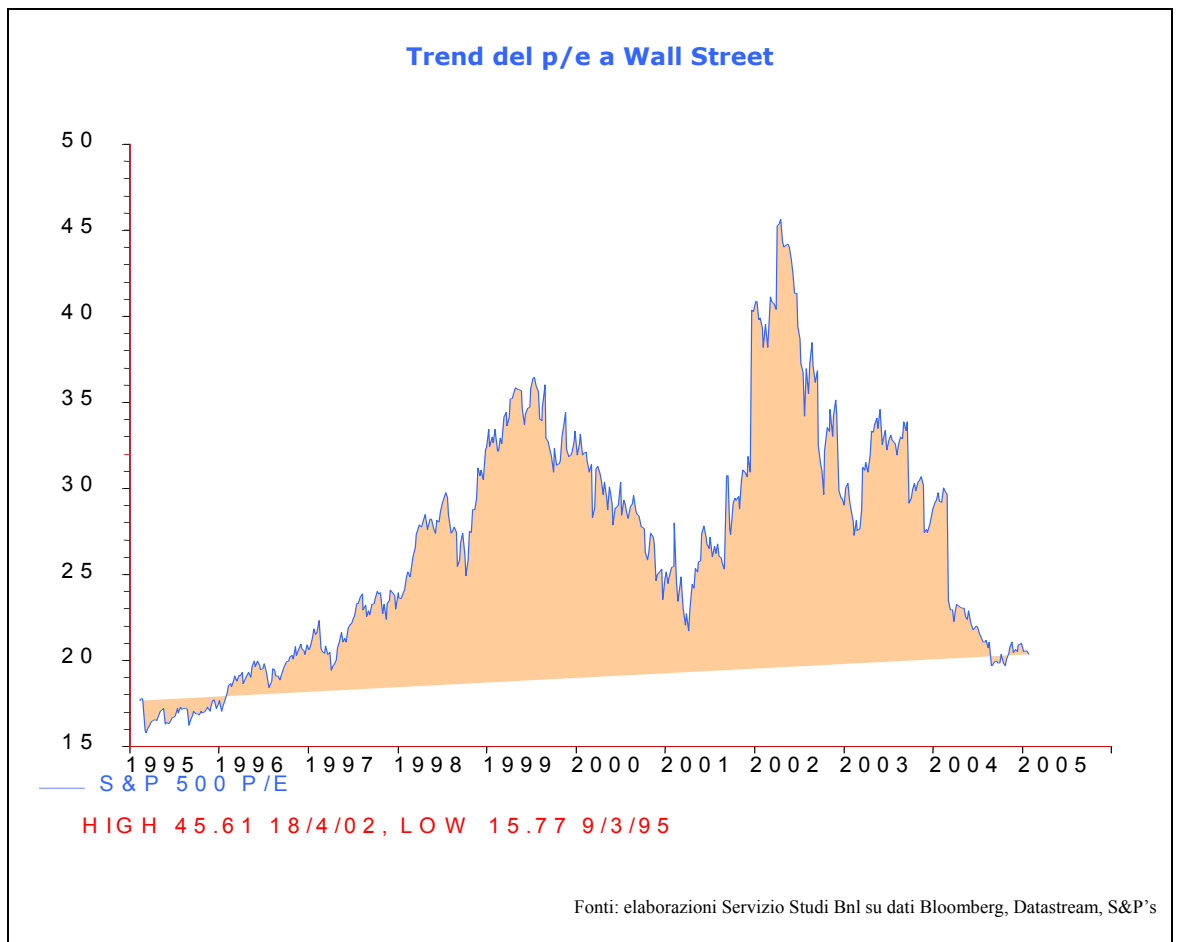
G. Pedone ☎ 06-47027055 – [giovanni.pedone@bnlmail.com](mailto:giovanni.pedone@bnlmail.com)

L'ulteriore riduzione dei rendimenti decennali in euro e in dollari riflette la stanchezza della congiuntura mondiale. Negli Stati Uniti in particolare il mercato sconta uno scenario deflativo ed eccessivamente penalizzato da una contrazione dei consumi privati.

Il comparto obbligazionario riesce a catalizzare maggior risorse sottraendole ai listini azionari ma esponendo la curva a rischi di bolla.

Il travaso di flussi verso il reddito fisso lascia ancor più debole il mercato azionario già provato dalla ripresa di slancio del greggio e dalle pressioni delle materie prime.

In prossimità della riunione dell'Opec, l'apertura della driving season, destinata ad alimentare le quotazioni del petrolio, combinata con la riduzione degli stock di crude oil, contribuisce a mantenere elevata la domanda di greggio e quindi le tensioni sui mercati azionari sempre alle prese coi supporti chiave (2.025 Nasdaq, 1.185 Standard & Poor's 500).



Il quadro resta penalizzante per i listini azionari, con l'eccezione delle borse asiatiche che però storicamente vantano una correlazione inversa alle occidentali, e quindi non fanno che confermare ulteriormente il disagio delle piazze anglosassoni ed europee.

Il sentiment negativo viene esaltato dalla bassa volatilità degli indici che, paradossalmente, accresce il rischio di ritracciamenti anche rilevanti perché si associa statisticamente a movimenti ribassisti e riconversioni sul segmento bond.



Attualmente l'effetto potrà comunque risultare più evidente per via della maggiore attrattiva del comparto obbligazionario, stimolato dalle parole di Greenspan e dal trend di decelerazione dei tassi.

I flussi in uscita dall'azionario verranno quindi immunizzati dalla carenza di impieghi alternativi, lasciando sostanzialmente immutate allocazioni e strategie di portafoglio.

In questo contesto di prudenza continuano ad essere privilegiate le azioni dei settori dell'energia, anche in ottica di protezione dai caro-petrolio.

Prosegue invece il raffreddamento e l'alleggerimento delle posizioni in società industriali, svantaggiate dalla attuale struttura dei tassi d'interesse.

Si registra infine una ripresa del mood su utilities, tecnologici (meglio se high e Usa) e telecom (fissa) in sostituzione dei più maturi, in termini di redditività, ciclici e farmaceutici.

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 clamorosa 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 hanno saputo ritrovare 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 di allentare la morsa e non influire sulle dinamiche di mercato.

## Le previsioni su tassi e cambi

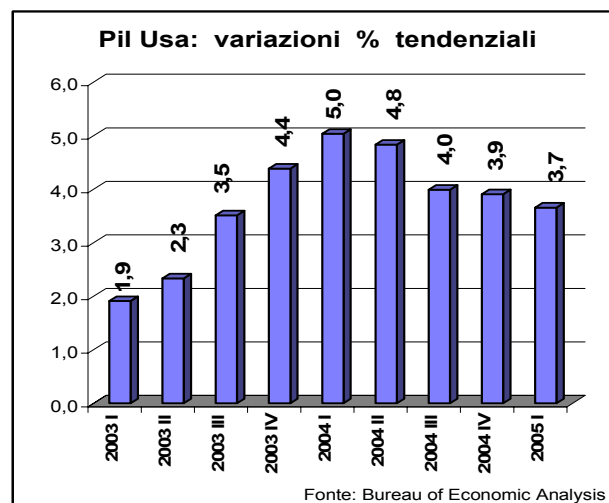
A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com)

- **Seppure in decelerazione, l'economia Usa mantiene un buon ritmo di crescita secondo il presidente della Riserva Federale. La manovra di rialzo dei tassi potrebbe proseguire fino ad agosto e, successivamente, il Fomc potrebbe prendere una pausa di riflessione.**
- **Ferma la Bce, per sostenere la dinamica congiunturale.**

Un deficit commerciale inferiore alle attese in aprile, seppure in aumento di oltre il 6% rispetto al mese precedente, e la testimonianza di Alan Greenspan – presidente della Banca centrale statunitense – di fronte alle Commissioni economiche del Congresso hanno tranquillizzato i mercati sull'evoluzione dell'economia Usa.

In particolare, il presidente della Fed ha sottolineato come i sintomi di debolezza osservati nell'economia all'inizio della primavera non anticipassero un più serio rallentamento dell'attività economica.

Il Pil Usa sta gradualmente rallentando verso il suo potenziale di crescita, fenomeno che si è riflesso nella decelerazione di diversi indicatori senza per questo segnalare l'avvio di un avvistamento negativo. Guardando alle variazioni tendenziali del Pil si può evincere che l'economia, pur in rallentamento dal primo trimestre del 2004, ha costantemente viaggiato al di sopra del suo potenziale.



La fase di "atterraggio morbido" non dovrebbe essere ancora conclusa e ulteriori sintomi di decelerazione potrebbero rendersi evidenti nei prossimi dati congiunturali. Ciononostante, la dinamica del Pil dovrebbe assestarsi su ritmi di crescita sostenuti e favoriti dal contributo delle principali componenti della domanda interna.

Alan Greenspan ha enumerato una serie di squilibri presenti nell'economia e ha sottolineato l'assenza di aggiustamento da un anno a questa parte, nonostante il forte ritmo di sviluppo. Tra gli altri, il risparmio delle famiglie che rimane irrisorio; il deficit di parte corrente che è superiore al 6% del Pil nonostante l'accelerazione intervenuta nei prezzi all'importazione.

Mentre i Fondi Federali sono stati aumentati di 2 punti percentuali, i rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi sono diminuiti di circa 80 punti base. Il ridimensionamento dei tassi a lungo termine e dei differenziali tra i rendimenti delle attività finanziarie "a maggior rischio" e dei titoli di Stato è un fenomeno non circoscritto alla realtà statunitense.

Greenspan ha spiegato che l'inatteso e prolungato calo dei tassi a lungo termine non sta anticipando una fase di peggioramento congiunturale, bensì è il frutto dell'azione combinata di una vasta gamma di forze, alcune delle quali nuove e di difficile interpretazione.

L'inflazione, sotto controllo in un'ottica di medio periodo, invia segnali di attenzione a livello di costi di produzione sulla scia del rallentamento della produttività e di un crescente potere dalle aziende nel traslare i maggiori costi sui prezzi.

Continuiamo quindi a pensare che il Federal Open Market Committee prosegua la manovra di graduale rimozione delle condizioni monetarie, considerate ancora accomodanti, per concedersi una pausa di riflessione dopo il meeting di agosto.

L'intervento di Greenspan ha rassicurato i mercati sulle prospettive economiche negli Usa e ha favorito sia un rafforzamento del dollaro sia un aumento dei tassi sui titoli di Stato Usa di circa 10 centesimi su tutta la curva per scadenze nell'arco dell'ultima settimana. Difficile dire se tale incremento sia l'avvio di una fase più duratura di rialzo di questi rendimenti.

Sta di fatto che sull'altra sponda dell'Atlantico, i tassi sui titoli governativi europei non solo non hanno seguito la direzione di quelli americani, ma hanno anche perso qualche centesimo.

Nell'area dell'euro, d'altra parte, ci sono pochi motivi che possono giustificare un innalzamento dei rendimenti a lungo termine. La congiuntura non invia segnali di un rafforzamento di fondo dell'economia, l'inflazione non è al momento un problema e la Banca centrale segnala di non voler modificare il saggio guida.

Le componenti del Pil italiano, comunicate la scorsa settimana, hanno evidenziato la fase particolarmente delicata in cui versa l'economia. La contrazione congiunturale del primo trimestre 2005 (-0,5%) dipende dal contributo netto negativo dall'estero (-0,5%) che non ha trovato alcuna compensazione nella domanda interna. Gli investimenti si sono rivelati il segmento più fragile e sono calati dello 0,6% sul trimestre precedente, inanellando la terza diminuzione congiunturale consecutiva dopo il -1,2% e il -1,5% rispettivamente del quarto e del terzo trimestre del 2004. I consumi sono aumentati moderatamente (0,2% congiunturale) ma ad un ritmo dimezzato rispetto alla fine dello scorso anno. Non è stata brillante nemmeno la produzione industriale francese di aprile (-0,3% m/m e 0% a/a), che nei primi quattro mesi del 2005 è in aumento di un modesto 0,7% tendenziale.

La Banca centrale europea ha ribadito di essere in una posizione di attesa ("wait and see") e ha fatto correggere un'intervista rilasciata dal capo economista Ottmar Issing, giudicando non accurata la trascrizione giornalistica, che aveva dato adito ad ipotizzare un taglio dei tassi.

	dati storici		13/06/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	109,4	105,3	109,6	103,0	104,0
dollaro-euro	1,214	1,318	1,209	1,230	1,260
yen-euro	132,8	138,9	132,5	126,7	131,0
sterlina-euro	0,664	0,693	0,670	0,680	0,701
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,50	3,03	3,41	3,62	3,62
euro	2,11	2,13	2,11	2,20	2,25
yen	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07
sterlina	4,79	4,99	4,86	5,00	5,00
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,72	4,50	4,07	4,20	4,50
Germania	4,33	3,72	3,19	3,30	3,50
Giappone	1,74	1,41	1,25	1,50	1,80
Italia	4,54	3,84	3,41	3,40	3,65
Gran Bretagna	5,18	4,80	4,30	4,36	4,50

## Previsioni sulla crescita economica

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

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

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

#### ITALIA

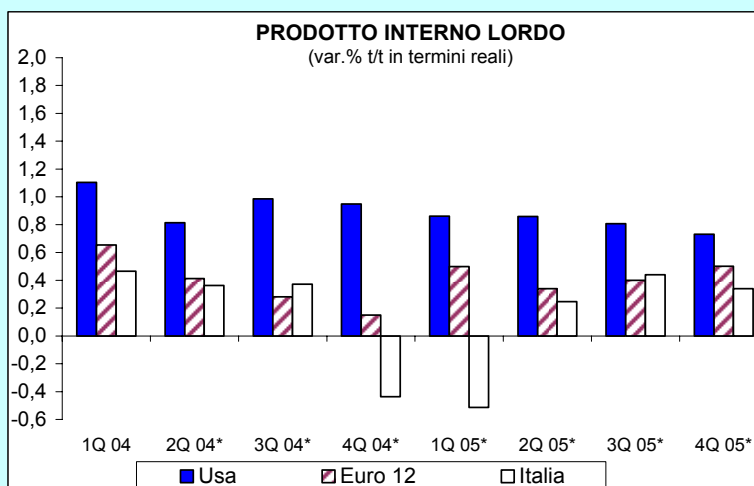
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	-0,5	0,2	0,4	0,3
var.% trim su trim annualizzato				1,9	1,5	1,5	-1,7	-2,0	1,0	1,8	1,4
var.% anno su anno	0,4	1,2**	0,0	0,7	1,2	1,2	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	0,5

\*\* 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	118,2	118,2	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	0,3	0,0	-0,2	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	2,0	2,0	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	110,6	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	0,3	-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	2,3	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 14 al 20/6/2005)

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

Giorno	Eventi
Martedì 14	Stati Uniti: discorso di Lacker della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve Giappone: la Banca del Giappone pubblica il rapporto mensile sull'economia
Mercoledì 15	Stati Uniti: discorso di Poole della Federal Reserve Stati Uniti: Beige Book 📄 Stati Uniti: intervento di Kohn
Giovedì 16	Stati Uniti: intervento di Minehan della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Hoenig della Federal Reserve Area Euro: Consiglio d'Europa 📄
Domenica 19	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali della riunione di maggio

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>Unione Europea</b>					
Martedì 14	Spagna	Prezzi al consumo armonizzati	maggio	1,4% <i>m/m</i> ;3,5% <i>a/a</i>	0,2% <i>m/m</i> ;3,0% <i>a/a</i>
	Francia	IPCA	maggio	0,2% <i>m/m</i> ;2,0% <i>a/a</i>	0,8% <i>m/m</i> ;1,7% <i>a/a</i>
	Italia	Produzione industriale	aprile	-5,2% <i>a/a</i>	-1,9% <i>a/a</i>
	Regno Unito	RPI-X	maggio	0,5% <i>m/m</i> ;2,3% <i>a/a</i>	0,2% <i>m/m</i> ;2,1% <i>a/a</i>
Mercoledì 15	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	aprile	4,6% <i>a/a</i>	4,7% <i>m/m</i>
Giovedì 16	Regno Unito	Vendite al dettaglio	maggio	0,5% <i>m/m</i> ;2,3% <i>a/a</i>	0,1% <i>m/m</i> ;1,8% <i>a/a</i>
	Area Euro	Prezzi al consumo 📄	maggio	0,4% <i>m/m</i> ;2,1% <i>a/a</i>	0,3% <i>m/m</i> ;2,0% <i>a/a</i>
Venerdì 17	Area Euro	Produzione industriale	aprile	-0,2% <i>m/m</i>	0,1% <i>m/m</i>
	Germania	Prezzi alla produzione	maggio	0,7% <i>m/m</i> ;4,6% <i>a/a</i>	0,0% <i>m/m</i> ;4,1% <i>a/a</i>
<b>Stati Uniti e Giappone</b>					
Martedì 14	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	maggio	0,6% <i>m/m</i> ;4,8% <i>a/a</i>	-0,2% <i>m/m</i> ;4,1% <i>a/a</i>
		Prezzi alla prod.(escl. al. & en.)	maggio	0,3% <i>m/m</i> ;2,6% <i>a/a</i>	0,2% <i>m/m</i> ;2,6% <i>a/a</i>
		Vendite al dett. (escl. auto) 📄	maggio	1,1% <i>m/m</i>	0,2% <i>m/m</i>
		Vendite al dettaglio 📄	maggio	1,4% <i>m/m</i>	-0,2% <i>m/m</i>
Mercoledì 15	Stati Uniti	Prezzi al consumo (escl. al. & en.)	maggio	0,0% <i>m/m</i> ;2,2% <i>a/a</i>	0,2% <i>m/m</i> ;2,2% <i>a/a</i>
		Prezzi al consumo	maggio	0,5% <i>m/m</i> ;3,5% <i>a/a</i>	0,0% <i>m/m</i> ;2,9% <i>a/a</i>
		Indice Empire Manufacturing	giugno	-11,1	1
		Impiego capacità produttiva	maggio	79,2	79,3
		Produzione industriale	maggio	-0,2% <i>m/m</i>	0,2% <i>m/m</i>
Giovedì 16	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupaz.	11 giu.	330.000	330.000
		Indice Philadelphia Fed.	giugno	7,3	10,0
Venerdì 17	Stati Uniti	Indice fiducia Univ. Michigan	giugno	86,9	88,8
		Bilancia prezzi correnti	I tr. 05	-187,9	-190,0
Lunedì 20	Stati Uniti	Indicatore anticipatore	maggio	-0,2	-0,3