

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

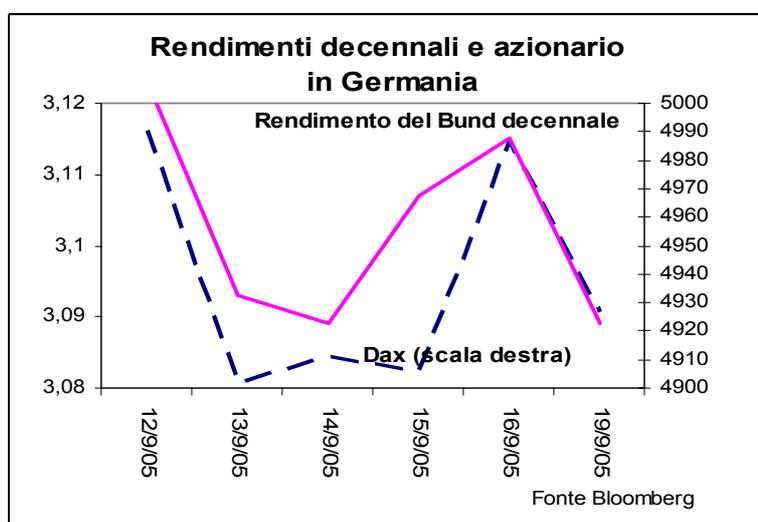
Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

31
2005

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



- I rincari petroliferi rischiano di penalizzare le economie emergenti più di quelle sviluppate, ma significative differenziazioni degli effetti saranno possibili tra paese e paese: un confronto nell'ambito di un insieme di economie di Asia, Europa e America Latina.
- Più finanziamenti alle famiglie e durate dei prestiti mediamente più lunghe: così cambia la struttura del credito in Italia.

L'impatto del petrolio sui paesi emergenti

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

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

- L'impatto degli elevati prezzi del petrolio, nel 2005 e probabilmente anche nel 2006, potrà essere più penalizzante per le economie dei paesi emergenti rispetto a quelle dei paesi industrializzati. Già in molti casi emerge un deterioramento del saldo commerciale.
- Nell'esaminare un gruppo di paesi appartenenti a varie aree geografiche e con differenti intensità energetiche se ne può evincere la diversa reazione in presenza di un consistente e permanente aumento dei corsi petroliferi. Un fattore di rilievo risiede nel minor grado di copertura che le esportazioni garantirebbero alla bolletta energetica in caso di persistente shock sui prezzi del greggio.

L'impatto degli elevati corsi petroliferi, in essere ormai da alcuni mesi e che potrebbero protrarsi fino a tutta la prima parte del 2006, sarà probabilmente più penalizzante per i paesi emergenti rispetto a quelli industrializzati. I paesi in via di sviluppo sono in genere caratterizzati da più alta intensità energetica e più elevata rigidità al prezzo della domanda di petrolio. Trova già evidenza in molti di essi un deterioramento del saldo commerciale che potrebbe implicare un aumento del rischio, come si evince dalle tensioni in Indonesia e dall'allargamento dei differenziali tra i rendimenti di alcuni paesi emergenti e i titoli di riferimento statunitensi in risposta all'aumento dei corsi energetici.

Nel 2005, il prezzo medio annuo del barile riferito alla qualità Brent dovrebbe subire un incremento poco inferiore al 50%, passando da 38 a 55 dollari circa, a meno di ulteriori impennate delle quotazioni di qui alla fine dell'anno. Nell'esaminare un gruppo di paesi appartenenti a diverse aree geografiche e con differente intensità energetica, si stima come potrebbe variare l'impatto del petrolio sull'economia di questi paesi, soprattutto in termini di minor copertura della bolletta energetica da parte delle esportazioni.

LA DIPENDENZA DEI PAESI EMERGENTI DAL PETROLIO

Il prezzo del petrolio è riferito alla media 2004, pari a \$38,2/barile

Paesi	Pil (var.% 04/03)	Inflazione (var.% 04/03)	Import petrolio (barili/giorno)	Import petrolio in % Pil	Import petrolio in % import totale	Import petrolio in % export totale	Produzione petrol./ in % del consumo
Corea	4,7	3,6	2.681.000	3,5	16,8	14,3	---
Thailandia	6,1	2,8	763.000	2,0	12,3	10,9	30
Turchia	8,9	8,6	647.000	1,6	9,8	13,3	7
Brasile	5,2	6,6	555.000	0,5	12,2	7,9	83
Romania	8,3	11,9	158.000	1,3	6,7	8,5	54
Bulgaria	5,5	6,1	123.000	2,7	12,8	17,2	1
Croazia	3,8	2,1	106.000	2,9	8,8	17,8	29

Fonte: ns.elaborazioni su dati EIU, ENI

LA DIPENDENZA DEI PAESI EMERGENTI DAL PETROLIO

Il prezzo del petrolio è stato ipotizzato a **\$55/barile (stima media 2005)**

Paesi	Pil (var.% 04/03)	Inflazione (var.% 04/03)	Import petrolio (barili/giorno)	Import petrolio in % Pil	Import petrolio in % import totale	Import petrolio in % export totale	Produzione petrol./ in % del consumo
Corea	4,7	3,6	2.681.000	5,0	24,2	20,6	---
Thailandia	6,1	2,8	763.000	2,9	17,7	15,7	30
Turchia	8,9	8,6	647.000	2,3	14,1	19,1	7
Brasile	5,2	6,6	555.000	0,7	17,5	11,4	83
Romania	8,3	11,9	158.000	1,8	9,6	12,2	54
Bulgaria	5,5	6,1	123.000	3,9	18,4	24,7	1
Croazia	3,8	2,1	106.000	4,2	12,7	25,6	29

Fonte: ns.elaborazioni su dati EIU, ENI

Dall'esame dei paesi considerati, emerge innanzi tutto il più forte import di petrolio della Corea (circa 2,7 milioni di barili/giorno). Nell'area asiatica, la Thailandia segue a distanza con un import pari a poco più di un quarto in volume rispetto a quello della Corea. La Corea non è produttrice di greggio, anzi importa più di quanto consumi, a differenza della Thailandia, che produce poco meno di un terzo del petrolio consumato. Confrontando le due tabelle, l'una con l'ipotesi di base di un prezzo del greggio a \$38,2 al barile (media 2004) l'altra a \$55 al barile (stima 2005), emerge come l'incidenza del valore dell'import di petrolio sul totale sia delle importazioni sia delle esportazioni salga in modo rapido al crescere delle quotazioni sui mercati internazionali. I due *ratios* della Corea superano la soglia del 20% nell'ipotesi di un prezzo medio del petrolio nel 2005 a \$55/barile. La stessa Thailandia vedrebbe aumentare il rapporto import di petrolio sul totale delle importazioni dal 12,3 al 17,7% e quello sulle esportazioni dal 10,9 al 15,7%.

Nell'area europea va segnalato il caso della Bulgaria che, pur essendo un importatore modesto di petrolio in termini assoluti, vedrebbe appesantire i propri *ratios* al crescere del prezzo del barile. L'incidenza del petrolio sull'import totale passerebbe dal 12,8 al 18,4% e sull'export totale dal 17,2 al 24,7%. Analogo discorso vale per la Croazia, soprattutto nel caso del rapporto import di petrolio/export totale, che supererebbe il 25% nell'ipotesi del prezzo a \$ 55 per barile. Inoltre, sia Bulgaria che Croazia importerebbero petrolio per poco meno del 3% del Pil nel caso del prezzo medio a \$38,2 e intorno al 4% del Pil con quotazioni del greggio a 55 dollari.

In Turchia, il maggior importatore di greggio tra i paesi considerati nell'area europea, l'aumento della bolletta petrolifera rischia in prospettiva di appesantire la non facile posizione debitoria. La situazione meno critica in termini di dipendenza sembra quella della Romania, che presenta però un'inflazione elevata e quindi più a rischio in caso di pressioni sui prezzi importate dall'estero.

Il Brasile, tra i maggiori produttori di commodity agricole al mondo, esprime minore domanda di greggio in termini assoluti rispetto ad altri paesi considerati, soprattutto se si guarda al rapporto import di petrolio/Pil che, nell'ipotesi di un prezzo a \$55, non supera lo 0,7%. La spiegazione va ricercata soprattutto nell'elevato rapporto tra produzione e consumi di greggio, che supera di poco l'80%. Tuttavia, anche il Brasile, al crescere dei corsi unitari, presenta una discreta escursione dei *ratios* relativi agli scambi commerciali: sempre nel caso del prezzo a 55 dollari, il rapporto petrolio/import totale raggiunge il 17,5%.

Coma cambia il credito, in Italia

S.Carletti ☎ 06-4702.8440 – silvano.carletti@bnlmail.com

C.Russo ☎ 06-4702.8418 – carla.russo@bnlmail.com

- Negli ultimi anni il mercato italiano del credito ha sperimentato una forte crescita quantitativa e un rilevante mutamento di alcuni dei suoi parametri fondamentali.
- E' fortemente cresciuto il peso delle famiglie rispetto a quello delle imprese e a quello della Pubblica Amministrazione. Si è allungata la scadenza media dei finanziamenti.
- Sia dal lato degli impieghi sia da quello della raccolta di depositi è sensibilmente cresciuto il ruolo delle banche minori.
- Si è interrotto il prolungato periodo di crescita del numero dei conti correnti bancari.

Tra l'inizio del 1999 e il giugno 2005 lo stock dei prestiti bancari è aumentato in Italia del 61%, una crescita ben superiore allo sviluppo dell'economia nazionale, smentendo la convinzione diffusasi negli anni '90 di un'inarrestabile disintermediazione del circuito bancario. A questa forte crescita quantitativa (una media annua di circa il 7,5%) si è associato un rilevante mutamento di alcuni dei parametri fondamentali del mercato. I fattori all'origine di questa intensa evoluzione sono molti, spesso tra loro legati. Tra essi un posto di particolare rilievo spetta all'adozione dell'euro e alla discesa dell'intera struttura dei tassi d'interesse. Anche altri paesi europei hanno sperimentato una dinamica del mercato del credito ma in pochi casi con intensità paragonabile a quella osservata in Italia (la crescita media annua del credito bancario nello stesso periodo nel resto dell'area euro è stata del 5,7%).

PRESTITI AI SETTORI ISTITUZIONALI – COMPOSIZIONE %



Confrontando i dati a giugno 2005 con la situazione esistente alla fine del 1998 una prima differenza importante che si può evidenziare nel caso dell'Italia è il rilevante mutamento della composizione sotto il profilo degli utilizzatori del credito. Posto pari a 100 il totale degli impieghi a clientela ordinaria residente, alla fine del 1998 la quota attribuibile alle imprese (società non finanziarie e famiglie produttrici) era pari a 60,5, quella delle famiglie consumatrici a 17,3, quella della Pubblica Amministrazione a 8,2, con il restante 14,1 attribuibile ad altre tipologie di operatori. Nel giugno scorso la quota delle imprese risultava diminuita di 1,9 punti, quella delle famiglie consumatrici aumentata di oltre un terzo a 23,7, quella della PA quasi dimezzata a 4,5. La sensibile crescita del peso delle famiglie è in parte

conseguenza del contesto congiunturale (crescita più stentata dei finanziamenti alle imprese), in parte risultato di un'evoluzione strutturale.

Nell'intero periodo considerato la crescita dei finanziamenti alle famiglie è risultata in Italia seconda solo a quella della Spagna e quasi doppia di quella media dell'area euro (nel 2004, 13,6% rispetto a 7,9%). Nonostante ciò, rispetto alla media europea il mercato italiano del credito alle famiglie risulta ancora fortemente sottodimensionato. Nell'area euro, infatti, esso eccede quello del credito alle imprese (di quasi il 10% a fine 1998, di oltre il 20% nel giugno scorso) mentre in Italia ne continua a rappresentare solo una frazione (meno del 60% nel giugno 2005).

Assai diversa è poi la destinazione di questi finanziamenti: sempre alla data più recente, nella media dell'area euro i mutui per l'acquisto di abitazioni e il credito al consumo assorbono l'82% del credito alle famiglie (68,5% e 13,5%, rispettivamente); in Italia, la corrispondente percentuale si ferma al 66% (54,5% e 11,5%, rispettivamente). Il gap con l'Europa, comunque, si sta gradualmente chiudendo: a fine 1998, credito al consumo e mutui fondiari rappresentavano meno del 42% del credito complessivo alle famiglie italiane, a fronte di quasi il 76% nella media dell'area euro. Come indicano i dati prima riferiti, la differenza più forte permane dal lato dei mutui fondiari piuttosto che da quello del credito al consumo. Rapportati al PIL, i finanziamenti per l'acquisto di abitazioni si posizionano al 14% in Italia e al 34% nella media dell'area euro.

Un minore ricorso della PA al credito bancario è circostanza che l'Italia condivide con l'area euro. Si può però rilevare che la quota dei finanziamenti assorbita dal settore pubblico continua ad essere di gran lunga più importante nel resto dell'area euro che non in Italia (a giugno 2005, 9,5% rispetto a 4,5%).

Novità importanti si rilevano anche dal lato del credito alle società non finanziarie. Se si guarda, infatti, come è cambiato il peso delle macrobranche si rileva un forte ridimensionamento di quella dell'industria in senso stretto (dal 41% al 32,9%) e un quasi parallelo aumento di quella dei servizi, la macrobranca verso la quale si dirige ora la metà dei finanziamenti al comparto produttivo (41,2% a fine 1998, 50,1% a metà 2005).

Il peso dell'edilizia, così come quello dell'agricoltura, è rimasto quasi invariato. Nell'ultima relazione della Banca d'Italia si sottolinea, tuttavia, che l'esposizione complessiva del sistema creditizio italiano verso il settore immobiliare (finanziamenti all'edilizia e alle società impegnate nell'intermediazione immobiliare, mutui per l'acquisto di abitazioni) è fortemente aumentata, passando tra il 2001 ed il 2004 dal 25% al 33% del totale dei finanziamenti bancari.

Nella recente evoluzione del mercato italiano del credito uno degli aspetti più rilevanti è quello dell'allungamento delle scadenze. Fino alla fine del 2001 gli impieghi a breve termine e quelli a lungo termine rappresentavano aggregati sostanzialmente analoghi. Dopo di allora, la quota dei primi ha subito una forte flessione, quella dei secondi un deciso incremento. A giugno 2005, sul totale degli impieghi vivi, quelli a breve ne rappresentavano il 38,6%, quelli a medio-lungo termine il 61,4%. A determinare questa evoluzione ha contribuito la forte domanda di mutui da parte delle famiglie, fenomeno sviluppatosi con più decisa intensità a partire dal 2002 (+95% tra dicembre 2001 e giugno 2005). Nel complesso, la quota dei finanziamenti alle famiglie con scadenza superiore ai 5 anni è aumentata di oltre 20 punti percentuali, passando dal 49,1% al 69,7%. All'allungamento della scadenza del credito bancario hanno contribuito anche le società non finanziarie: tra la fine del 1998 e il giugno 2005 la quota dei loro finanziamenti con scadenza superiore ai 5 anni è cresciuta dal 25,2% al 35,4%. L'area euro ha condiviso il fenomeno solo in misura molto attenuata: tra le stesse date, i finanziamenti oltre i 5 anni sono cresciuti meno di due punti percentuali nel caso delle società finanziarie e di tre punti percentuali in quello delle famiglie. Rispetto alla media dell'area euro, comunque, il credito bancario ha ancora nel nostro paese una scadenza decisamente più breve: malgrado la rincorsa di questi ultimi anni, infatti, la quota dei finanziamenti oltre i cinque anni è in Italia inferiore di 16,3 punti percentuali nel caso delle società non finanziarie (35,4% rispetto a 51,7%) e di 13,7 punti percentuali in quello delle famiglie (69,7% rispetto a 83,5%).

Distribuzione dei finanziamenti per durata				
	Soc. non finanziarie		Famiglie	
ITALIA	dic-98	giu-05	dic-98	giu-05
FINO A 1 ANNO	51,6	42,3	22,3	12,1
TRA 1 E 5 ANNI	23,1	22,3	28,6	18,1
OLTRE 5 ANNI	25,2	35,4	49,1	69,7
AREA EURO	dic-98	giu-05	dic-98	giu-05
FINO A 1 ANNO	35,8	30,9	9,4	7,4
TRA 1 E 5 ANNI	14,5	17,4	10,1	9,1
OLTRE 5 ANNI	49,8	51,7	80,5	83,5

Altrettanto intensa l'evoluzione sul versante della provvista nel cui ambito è cresciuto ulteriormente il peso della raccolta in conto corrente e tramite emissione di obbligazioni: 72,6% a fine 1998, 84,7% a metà 2005. Nella media dell'area euro il peso di queste due forme tecniche, seppure cresciuto in maniera significativa, supera di poco la metà del totale (53,5% a metà 2005).

Riferendosi all'attività di raccolta, le statistiche ufficiali mettono in rilievo che nel caso del numero dei conti correnti si è interrotto un prolungato periodo di crescita iniziato nel dopoguerra (-3,3% negli ultimi due anni). A subire la flessione maggiore sono state sia le banche maggiori (- 8,2%) sia quelle grandi (-5,3%) mentre le banche minori hanno registrato una crescita dell'8,3%. La flessione si è manifestata parallelamente alla forte crescita di Bancoposta che tra il 2000 ed il 2004 ha visto aumentare i suoi conti correnti da meno di un milione a 4,2 milioni (quelli bancari superano di poco i 40 milioni). A fine 2004 la raccolta di Bancoposta attraverso conti correnti, libretti e buoni fruttiferi ha superato i 250 miliardi, un importo pari a quasi il 22% dell'intera raccolta bancaria.

Il maggiore dinamismo degli istituti di minore dimensione è un altro dei tratti salienti di questi anni: dal lato degli impieghi, in poco più di cinque anni (dicembre 1999 – marzo 2005) la quota di mercato delle banche minori è cresciuta di 6,7 punti percentuali (a 32,4%) mentre quella delle banche maggiori e grandi è diminuita di oltre nove punti percentuali (a 45%). La quota di mercato delle "banche piccole e minori" è cresciuta sia nel segmento delle piccole imprese (nel 2004 al 44%) sia in quello delle aziende medie e grandi (al 30%). Questa categoria di istituti di credito propone una analoga vivacità anche dal lato della raccolta di depositi (nello stesso arco di tempo, la loro quota di mercato cresce di 5,7 punti percentuali).

La morsa dei tassi

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

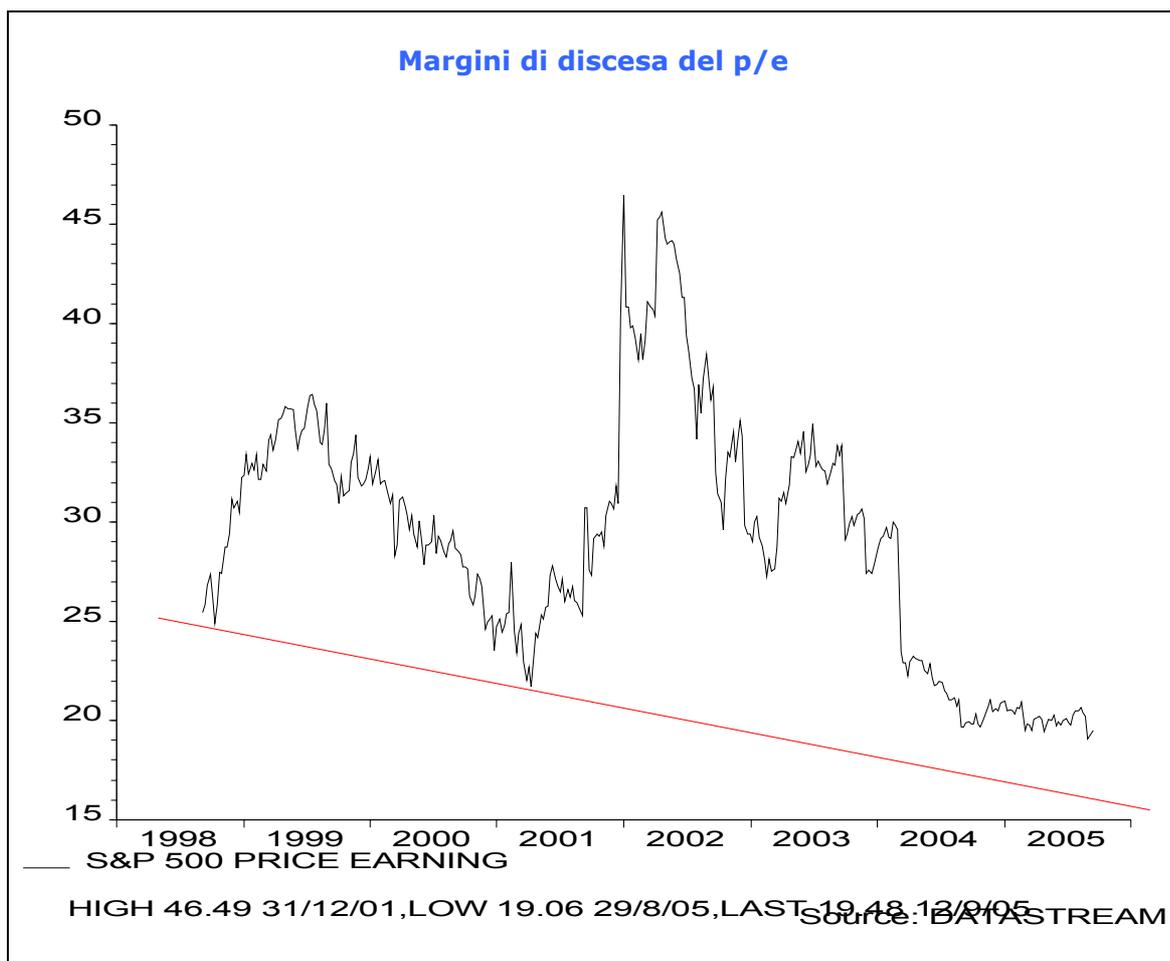
Volatilità ai minimi, scambi congelati e livello di contrattazioni condizionato dall'eccessiva copertura assicurativa da ribassi che tende a paralizzare i flussi di portafoglio e gli aggiustamenti di fondo. L'attitudine riflessiva che ha permeato i mercati in queste ottave è stata accentuata dalla lunga attesa per le decisioni in materia di tassi da parte della Fed.

La stretta monetaria ha poi ulteriormente scoraggiato le aspettative di rilancio delle piazze azionarie da sempre intimorite dai rialzi dei saggi guida che tendono a indirizzare le risorse in direzione opposta (obbligazionario).

Nella scelta della banca centrale Usa, al di là degli inaspettati progressi dell'area colpita dall'uragano e della veloce ripresa sia dell'operatività portuale sia dell'attività di raffinazione della zona, hanno inciso principalmente i rinnovati timori per la tenuta del mercato immobiliare di fronte alla continua pressione di bassi tassi d'interesse che favoriscono l'humus di bolle speculative.

Scelte di indirizzo rese poi ancor più delicate dalle difficoltà di valutare concretamente gli effetti sull'economia mondiale dell'uragano Katrina.

Se Wall Street e le borse in generale sembrano ancora distaccate e meno coinvolte, sono invece più chiare le reazioni sui mercati del reddito fisso e delle commodities.



Malgrado la domanda sostenuta, infatti, i tassi d'interesse a lungo termine hanno finora rafforzato il loro trend discendente, supportati anche dalla caduta dei tassi di assegnazione nelle aste precedenti sull'enfasi del caro petrolio, a conferma comunque della vitalità del mercato del debito negli ultimi mesi.

Meno intenso ma ugualmente significativo appare il calo del Brent sull'onda emotiva che la variabile uragano possa erodere lo 0,5-1% della crescita americana. Un gap destinato a riflettersi sulla domanda interna di greggio, vista in ribasso di 200mila barili/giorno per il mese di settembre.

I danni nel Golfo del Messico restano comunque ingenti: il 50% della produzione locale di petrolio e gas è ancora paralizzata con contraccolpi ancora da assorbire per la già critica capacità di raffinazione Usa.

Più netta la dinamica dell'oro, con le quotazioni al fixing di Londra che aggiornano continuamente nuovi record nonostante ormai da tempo il metallo prezioso sia oggetto di acquisti, non solo in ottica di fly-to-quality. Ma l'oro appare ancora sottovalutato e con ampi margini di rivalutazione, specie se confrontato con la crescita relativa del prezzo del petrolio. Tecnicamente, infatti, il rapporto tra i due prodotti, espresso dall'indice GOR (gold/oil ratio), è ormai sceso a livelli bassissimi (7) contro una media storica - dagli anni 70 a oggi - di oltre il doppio (16).

Ben più difficile, invece, indagare sugli effetti a distanza di Katrina sul Pil, sui prezzi alla produzione e al consumo, e quindi sulla crescita complessiva Usa. E di riflesso sui mercati azionari. Perché l'uragano ha eroso in modo significativo l'economia di una regione molto rilevante per l'andamento della Corporate America, che iniziava proprio adesso a beneficiare del buon andamento delle trimestrali.

Anche lo stesso uragano aveva paradossalmente rivitalizzato le prospettive delle borse sulla scia di tassi più accomodanti in risposta al probabile rallentamento della congiuntura.

È per questo, infatti, che il primo impatto dello shock Katrina sulle azioni è stato circoscritto ed in qualche misura ammortizzato, spiazzando le attese degli stessi investitori.

E proprio in questo contesto va vista la sorprendente tenuta dei livelli e lo stop allo swing ribassista che avrebbe potuto chiudere i listini in una spirale discendente.

Discorso che invece si riapre ancora una volta con quest'ultima manovra di rialzo dei tassi americani che lancia un chiaro segnale in direzione crescita, e soprattutto rivendica un maggior controllo e un monitoraggio più attento dei rischi connessi all'eventuale surriscaldamento del mercato immobiliare, "snobbando" piuttosto i presunti effetti depressivi dell'uragano Katrina.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **L'aumento dei tassi sui Federal Funds di altri 25 centesimi, al 3,75%, non è stato deciso all'unanimità per la prima volta in oltre due anni. Si profila una strategia su due fronti per contrastare inflazione e indebolimento della crescita in Usa che sarà presumibilmente sostenuta dalla politica monetaria nel primo caso e da quella fiscale nel secondo.**
- **In Europa l'attenzione si rivolge all'esito delle elezioni tedesche da cui non è scaturita una chiara "leadership" per uno dei maggiori partiti contendenti, con il rischio di sfociare in una fase di stallo decisionale.**

Dopo che i corsi petroliferi hanno dato cenni di flessione la scorsa settimana, le quotazioni sono tornate in tensione sul timore che l'uragano Rita possa entrare nel Golfo del Messico e dirigersi verso il Texas con il rischio di danneggiare le raffinerie dislocate lungo la costa che includono gli impianti della Exxon Mobil, il più grande negli Usa, e della Royal Dutch Shell. Per contrastare l'ascesa delle quotazioni petrolifere, l'Opec, riunito a Vienna, ha deciso di mettere a disposizione del mercato - qualora se ne manifestasse la richiesta - tutta la propria capacità produttiva, superando la resistenza di alcuni membri tra cui l'Iran. Questo significa rendere disponibili due milioni di barili di greggio in più ogni giorno, che vanno a sommarsi all'attuale produzione dichiarata pari a 30,2 milioni di barili al giorno (mbg). L'iniziativa ha durata limitata, tre mesi dal primo ottobre, e lascia aperta la possibilità di valutare se prorogare l'intervento o sospenderlo.

Il Fomc ha deciso di aumentare per l'undicesima volta consecutiva il tasso sui Federal Funds di 25 centesimi, portandolo al 3,75%. L'incertezza sull'esito era densa alla vigilia della riunione e, infatti, il verdetto non è stato preso all'unanimità dai membri con diritto di voto per la prima volta in oltre due anni: Mark Olson ha votato per lasciare invariati i tassi.

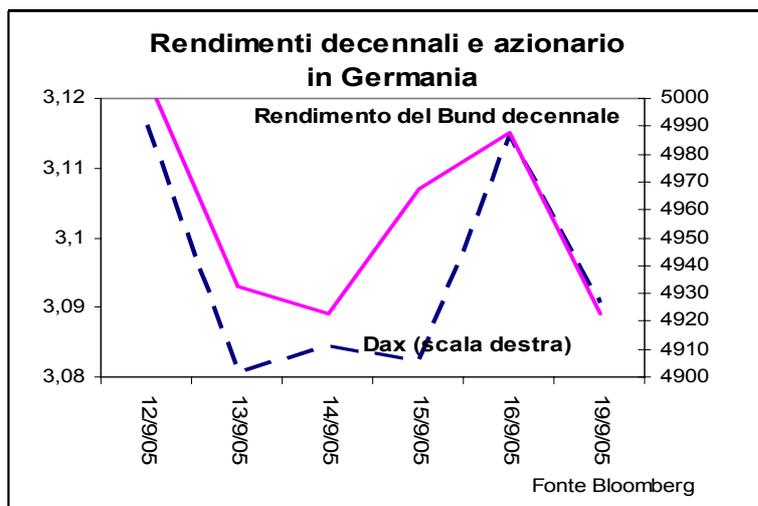
Vi erano, infatti, ragionevoli motivazioni sia per ipotizzare una pausa di riflessione, sia per pensare a una prosecuzione della graduale manovra di aumento dei tassi. Le preoccupazioni inflazionistiche, alimentate dal rincaro dei corsi energetici, hanno fatto propendere per l'undicesimo rialzo, anche se il comunicato non ha mancato di sottolineare l'accresciuta incertezza dello scenario macroeconomico a causa di Katrina. Il Comitato ha dichiarato di attendersi un peggioramento di spesa, produzione, occupazione e un aumento della volatilità dei prezzi energetici nel breve termine, ma di giudicare transitori tali eventi.

E' stata altresì aggiunta l'ormai consueta indicazione nel comunicato che "il Comitato intende proseguire la manovra di graduale rimozione delle condizioni monetarie estremamente accomodanti".

In verità, i prezzi al consumo *core* di agosto, esclusi alimentari e energetici che sono quelli di maggiore interesse per i banchieri centrali, hanno mostrato un incremento modesto dello 0,1% m/m e del 2,2% a/a, un livello compatibile con la definizione di stabilità dei prezzi della Fed. Invece, l'indice dei prezzi al consumo ha sperimentato un sensibile rialzo dello 0,5% m/m e del 3,6% a/a, con il rischio che in settembre si porti ben oltre il 4%.

Gli indici di fiducia che riflettono l'effetto Katrina relativi al settore manifatturiero e ai consumi hanno intanto subito duri contraccolpi in settembre: l'indice della Fed di New York è sceso a 17 da 23; quello della Fed di Filadelfia ha denunciato un fortissimo ridimensionamento a 2,2 da 17,5, probabilmente perché l'importanza del settore chimico nella regione rende l'apparato industriale più vulnerabile alle variazioni dei corsi petroliferi. La fiducia dei consumatori è crollata, secondo l'indice dell'Università del Michigan che copre un periodo di rilevazione compreso tra l'1 e il 14 settembre, al 76,9 da 89,1: il calo è stato più pesante di quello avvenuto dopo gli attentati dell'11 settembre e ha investito sia la valutazione della situazione attuale sia quella relativa alle aspettative.

In Europa l'attenzione si è rivolta alle elezioni tedesche che non hanno assegnato una "leadership" certa a uno dei maggiori partiti contendenti. Questo risultato rischia di sfociare in uno stallo decisionale e del processo di riforme avviato dal precedente governo. I mercati hanno reagito con un indebolimento dell'euro, con una correzione della borsa e con una limatura sui rendimenti dei titoli di Stato a più lunga scadenza che già oscillano su livelli minimi. I riflettori sono puntati su Dresda, il collegio chiamato a votare domenica 2 ottobre che conta circa 219.000 elettori. Tuttavia, l'esito di questa tornata elettorale non dovrebbe modificare in modo apprezzabile gli attuali risultati.



In Gran Bretagna, le vendite al dettaglio di agosto (0 m/m e 0,8% a/a) testimoniano l'indebolimento dei consumi e presentano variazioni tendenziali in progressivo rallentamento nel corso dei successivi trimestri del 2005. D'altra parte, l'indice dei prezzi al consumo è lievitato in agosto al 2,4% (0,4% m/m) mettendo a segno l'incremento più elevato dal 1997 ed ha superato per il secondo mese consecutivo l'obiettivo della Banca centrale (Boe) fissato al 2% in gran parte a causa delle pressioni derivanti dai valori energetici. Sintomi di rallentamento congiunturale, emergenti simultaneamente a pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, dovrebbero indurre Boe a mantenere il tasso fermo al 4,5% per il resto dell'anno.

	dati storici		19/09/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,8	110,6	111,5	109,0	105,0
dollaro-euro	1,249	1,229	1,214	1,250	1,290
yen-euro	135,9	136,0	135,3	136,3	135,5
sterlina-euro	0,691	0,685	0,674	0,681	0,695
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	2,08	3,80	3,92	4,00	4,20
euro	2,15	2,13	2,14	2,14	2,20
yen	0,05	0,06	0,06	0,09	0,30
sterlina	4,90	4,59	4,60	4,55	4,60
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,08	4,27	4,23	4,30	4,60
Germania	3,92	3,25	3,10	3,30	3,70
Giappone	1,49	1,40	1,37	1,60	1,70
Italia	4,07	3,45	3,29	3,50	3,90
Gran Bretagna	4,76	4,30	4,23	4,25	4,40

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

AREA EURO

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

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

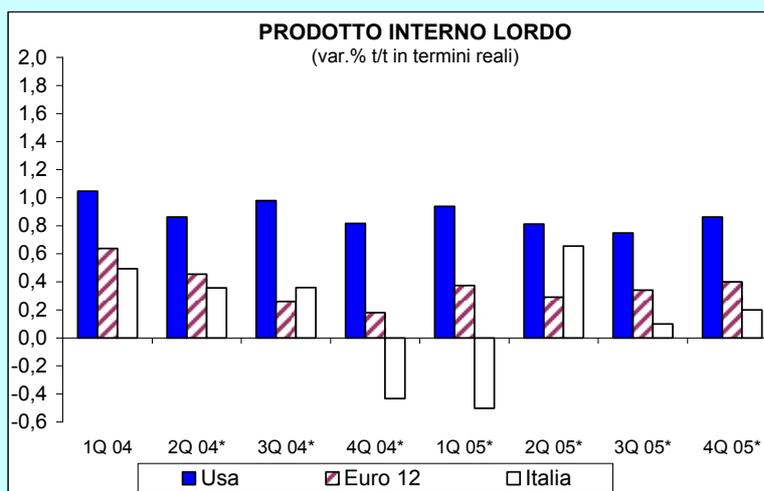
** La media annua del Pil nell'Area dell'Euro e in Italia nel 2004 fa riferimento ai dati grezzi.

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	7.601
Italia	1.351



Le previsioni sui prezzi

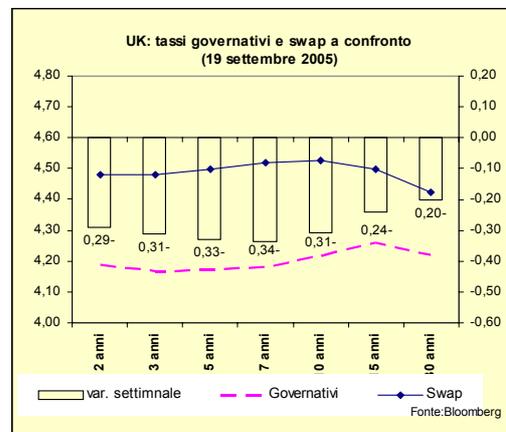
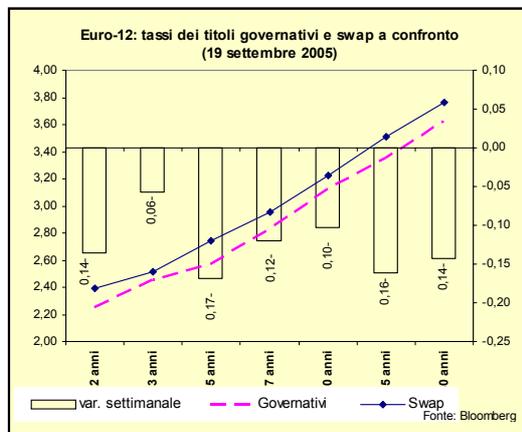
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

PREZZI AL CONSUMO													
EURO (indice MUICP - EUROSTAT)													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,4	118,5	118,9	118,9	119,2	118,1
2006	118,9	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121	121,4	121,4	121,8	120,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	0,3	0,2
2006	-0,3	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1
2006	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	110,6	110,6	110,4	111,0	111,3	111,5	111,8	110,3
2006	110,9	110,7	111,7	112,7	113,0	113,1	113,0	112,7	113,3	113,6	113,8	114,2	112,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	1,0	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2
2006	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	2,1	2,4	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2
2006	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	127,6	127,8	127,8	127,8	128	128,3	127,2
2006	128,4	128,8	129,2	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
2006	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,0
2006	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Panorama Tassi & Euro

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

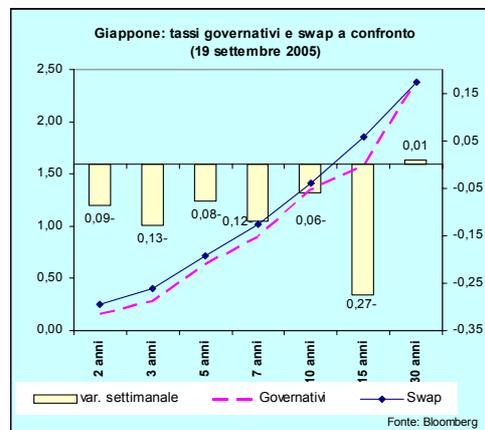
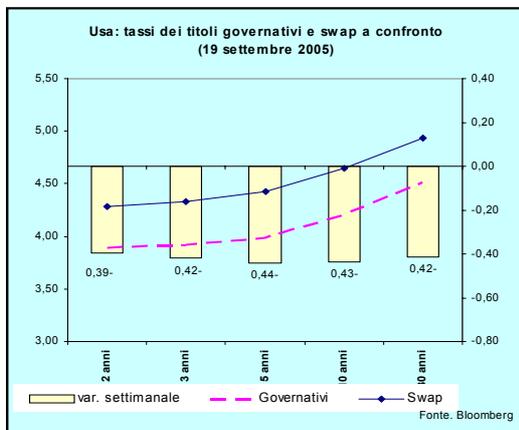


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	16/9/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,224	1,242	1,231	1,216	1,263	1,179	-1,4	-0,6	0,7	-3,1	3,9
Canada	1,449	1,460	1,481	1,572	1,623	1,800	-0,8	-2,2	-7,9	-10,8	-19,5
Australia	1,593	1,607	1,604	1,745	1,680	1,910	-0,9	-0,7	-8,7	-5,2	-16,6
Nuova Zelanda	1,735	1,758	1,749	1,849	1,924	2,223	-1,3	-0,8	-6,2	-9,9	-22,0
Giappone	135,8	136,6	134,6	133,2	135,1	133,7	-0,6	0,9	1,9	0,5	1,5
Argentina	3,557	3,616	3,558	3,610	3,699	1,180	-1,6	0,0	-1,4	-3,8	201,5
Swizzera	1,551	1,544	1,552	1,546	1,558	1,617	0,5	-0,1	0,3	-0,4	-4,1
Regno Unito	0,677	0,675	0,681	0,680	0,705	0,711	0,2	-0,7	-0,5	-4,0	-4,9
Svezia	9,331	9,337	9,308	9,127	9,080	9,470	-0,1	0,2	2,2	2,8	-1,5
Danimarca	7,457	7,454	7,462	7,439	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,1
Norvegia	7,795	7,798	7,952	8,438	8,414	8,855	0,0	-2,0	-7,6	-7,4	-12,0
Cipro	0,573	0,573	0,573	0,577	0,586	0,582	0,0	0,0	-0,7	-2,3	-1,6
Repubblica Ceca	29,07	29,17	29,35	31,42	32,41	35,11	-0,3	-1,0	-7,5	-10,3	-17,2
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	245,3	244,4	243,9	247,2	262,5	251,5	0,4	0,6	-0,8	-6,5	-2,4
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,659	0,673	0,667	0,0	0,0	5,7	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,427	0,432	0,443	0,0	0,0	0,4	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,35	38,14	38,40	39,92	41,17	42,99	0,5	-0,1	-3,9	-6,9	-10,8
Slovenia	239,5	239,4	239,5	239,9	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,2	1,2	26,7
Polonia	3,8827	3,930	4,016	4,348	4,702	4,071	-1,2	-3,3	-10,7	-17,4	-4,6
Russia	34,66	35,14	35,08	35,48	36,89	25,32	-1,3	-1,2	-2,3	-6,0	36,9
EURO	90,8	91,1	91,1	90,5	92,8	93,3	-0,3	-0,4	0,3	-2,2	-2,7

Fonte: Datastream

Panorama Tassi & Dollaro USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute											
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	16/9/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,179	1,178	1,198	1,290	1,293	1,598	-0,1	1,6	9,4	9,7	35,5
Australia (*)	0,768	0,775	0,769	0,699	0,753	0,516	-1,0	-0,2	9,9	1,9	48,8
Nuova Zelanda (*)	0,705	0,707	0,704	0,661	0,656	0,425	-0,4	0,1	6,7	7,5	65,8
Giappone	111,3	109,7	109,6	109,6	107,2	131,8	-1,5	-1,5	-1,5	-3,7	18,4
Corea del Sud	1.025	1.026	1.014	1.144	1.198	1.320	0,1	-1,0	11,7	16,9	28,8
Filippine	56,21	56,07	55,82	56,14	55,54	51,60	-0,2	-0,7	-0,1	-1,2	-8,2
Indonesia	10.158	10.200	9.904	9.001	8.418	10.370	0,4	-2,5	-11,4	-17,1	2,1
Singapore	1,682	1,674	1,657	1,689	1,700	1,849	-0,5	-1,5	0,4	1,1	9,9
Thailandia	41,04	40,94	41,17	41,31	39,61	44,05	-0,2	0,3	0,7	-3,5	7,3
Cina	8,09	8,10	8,10	8,28	8,28	8,28	0,1	0,2	2,3	2,3	2,3
India	43,82	43,80	43,48	45,81	45,63	48,27	0,0	-0,8	4,6	4,1	10,1
Argentina	2,91	2,91	2,89	2,98	2,94	1,00	-0,1	-0,8	2,4	1,0	-65,8
Brasile	2,30	2,31	2,35	2,89	2,89	2,30	0,6	2,2	25,5	25,8	-0,2
Cile	536,0	535,3	532,0	611,0	593,0	646,3	-0,1	-0,7	14,0	10,6	20,6
Colombia	2.302	2.308	2.299	2.527	2.780	2.297	0,3	-0,1	9,8	20,7	-0,3
Messico	10,81	10,70	10,58	11,51	11,24	9,11	-1,0	-2,1	6,5	4,0	-15,7
Perù	3,30	3,29	3,25	3,35	3,46	3,44	-0,3	-1,4	1,5	5,0	4,4
Uruguay	24,14	24,14	24,19	27,74	29,32	14,75	0,0	0,2	14,9	21,5	-38,9
Venezuela	2.678	2.591	2.634	2.566	2.852	759	-3,2	-1,6	-4,2	6,5	-71,6
Israele	4,54	4,50	4,52	4,48	4,39	4,48	-0,8	-0,3	-1,2	-3,3	-1,3
Sud Africa	6,38	6,32	6,43	6,57	6,62	12,37	-1,0	0,9	3,0	3,8	94,0
Turchia	1,3362	1,3287	1,3436	1,4989	1,3966	1,4298	-0,6	0,6	12,2	4,5	7,0
Area dell'Euro (*)	1,224	1,242	1,231	1,216	1,263	0,904	-1,4	-0,6	0,7	-3,1	35,5
Regno Unito (*)	1,808	1,839	1,810	1,793	1,786	1,439	-1,7	-0,1	0,8	1,2	25,6
Svizzera	1,269	1,243	1,256	1,269	1,239	1,650	-2,1	-1,1	-0,1	-2,4	30,0
Danimarca	6,10	6,00	6,04	6,10	5,91	8,28	-1,5	-1,0	0,1	-3,1	35,9
Norvegia	6,37	6,28	6,46	6,94	6,68	8,87	-1,3	1,4	9,0	4,8	39,2
Svezia	7,64	7,50	7,55	7,48	7,18	10,28	-1,8	-1,3	-2,1	-6,1	34,5
Russia	28,37	28,26	28,38	29,22	29,45	30,14	-0,4	0,0	3,0	3,8	6,2
Polonia	3,18	3,17	3,24	3,57	3,73	3,96	-0,3	2,1	12,4	17,6	24,6
Repubblica Ceca	23,75	23,49	23,77	25,85	25,65	35,27	-1,1	0,1	8,8	8,0	48,5
Ungheria	201,0	197,0	197,3	202,7	209,3	272,9	-2,0	-1,8	0,8	4,1	35,7
DOLLARO USA	94,5	93,1	94,0	96,5	94,6	122,0	1,5	0,5	-2,1	-0,1	-22,5
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(*) Dollaro Usa per valuta locale. Fonte: Datastream.

Il calendario della settimana economica (dal 20 al 26/9/2005)

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

Giorno	Eventi
Martedì 20	Area Euro: intervento di Mersch sull'economia Area Euro: intervento di Constancio (Banca Centrale del Portogallo) Stati Uniti: riunione FOMC 📞
Mercoledì 21	Regno Unito: verbali ultimo incontro di politica monetaria
Giovedì 22	Area Euro: intervento di Papademos della BCE sulla crescita e competitività
Venerdì 23	Stati Uniti: inizio lavori G7 (2 gg)
Lunedì 26	Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Greenspan

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Martedì 20	Germania	Indice Zew 📞	settembre	50,0	38,6
Giovedì 22	Italia	Indice di fiducia consumatori	settembre	100,8	100,5
	Regno Unito	CBI (settore industriale)	settembre	-29,0	-22,0
Venerdì 23	Germania	Prezzi all'importazione	agosto	4,7% a/a	4,4% a/a
	Italia	Bilancia commerciale (EU)	luglio	-588 mil	1801 mil
		Vendite al dettaglio	luglio	-0,7% a/a	0,2% a/a
STATI UNITI					
Martedì 20	Stati Uniti	Licenze edilizie	agosto	2,0	2,0
		Nuovi cantieri residenziali	agosto	2,1	2,1
Giovedì 22	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	17 sett.	398.000	450.000
		Indice anticipatore	agosto	0,1% m/m	-0,3% m/m
Lunedì 26	Stati Uniti	Vendite case esistenti	agosto	716.000	710.000