

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

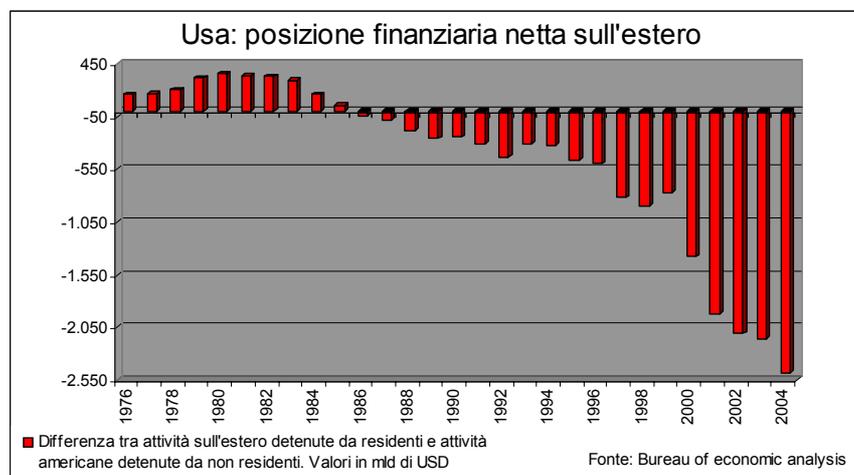
Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

focus

settimanale del
Servizio Studi BNL

35
2005

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



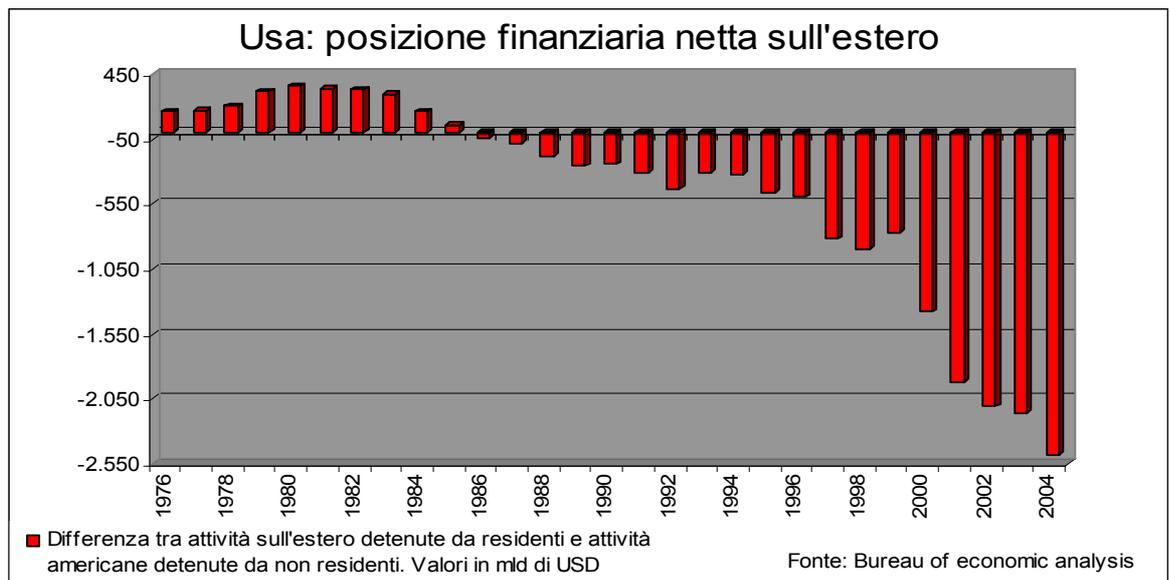
- I dati dei primi nove mesi del 2005 rafforzano le attese di un deficit USA di parte corrente che chiuda l'anno su valori superiori al 6% del Pil americano. Anno dopo anno la serie dei disavanzi trova riscontro nel peggioramento della posizione finanziaria netta sull'estero degli Stati Uniti. Le vicende americane si riflettono sul cambiamento della distribuzione geografica degli squilibri delle bilance dei pagamenti a livello Mondo. Da un surplus complessivo di oltre 70 miliardi di dollari nel 1997, nel 2004 le economie avanzate segnavano un deficit superiore ai 300 miliardi di dollari. Specularmente, è cresciuto l'avanzo delle economie emergenti che si avvicinava ai 230 miliardi di dollari già nello scorso anno.

Stati Uniti: il difficile riequilibrio dei conti con l'estero

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

- **I dati relativi ai primi nove mesi del 2005 rafforzano le attese per un ulteriore ampliamento del deficit di parte corrente americano, previsto dal Fmi su valori superiori al 6% del Pil.**
- **Nel corso degli anni il costante ricorso al finanziamento esterno, per sopperire all'insufficiente risparmio nazionale, ha comportato un graduale deterioramento della posizione finanziaria del paese. A partire dalla metà degli anni ottanta gli Stati Uniti sono divenuti debitori netti con un costante ampliamento dello sbilancio in termini assoluti.**

Nel corso del 2005 l'economia mondiale ha continuato ad espandersi a ritmi sostenuti. La fase di robusto sviluppo dovrebbe proseguire con tassi superiori al 4% nel biennio 2005-2006. Sulla tenuta della crescita permangono, però, fattori di rischio. Particolare attenzione merita l'evoluzione dei conti con l'estero americani. La bilancia dei pagamenti statunitense ha conosciuto negli anni un deterioramento che ha portato il deficit di parte corrente su livelli significativi sia in termini assoluti che in percentuale del Pil. Secondo il Fmi, l'anno in corso dovrebbe conoscere un ulteriore ampliamento dello sbilancio che si posizionerebbe su un valore superiore al 6% del Pil, ritenuto non sostenibile in un'ottica di medio periodo a causa del conseguente ulteriore peggioramento che interesserebbe la posizione finanziaria netta sull'estero del paese. Negli anni gli Stati Uniti hanno, infatti, dovuto attrarre capitali via via crescenti al fine di finanziare un fabbisogno derivante da un livello di consumi interni superiore al risparmio nazionale. Confrontando il volume delle attività sull'estero detenute dagli americani con quello delle attività detenute da stranieri negli Usa, si evidenzia come a partire dalla metà degli anni ottanta gli Stati Uniti siano divenuti debitori netti con un costante ampliamento dello sbilancio in termini assoluti. Tra le attività considerate in tale analisi sono comprese diverse tipologie d'investimento quali i titoli governativi, le obbligazioni private e gli investimenti diretti (valutati ai costi correnti). Nell'analizzare l'evoluzione della posizione finanziaria netta occorre tener conto che sulle variazioni annuali influiscono, ovviamente, oltre ai flussi riferiti alle singole componenti, corrispondenti ai valori contabilizzati nella bilancia dei pagamenti di parte corrente, anche le variazioni intervenute nei relativi prezzi e nei tassi di cambio. Il peggioramento registrato nel corso del 2004, pari a circa il 15%, è derivato, però, prevalentemente dai maggiori acquisti netti sia di titoli governativi che di obbligazioni societarie. Significativi a tal proposito sono risultati gli acquisti di treasury, da parte di autorità monetarie asiatiche, relativi anche ad operazioni sui mercati valutari finalizzate a contenere l'apprezzamento delle singole valute nei confronti del dollaro.



L'analisi della bilancia dei pagamenti evidenzia come il disavanzo corrente sia il frutto di una bilancia commerciale in forte deficit. Nei primi otto mesi del 2005 lo sbilancio tra le esportazioni e le importazioni ha superato i 450 miliardi di dollari, con un incremento rispetto allo stesso periodo del 2004 pari a oltre il 15%.

Le cause alla base del deterioramento dei conti con l'estero americani sono diverse e di natura strutturale. L'economia Usa sta conoscendo una fase di graduale contrazione del risparmio interno. I bassi tassi d'interesse negli ultimi anni hanno favorito il ricorso all'indebitamento. L'innovazione finanziaria ha facilitato l'estrazione di ricchezza dal valore delle abitazioni, con i consumi conseguentemente stimolati dal favorevole andamento del mercato immobiliare. Negli ultimi venti anni il risparmio personale è passato da oltre il 10% del reddito disponibile a meno del 2% nella media del 2004, divenendo addirittura negativo nell'anno in corso. La forza della domanda interna si ripercuote, ovviamente, sul deficit commerciale americano sul quale pesa una crescita delle importazioni in media superiore a quella delle esportazioni.

La domanda interna americana è stata, inoltre, stimolata da una politica fiscale espansiva che ha portato il bilancio pubblico a registrare pesanti deficit. Nell'anno fiscale 2005 il saldo negativo si è, però, ridotto dai 412 miliardi del 2004 a meno di 320. Le prospettive rimangono, comunque, incerte. Bisognerà verificare i reali effetti sulle finanze pubbliche dell'attività di ricostruzione successiva agli uragani.

In un tale scenario gli Stati Uniti hanno fin ora trovato il punto di equilibrio nella forte capacità di attrarre i capitali esteri necessari a finanziare il proprio disavanzo. In un contesto in cui l'innovazione nei mercati finanziari ha consentito un netto distacco tra il risparmio e l'investimento nazionale, la forte crescita della produttività americana ha ingenerato negli investitori attese di elevati rendimenti rendendo gli Stati Uniti il punto di arrivo di ingenti volumi di risparmio globale che hanno contribuito a sostenere i prezzi delle attività interne e, quindi, indirettamente i consumi. Diviene a questo punto interessante comprendere in quale area geografica si sia sviluppata una creazione di risparmio tale da soddisfare il fabbisogno statunitense. Dopo le crisi finanziarie degli anni novanta i paesi emergenti hanno cominciato a registrare crescenti surplus correnti, accumulando riserve sia per fronteggiare eventuali nuove situazioni di tensione che per seguire politiche economiche basate su un sostegno all'esportazione tramite interventi sul mercato dei cambi. Tutto ciò ha generato un radicale cambiamento nell'equilibrio tra le bilance dei pagamenti delle diverse aree geografiche. Le economie avanzate sono passate da un surplus complessivo di oltre 70 miliardi di dollari nel 1997 ad un deficit superiore ai 300 nel 2004. Viceversa un insieme di paesi emergenti e di paesi in via di sviluppo nello stesso periodo è passato da un deficit di oltre 80 miliardi ad un surplus prossimo ai 230. La situazione all'interno dei gruppi di paesi considerati è, ovviamente, eterogenea. L'area dell'euro ha ad esempio conosciuto una graduale riduzione del proprio surplus corrente con la Germania passata da un deficit ad un ampio avanzo a fronte di un andamento opposto registrato in Francia e in Italia.

Il deterioramento dei conti con l'estero statunitensi ha portato il Fmi a sottolineare quali sarebbero le politiche necessarie per favorire un graduale ed ordinato riequilibrio. La priorità negli Stati Uniti è ovviamente quella di stimolare il risparmio interno. La complessità del problema richiede, però, interventi coordinati e non limitati all'economia statunitense. Il Giappone e i paesi dell'area euro dovrebbero contribuire realizzando le riforme strutturali necessarie per sostenere la crescita e stimolare la domanda interna. I paesi emergenti dell'Asia dovrebbero, invece, perseguire politiche finalizzate sia ad una maggiore flessibilità nel mercato dei cambi che ad un rafforzamento della domanda.

Scarpe: la qualità è solo italiana

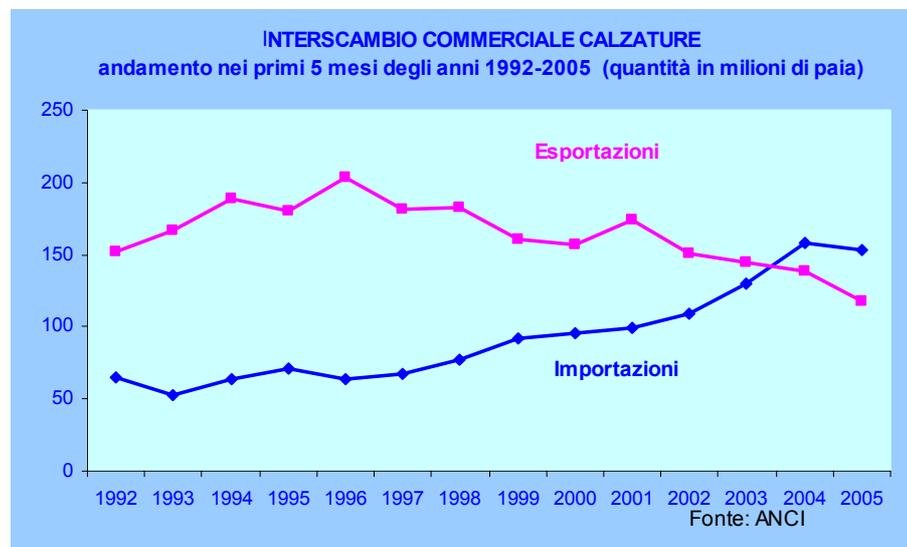
P. Di Falco ☎ 06-47028442 – pulisia.difalco@bnlmail.com

- **I dati del 2005 confermano la difficile situazione del settore calzaturiero, ma la competitività della produzione italiana resta elevata nella fascia dell'alta gamma e il contributo che il settore fornisce alla nostra economia è testimoniato da un saldo commerciale che risulta attivo per oltre 3,6 miliardi di euro.**
- **Pur muovendosi in un contesto congiunturale sfavorevole, non sono pochi i distretti e le singole aziende che riescono a mantenere un adeguato profilo competitivo sul mercato grazie agli investimenti in prodotti innovativi, nella formazione, nel marchio e nella comunicazione.**

Pur rimanendo l'Italia ai primi posti tra i paesi calzaturieri nel mondo, la produzione settoriale sta attraversando, al pari di quella europea, una crisi marcata che si protrae da quattro anni. Il calo generale della domanda su scala internazionale e l'apprezzamento dell'euro sono tra i fattori principali della crisi, insieme alla veloce crescita della aggressività dei produttori asiatici, in particolare cinesi. I primi sei mesi del 2005 hanno confermato tale tendenza con un calo della produzione pari al 9,7% in quantità e all'8,4% in valore, a causa dell'andamento insoddisfacente della domanda estera e della stagnazione dei consumi interni.

Sui mercati internazionali l'Italia ha venduto quasi 20 milioni di paia in meno rispetto a gennaio-maggio 2004 (-14,4%) con una perdita in valore pari al 4,3%. Nei primi mercati di destinazione, le vendite sono diminuite del 15,2% in Germania, del 12,2% in Francia e del 30% negli Stati Uniti dove ha influito negativamente il cambio sfavorevole. Determinante su questo mercato è stata anche la concorrenza della Cina che ha conquistato crescenti quote sulle importazioni americane di scarpe, collocandosi tuttavia su una fascia di prezzo molto bassa. L'Italia ha conservato il secondo posto come paese fornitore, presidiando con successo il segmento medio-alto e alto, con un prodotto rispondente alle esigenze di un consumatore che richiede garanzie di qualità, ma anche design ed eleganza, oltre che a una distribuzione qualificata in grado di offrire assistenza al cliente nella scelta. Con la consapevolezza che gli Usa rappresentano il nostro primo mercato in valore - tra i pochi a premiare la qualità e il pregio della calzatura italiana - gli operatori del settore si stanno organizzando per incrementarvi la presenza alle fiere, investire nella comunicazione e intensificare l'internazionalizzazione con l'apertura di negozi monomarca.

Tra le destinazioni dell'export calzaturiero, vi sono state anche aree che hanno espresso un andamento positivo come i paesi del Far East dove le vendite sono aumentate dell'8,5%, grazie soprattutto ai risultati di Giappone e Corea del Sud, e quelli dell'Est Europa (+3,3%), trainati dagli acquisti della Russia in aumento del 30%.



L'interscambio commerciale di calzature tra Italia e Cina ha confermato lo squilibrio a sfavore del nostro paese: a fronte delle 111 mila paia di scarpe vendute alla Repubblica Popolare nei primi 5 mesi 2005, l'Italia ha importato 74 milioni di paia di produzione cinese, con un aumento senza precedenti (+162%) di quelle in pelle, un segmento di mercato in cui l'Italia è il paese europeo più esposto, detenendo circa il 40% dell'intera produzione comunitaria.

Sul fronte domestico, gli acquisti delle famiglie italiane, nel primo semestre 2005, sono rimasti pressoché invariati in quantità (-0,1%) e, a seguito di politiche di prezzo restrittive, sono cresciuti meno del 2% in termini di spesa. Un segmento molto dinamico, sul mercato interno, come su quello mondiale, è stato quello dell'alta gamma, la produzione di lusso degli stilisti o dei grandi marchi che tuttavia costituisce il 5% della produzione calzaturiera nazionale.

Le difficoltà del settore si sono ripercosse sul fronte occupazionale: nei primi sei mesi di quest'anno sono andati persi oltre 2.800 posti di lavoro e più di 600 aziende tra calzaturifici, componentistica, conterie e pelletterie sono stati costretti alla chiusura.

In questo contesto non facile per le aziende calzaturiere italiane esistono tuttavia realtà produttive, sia a livello di distretti sia di singole aziende, che hanno limitato i danni della congiuntura avversa e fronteggiato la concorrenza dei prodotti asiatici. San Mauro Pascoli e Riviera del Brenta, per esempio, sono realtà distrettuali che una volta compresa l'inutilità di una competizione con la Cina basata sul fattore prezzo, si sono posizionate sulla fascia alta della produzione e hanno riportato incrementi nelle esportazioni. Il distretto di Montebelluna, specializzato nella calzatura sportiva, ha saputo riconvertirsi periodicamente, adeguandosi ai cambiamenti degli stili di vita e alle rivoluzioni dei nuovi materiali realizzando prodotti di nicchia, inattaccabili dalla concorrenza cinese. Nel distretto di Fermo, la più grande concentrazione di imprese calzaturiere sul territorio nazionale, a fronte di un numero non trascurabile di imprese subfornitrici e di piccole aziende travolte dalla concorrenza, si sta sviluppando, seppure a macchia di leopardo, un gruppo di imprese che ha reagito con successo alla crisi riorientando la produzione su modelli nuovi a prezzi contenuti, in grado di coniugare tradizione manifatturiera e innovazione tecnologica, senza trascurare la tendenza della moda. Notevole, da parte di queste imprese, è anche lo sforzo in investimenti destinati alla formazione del personale e alla comunicazione.

Riguardo alle previsioni a breve, benché il quadro congiunturale complessivo del settore resti a tutt'oggi poco favorevole, non manca qualche spiraglio di ottimismo per il futuro: l'indice degli ordinativi rilasciato dall'Istat lo scorso luglio ha evidenziato un sensibile aumento, pari al 16,8% per le industrie delle pelli e delle calzature; le aspettative degli operatori sono positivamente alimentate dall'attenuazione della debolezza del dollaro rispetto all'euro che potrebbe rilanciare le esportazioni verso gli Usa e gli altri mercati dell'area del dollaro. Resta il problema della pressione competitiva sui prezzi attuata dai produttori cinesi, ma a questo proposito, l'Italia ha riportato, nello scorso luglio, un primo risultato nella lotta al dumping praticato dalla Cina. A seguito degli effetti negativi delle importazioni di scarpe in pelle sull'industria comunitaria (nei primi sette mesi di quest'anno l'aumento è stato del 525%) la Commissione Europea ha avviato ufficialmente la procedura investigativa sulla formazione dei prezzi delle calzature provenienti da Cina e Vietnam. Si tratta di una prima fase che potrebbe portare, se accertato, all'applicazione di dazi sulle importazioni. Altro obiettivo dei calzaturieri italiani è il riconoscimento di un marchio extra-UE che renda riconoscibili al consumatore i prodotti realizzati fuori dell'Unione Europea.

Intanto, in questo contesto congiunturale, la sopravvivenza delle imprese calzaturiere è legata a ulteriori sacrifici in termini di investimento, nonché a decisioni più radicali di riposizionamento competitivo, per poter cogliere nuove opportunità di mercato.

IMPORTAZIONI ITALIANE DI CALZATURE DALLA CINA		
gen-mag. 2005		
voci merceologiche	Quantità (paia)	var% 05/04
Calzature tomaio in pelle	6.966.782	161,8
Calzature tomaio sintetico	35.831.127	-2,7
Calzature tomaio in tessuto	22.779.811	-5,9
Pantofole	7.327.411	26,8
TOTALE	73.892.449	6,3

Fonte: ANCI

Credito: per le imprese qualche segnale di risveglio

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

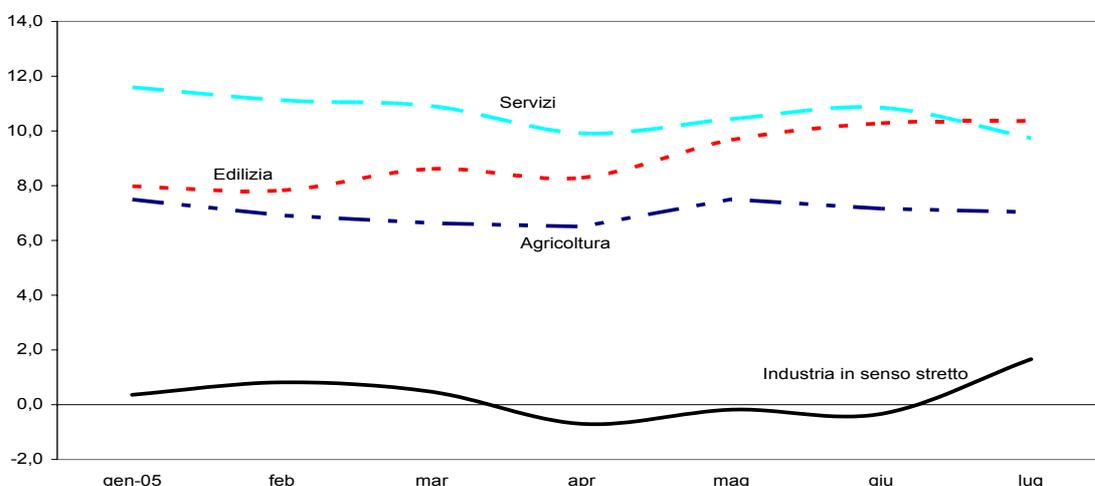
- In Italia i dati di agosto sui principali aggregati bancari confermano le tendenze già in atto da tempo, con dinamiche particolarmente vivaci sia per gli impieghi che per la raccolta: entrambi crescono a un ritmo superiore all'8% annuo.
- Non accenna a rallentare la corsa degli impieghi a medio lungo-termine (+14,4% a/a) che si confronta con il contributo ancora una volta negativo della componente a breve termine (-0,5% a/a).
- L'ultima indagine Bce sul credito bancario nell'area euro evidenzia il persistere di condizioni favorevoli di offerta per i finanziamenti a famiglie e imprese.
- Prosegue in Italia e nell'area euro la preferenza per le attività liquide o di breve durata.

Le rilevazioni della Banca d'Italia relative agli andamenti dei principali aggregati creditizi nel mese di agosto evidenziano una sostanziale stabilità nel tasso di crescita degli impieghi vivi e della raccolta bancaria, entrambi su livelli piuttosto consistenti (+8,3% a/a e +8,5% a/a rispettivamente). Più in dettaglio, per gli impieghi a breve termine prosegue la fase di debolezza che si protrae da diversi anni (-0,5% a/a nel mese di agosto), contrariamente a quanto sembrava emergere dagli andamenti tendenziali dei primi mesi dell'anno quando l'entità della flessione appariva in progressiva attenuazione. Parallelamente continua l'intensa espansione degli impieghi a medio/lungo termine (+14,4% a/a) che attualmente costituiscono il 62,5% dell'aggregato complessivo.

In valori assoluti, l'impulso più rilevante alla crescita degli impieghi totali viene dal comparto produttivo (imprese e famiglie produttrici, +6,9% a/a) verso il quale i finanziamenti sono in aumento di oltre €45 mld. rispetto a 12 mesi prima. La dinamica più consistente risulta, invece, quella delle famiglie consumatrici (+15% a/a) sostenuta dal brillante andamento del credito al consumo (+16,3% a/a) e, soprattutto, dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (+18,4% a/a).

Relativamente alle branche di attività economica gli ultimi dati, riferiti a luglio, evidenziano un aumento dei finanziamenti di poco inferiore al 7% a/a: i comparti più dinamici si confermano quelli dell'edilizia (+10,4% a/a) e dei servizi (+9,7% a/a), mentre rimane debole lo sviluppo dei prestiti all'industria in senso stretto (+1,7%). Da rilevare, però, come la dinamica di luglio di quest'ultimo comparto, seppure modesta, sia la tra le più elevate dell'ultimo biennio (dopo tre mesi di flessione).

IMPIEGHI PER BRANCHE DI ATTIVITA' ECONOMICA
Variazioni % tendenziali



Per quanto riguarda le tendenze territoriali del credito, dalla metà dello scorso anno, si osserva un'accelerazione delle dinamiche dell'area meridionale su livelli sensibilmente più elevati rispetto a quelli rilevati nel nord (10% e 7,9% rispettivamente a giugno).

Nell'area euro i prestiti al settore privato (+8,4%) crescono a ritmi analoghi a quelli del mercato italiano. Come in Italia, anche nel resto dell'area euro i prestiti alle famiglie (+8,6% a/a in agosto) contribuiscono in modo rilevante alla crescita della voce complessiva grazie al trend crescente dei finanziamenti per i mutui (+10,7% a/a) e per il credito al consumo (+7% a/a) che, per il momento, non accenna a rallentare. Anche i prestiti alle imprese mostrano un consolidamento della crescita (+6,7% a/a in agosto, +6,8% a/a in luglio) su livelli leggermente superiori a quelli sperimentati nella prima parte dell'anno (intorno al 6%).

Questi dati sono coerenti con quanto emerge nell'ultima indagine della Bce sul credito al settore privato nell'area euro che evidenzia, nel secondo trimestre, un allentamento dei criteri nella concessione dei finanziamenti sia nei confronti delle imprese (per il quinto trimestre consecutivo) sia delle famiglie, limitatamente al credito al consumo e alle altre tipologie di prestiti, mentre per i prestiti ipotecari si è realizzato un leggero inasprimento. Le indicazioni per il terzo trimestre denotano, peraltro, ancora disponibilità alla concessione di credito verso tutte le forme tecniche, insieme a un aumento della domanda del settore privato.

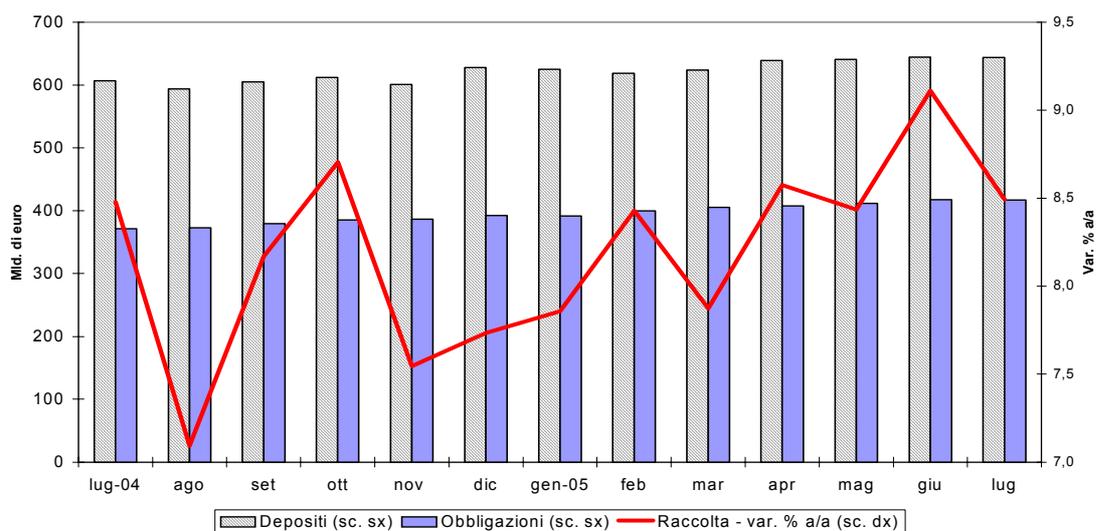
L'incremento annuale delle sofferenze in Italia è ai livelli minimi dell'anno (+2,4% a/a in luglio); l'attenuazione della crescita delle partite in sofferenza consente un'ulteriore limatura dell'incidenza delle sofferenze lorde sugli impieghi che raggiunge il 4,5%.

Il portafoglio titoli risulta in aumento (+8,2% a/a), soprattutto per il vivace incremento delle obbligazioni bancarie (+16,8% a/a) e per una ripresa dell'allocazione in titoli di stato (+2,3% a/a).

La dinamica della raccolta bancaria si mantiene su livelli elevati (+8,5% a/a) grazie al significativo contributo dei depositi in conto corrente (+7,4% a/a) e, soprattutto, delle obbligazioni bancarie che da oltre un anno crescono a ritmo intenso (+12,3% a/a). Nell'area euro si è rafforzato il trend annuale dell'aggregato M3 (+8,1%) sostenuto dalla crescita di M1 (+11,5% a/a) e dal rallentamento del processo di riallocazione delle scelte di portafoglio in strumenti con un orizzonte temporale superiore ai due anni.

La preferenza per la liquidità e la domanda di finanziamenti trovano impulso nel persistere del basso livello dei tassi di interesse. In agosto, tuttavia, si rileva un rialzo delle condizioni applicate alle nuove erogazioni sia per le famiglie che per le imprese che sembra indicare l'inizio di una inversione del trend discendente finora rilevato.

ITALIA: RACCOLTA BANCARIA
Consistenze in mld. di € e var. % tendenziali



Fonte: Banca d'Italia.

Il Toro ad Istanbul

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

Le prospettive di rialzo dei tassi addolciscono l'aggressività dei fondi speculativi in azioni e drenano i flussi di investimenti che preferiscono orientarsi verso forme di liquidità, quando anche l'obbligazionario perde appeal e capacità di tutelare i portafogli dal caro inflazione.

I capitali da diversificare sulla quota azionaria cercano quindi remunerazioni più vantaggiose trovandole spesso sui mercati emergenti. Ma in tal caso il rischio associato risulta eccessivo o non compatibile con il profilo dell'investimento.

Tuttavia, mercati azionari dalle forti potenzialità come quello turco, possono garantire elevate performance senza compromettere uno sbilanciamento eccessivo dei parametri di allocazione.

Infatti, la Borsa di Istanbul può beneficiare dell'incredibile potenziale di crescita sottostante dell'economia turca.

Nonostante un alto deficit della bilancia commerciale (4,5%) il Pil dovrebbe aumentare di 5 punti percentuali per la fine del 2005, dopo l'incremento di quasi il 9% del 2004, e l'inflazione rientrare entro la soglia dell'8%.

La ricchezza prodotta dalla Turchia teoricamente dovrebbe allinearsi a quella bulgara o rumena, due Paesi in lista d'attesa per l'Unione europea (2007), ma le statistiche non prendono ancora in considerazione la cosiddetta economia informale, quella cioè che vale almeno il 35% del Pil ufficiale turco.

Si calcola che oltre il 40% della forza lavoro non sia registrata, e quindi non contribuisca al bilancio dello Stato.

Ma l'economia turca riserva capacità di reazione straordinarie, come quando la crisi finanziaria e bancaria del 2000-2001 – come risulta dal crollo della capitalizzazione bancaria nel grafico – fece esplodere l'indebitamento e sembrò travolgere il Pil (-7% in un anno) con la svalutazione del 40% della lira turca.

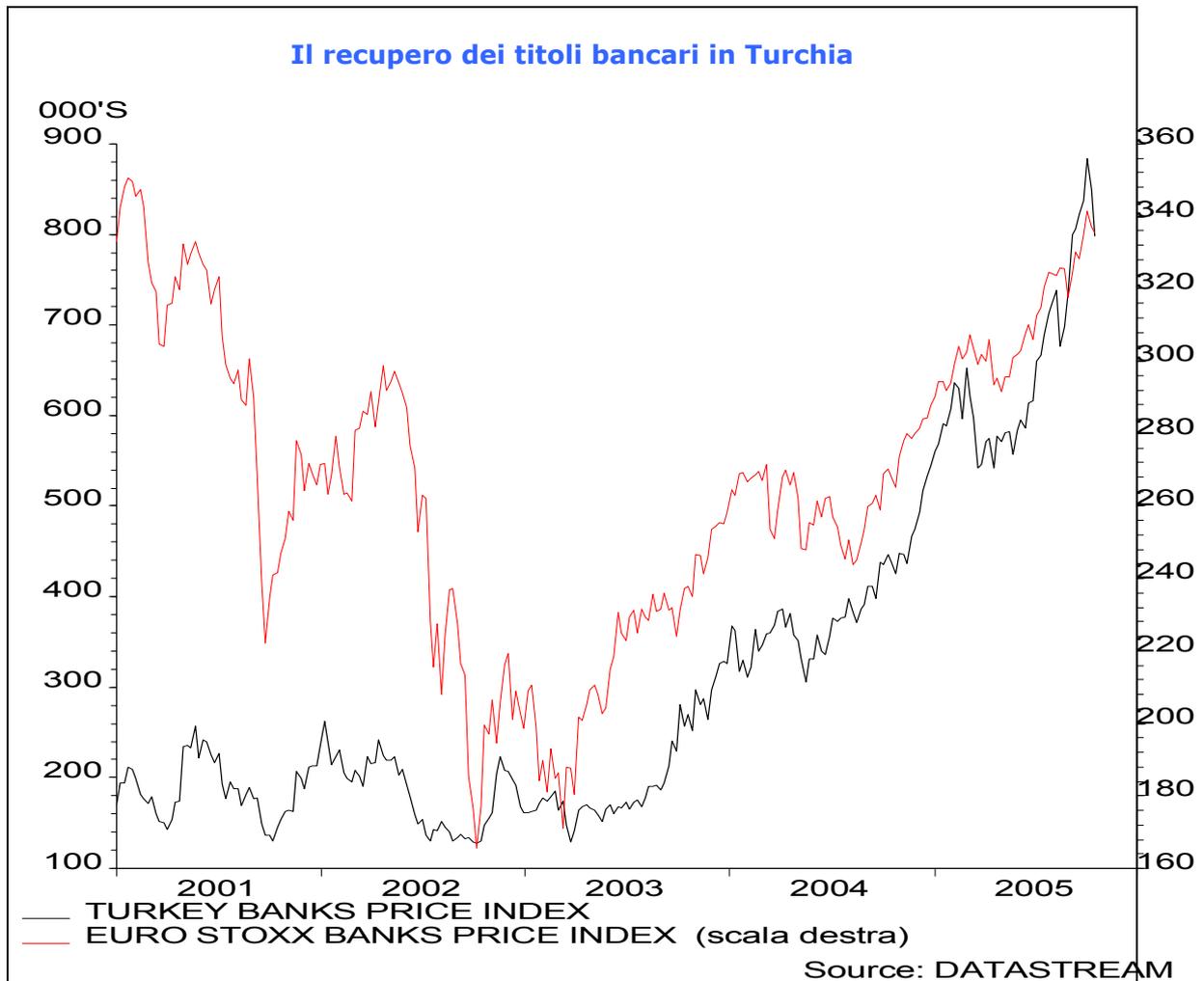
Da allora, la Turchia ha saputo impostare, senza contraccolpi sociali, riforme strutturali importanti come il taglio drastico dei sussidi all'agricoltura che per decenni avevano sostenuto l'economia clientelare.

Il prossimo passo, dopo la delicata fase della stabilità sotto la sorveglianza del Fondo monetario, sarà quello della redistribuzione, cioè il tentativo di colmare l'enorme divario tra ricchi e poveri. Basti pensare che a Istanbul e nella sola regione circostante si concentra oltre il 30% del Pil ed è in questa area che il reddito pro capite supera di sei volte quello delle province arretrate, dal Medio Oriente al Caucaso.

In Turchia, il risanamento economico, l'inflazione nuovamente sotto controllo e i bassi tassi d'interesse hanno posto le basi del boom di borsa e catalizzato gli investimenti e i capitali dall'estero.

Nell'ultimo biennio, oltre ai favorevoli parametri tecnici, la Borsa di Istanbul si è inoltre trovata a raccogliere i frutti della nuova fase storica con l'avvio del negoziato di adesione all'Unione europea.

E nonostante la bocciatura della Costituzione comunitaria in occasione dei referendum tenutisi in Francia e Olanda e le perplessità dei Paesi Ue riguardo a nuovi ingressi, la Turchia continua il suo processo politico di avvicinamento all'Unione con il pieno adeguamento ai parametri del Trattato di Maastricht.



A trainare la crescita, sotto la guida da diversi anni di un governo di islamici moderati, sono soprattutto le riforme infrastrutturali e l'intenso piano di privatizzazioni. Attività quindi che catalizzano gli investimenti stranieri nella Borsa domestica che cresce soprattutto grazie alle ottime performance dei titoli dei comparti bancario (cfr. grafico) e delle telecomunicazioni, dopo il grande traino avuto dal settore edilizio, specie cementifero per la forte domanda di nuove abitazioni in città.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **La Federal Reserve procede nel graduale aumento dei tassi.**
- **La Banca centrale europea dovrebbe invece rimanere ferma per alcuni mesi in attesa di più solidi riscontri sul trasferimento o meno dei rincari petroliferi sulla filiera dei prezzi interni.**
- **Lo "sganciamento" tra le due strategie è coerente con i diversi fondamentali economici, soprattutto con riguardo ad inflazione e crescita che sono sensibilmente più forti negli Usa.**
- **In Giappone la Banca centrale ipotizza il ritorno a variazioni tendenziali positive dell'indice dei prezzi al consumo per fine anno. Con la fine di una fase di deflazione settennale, le autorità monetarie dovranno valutare anche una via d'uscita dall'attuale politica monetaria estremamente accomodante.**

Mentre i prezzi del petrolio tornano a salire nel timore che il ventunesimo ciclone della stagione, Wilma, possa trasformarsi in una rinnovata minaccia per gli impianti produttivi e di raffinazione del Golfo del Messico, i dati macroeconomici di settembre e ottobre cominciano a mostrare i contraccolpi impressi dall'escursione dei valori energetici durante lo scorso mese. Negli Stati Uniti si fanno più evidenti le pressioni sui prezzi e contestualmente si indeboliscono alcuni indicatori economici.

In ottobre la fiducia ha dato segni di cedimento sia dal lato dei consumatori, con l'indice dell'Università del Michigan che ha segnato il terzo calo consecutivo a 75,4, sia dal lato del settore manifatturiero con l'indicatore dell'area di New York (Empire Manufacturing) anch'esso alla terza diminuzione consecutiva (12,1).

La produzione industriale (-1,3% m/m) e la capacità produttiva utilizzata sono arretrate in settembre (78,6). Il terzo trimestre si chiude segnando un rallentamento della produzione rispetto alla prima parte dell'anno. Le vendite al dettaglio evidenziano un modesto aumento dello 0,2% m/m a settembre, dopo il calo dell'1,9% di agosto, che sale all'1,1% congiunturale al netto delle auto. Probabilmente le vendite sono state influenzate dall'aumento di spesa imposto dal rincaro della benzina.

I sintomi di affaticamento espressi dagli indici di fiducia e dalle macrovariabili reali potrebbero però essere solo temporanei e, secondo l'opinione più diffusa, dovrebbero essere equilibrati nei prossimi mesi dall'impegno e dalle risorse che verranno investite nella ricostruzione delle zone colpite dagli uragani.

Un deciso rimbalzo è stato segnato dall'inflazione al consumo che è passata al 4,7% tendenziale (1,2% m/m) in settembre dal 3,6% di agosto. Il capitolo che presenta maggiori tensioni è quello dei trasporti. Tuttavia l'indice *core*, depurato da alimentari e energia, avanza solo dello 0,1% m/m e del 2% tendenziale, in diminuzione dal 2,2% di agosto, a testimonianza che le pressioni inflattive generate dalla componente energetica non si sono ancora estese in modo significativo alle altre componenti.

La necessità di arginare le ripercussioni dei valori energetici sui prezzi interni, in presenza di una sostenuta evoluzione della domanda statunitense, e di ancorare le aspettative inflazionistiche dovrebbe spingere la Federal Reserve a proseguire la manovra di graduale rialzo dei tassi fin dal prossimo appuntamento del Federal Open Market Committee del primo novembre.

Lo scenario per l'area euro rimane incerto. In settembre, l'indice dei prezzi armonizzati ha segnato un'accelerazione con un aumento tendenziale del 2,6%. Invece, l'inflazione *core* – che esclude prezzi energetici, alimentari, alcol e tabacchi – è aumentata dell'1,3% a/a, allineandosi sui livelli del mese precedente e sotto le aspettative, a testimonianza che le ripercussioni dei valori energetici non si sono ancora trasferite in misura significativa sui prezzi interni. Anche per le autorità monetarie europee diventa cruciale controllare le aspettative inflazionistiche e limitare i contraccolpi del caro petrolio sui prezzi interni e sui salari in particolare. Le tensioni inflazionistiche che stanno emergendo sono al momento da imputare allo shock petrolifero e comunque si accompagnano a una persistente debolezza dei consumi che nel II trimestre del 2005 sono aumentati di appena lo 0,1% congiunturale. Inoltre, un rialzo dei tassi d'interesse, almeno nel breve periodo, potrebbe danneggiare i deboli segnali di ripresa che si iniziano a osservare dal lato degli investimenti, in aumento dello 0,5% congiunturale nel II trimestre del 2005.

Un incremento del Pil nell'ordine dell'1,2%-1,3% nella media del 2005 implica il proseguimento di una modesta fase di crescita per l'Europa nella seconda metà dell'anno in corso, che potrebbe essere coerente con una politica monetaria stabile anche se costantemente vigile sul versante dei prezzi.

In Giappone, il consolidamento della crescita nel II trimestre del 2005 favorisce l'ipotesi di un incremento del Pil per l'anno in corso nell'ordine del 2%, in rallentamento rispetto al 2,6% registrato nel 2004. I prezzi all'importazione sono in forte aumento, ma il loro trasferimento su quelli alla produzione è parziale. I prezzi al consumo per il momento proseguono il calo. Tuttavia, nelle minute dell'ultima riunione della Banca centrale giapponese (BoJ) del 7-8 settembre, i banchieri centrali hanno sostenuto l'ipotesi che la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi cui fanno riferimento possa portarsi vicina allo zero ovvero poco sopra tale livello per la fine dell'anno. Se questa condizione si dovesse concretizzare, segnando la fine di una fase di deflazione settennale, anche BoJ si troverà nella necessità di valutare l'attuazione di una strategia di uscita da una politica monetaria estremamente accomodante.

Nell'ultima riunione di BoJ sette membri, con l'eccezione di due, sui nove che compongono il comitato di politica monetaria hanno votato per confermare l'attuale strategia caratterizzata da una forte iniezione di liquidità nel sistema, in grado di mantenere i tassi monetari intorno allo zero da ormai circa quattro anni e mezzo.

L'aumento dei tassi d'interesse potrebbe pesare sul servizio del debito pubblico. I conti pubblici in forte deficit accanto ad un elevatissimo debito, che ha superato il 150% del Pil, con un carico sempre più oneroso di spesa per pensioni e sanità accompagnato al progressivo invecchiamento della popolazione, costituiscono il maggiore elemento di debolezza del Giappone nell'evoluzione di medio periodo.

	dati storici		17/10/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,8	111,2	114,9	114,0	109,0
dollaro-euro	1,249	1,226	1,204	1,200	1,240
yen-euro	135,9	136,3	138,2	136,8	135,2
sterlina-euro	0,691	0,678	0,686	0,687	0,695
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	2,08	3,91	4,17	4,50	4,60
euro	2,15	2,14	2,19	2,20	2,35
yen	0,05	0,06	0,06	0,09	0,20
sterlina	4,90	4,60	4,58	4,55	4,50
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,08	4,18	4,49	4,60	4,70
Germania	3,92	3,09	3,30	3,40	3,60
Giappone	1,49	1,34	1,58	1,71	1,81
Italia	4,07	3,29	3,48	3,60	3,80
Gran Bretagna	4,76	4,02	4,42	4,40	4,50

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 reai)

STATI UNITI

	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	3,2	3,5	3,2	3,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	4,2	3,5	3,1	3,6	3,6	3,4	3,4	3,3	3,2	3,0	2,7

AREA EURO

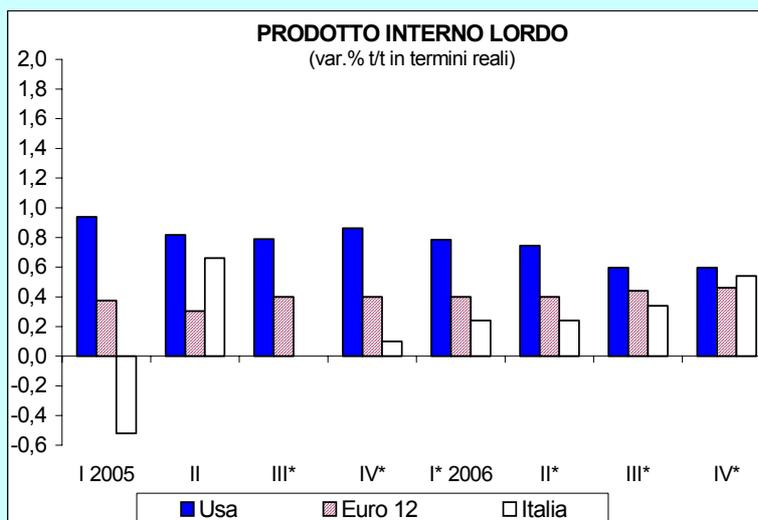
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,8	1,9
var.% anno su anno	1,8	1,3	1,6	1,3	1,1	1,3	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7

ITALIA

	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,5	0,7	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,5
var.% trim su trim annualizzato				-2,1	2,7	0,0	0,4	1,0	1,0	1,4	2,2
var.% anno su anno	1,0	0,0	1,0	-0,2	0,1	-0,3	0,2	1,0	0,6	0,9	1,4

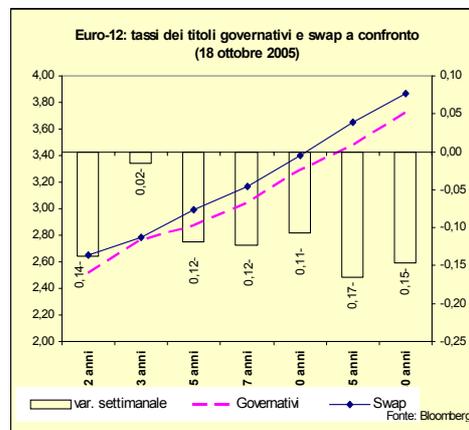
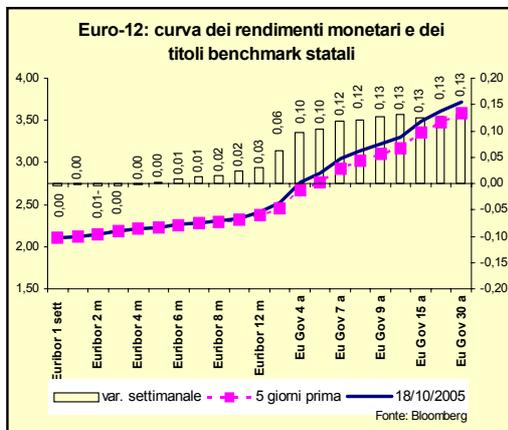
* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.601
Italia	1.351



Panorama Tassi & Euro

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



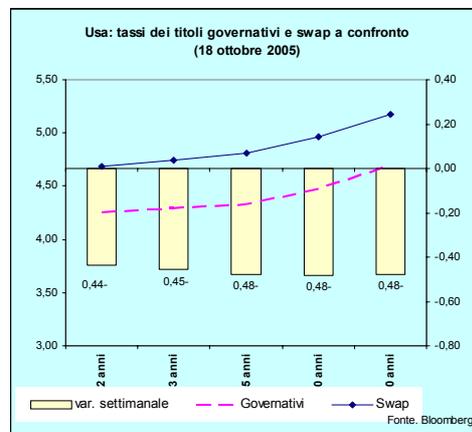
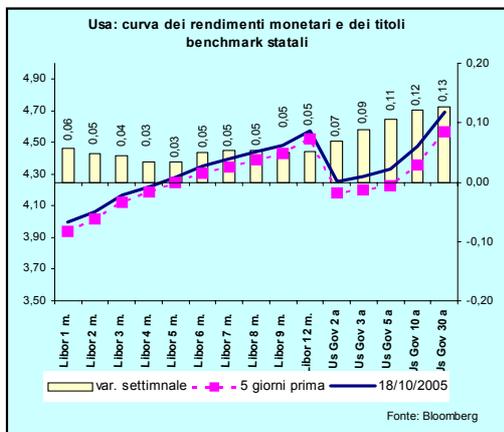
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	17/10/05	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,202	1,209	1,224	1,241	1,263	1,179	-0,5	-1,8	-3,2	-4,8	2,0
Canada	1,424	1,421	1,449	1,564	1,623	1,800	0,2	-1,7	-9,0	-12,3	-20,9
Australia	1,602	1,593	1,593	1,702	1,680	1,910	0,6	0,6	-5,8	-4,6	-16,1
Nuova Zelanda	1,728	1,731	1,735	1,813	1,924	2,223	-0,2	-0,4	-4,7	-10,2	-22,3
Giappone	138,0	137,9	135,8	135,7	135,1	133,7	0,1	1,6	1,7	2,2	3,2
Argentina	3,571	3,537	3,557	3,709	3,699	1,180	1,0	0,4	-3,7	-3,5	202,7
Swizzera	1,554	1,550	1,551	1,541	1,558	1,617	0,3	0,2	0,8	-0,3	-3,9
Regno Unito	0,685	0,688	0,677	0,689	0,705	0,711	-0,5	1,2	-0,7	-2,9	-3,7
Svezia	9,463	9,354	9,331	9,108	9,080	9,470	1,2	1,4	3,9	4,2	-0,1
Danimarca	7,463	7,462	7,457	7,438	7,445	7,450	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
Norvegia	7,818	7,872	7,795	8,216	8,414	8,855	-0,7	0,3	-4,9	-7,1	-11,7
Cipro	0,573	0,573	0,573	0,576	0,586	0,582	0,0	0,0	-0,5	-2,3	-1,6
Repubblica Ceca	29,70	29,57	29,07	31,47	32,41	35,11	0,4	2,1	-5,6	-8,4	-15,4
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	251,8	250,8	245,3	247,9	262,5	251,5	0,4	2,6	1,6	-4,1	0,1
Lettonia	0,697	0,697	0,696	0,667	0,673	0,667	-0,1	0,1	4,5	3,6	4,5
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	0,429	0,432	0,443	0,0	0,0	0,0	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,88	38,85	38,35	39,98	41,17	42,99	0,1	1,4	-2,7	-5,6	-9,6
Slovenia	239,5	239,6	239,5	239,9	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,2	1,2	26,7
Polonia	3,8955	3,885	3,883	4,311	4,702	4,071	0,3	0,3	-9,6	-17,2	-4,3
Russia	34,37	34,37	34,66	36,34	36,89	25,32	0,0	-0,8	-5,4	-6,8	35,8
EURO	91,1	91,0	90,8	91,9	92,8	93,3	0,1	0,3	-0,9	-1,9	-2,4

cambio effettivo nominale

Fonte: Datastream

Panorama Tassi & Dollaro USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute											
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	17/10/05	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,180	1,176	1,179	1,253	1,293	1,598	-0,4	-0,1	6,2	9,6	35,4
Australia (*)	0,750	0,759	0,768	0,731	0,753	0,516	-1,2	-2,3	2,6	-0,5	45,3
Nuova Zelanda (*)	0,697	0,698	0,705	0,687	0,656	0,425	-0,2	-1,1	1,4	6,3	63,9
Giappone	115,0	114,1	111,3	109,3	107,2	131,8	-0,7	-3,1	-4,9	-6,7	14,7
Corea del Sud	1.047	1.037	1.025	1.148	1.198	1.320	-0,9	-2,1	9,6	14,4	26,1
Filippine	55,83	55,75	56,21	56,37	55,54	51,60	-0,1	0,7	1,0	-0,5	-7,6
Indonesia	10.108	10.073	10.158	9.089	8.418	10.370	-0,3	0,5	-10,1	-16,7	2,6
Singapore	1,692	1,684	1,682	1,679	1,700	1,849	-0,5	-0,6	-0,8	0,4	9,2
Thailandia	40,87	40,81	41,04	41,44	39,61	44,05	-0,1	0,4	1,4	-3,1	7,8
Cina	8,09	8,09	8,09	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3
India	44,83	44,78	43,82	45,82	45,63	48,27	-0,1	-2,3	2,2	1,8	7,7
Argentina	2,97	2,94	2,91	2,97	2,94	1,00	-1,1	-1,9	0,1	-1,0	-66,4
Brasile	2,24	2,24	2,30	2,86	2,89	2,30	0,1	2,8	27,7	29,3	2,6
Cile	534,3	529,0	536,0	608,8	593,0	646,3	-1,0	0,3	13,9	11,0	21,0
Colombia	2.299	2.295	2.302	2.564	2.780	2.297	-0,2	0,1	11,5	20,9	-0,1
Messico	10,84	10,80	10,81	11,46	11,24	9,11	-0,4	-0,3	5,7	3,6	-16,0
Perù	3,38	3,34	3,30	3,32	3,46	3,44	-1,2	-2,5	-1,9	2,3	1,8
Uruguay	23,69	23,73	24,14	26,94	29,32	14,75	0,2	1,9	13,7	23,8	-37,7
Venezuela	2.877	2.829	2.678	2.481	2.852	759	-1,7	-6,9	-13,7	-0,9	-73,6
Israele	4,64	4,60	4,54	4,47	4,39	4,48	-0,9	-2,2	-3,7	-5,4	-3,4
Sud Africa	6,55	6,49	6,38	6,43	6,62	12,37	-0,8	-2,6	-1,7	1,1	89,0
Turchia	1,3578	1,3400	1,3362	1,4861	1,3966	1,4298	-1,3	-1,6	9,4	2,9	5,3
Area dell'Euro (*)	1,202	1,209	1,224	1,241	1,263	0,904	-0,5	-1,8	-3,2	-4,8	33,0
Regno Unito (*)	1,754	1,756	1,808	1,804	1,786	1,439	-0,1	-3,0	-2,8	-1,8	21,9
Svizzera	1,294	1,283	1,269	1,233	1,239	1,650	-0,8	-1,9	-4,7	-4,2	27,6
Danimarca	6,21	6,19	6,10	5,97	5,91	8,28	-0,4	-1,8	-3,9	-4,9	33,4
Norvegia	6,50	6,51	6,37	6,62	6,68	8,87	0,1	-2,1	1,8	2,6	36,3
Svezia	7,87	7,74	7,64	7,30	7,18	10,28	-1,7	-2,9	-7,2	-8,8	30,5
Russia	28,59	28,46	28,37	29,12	29,45	30,14	-0,4	-0,8	1,9	3,0	5,4
Polonia	3,25	3,22	3,18	3,45	3,73	3,96	-0,9	-2,3	6,2	14,9	21,8
Repubblica Ceca	24,69	24,46	23,75	25,35	25,65	35,27	-0,9	-3,8	2,6	3,9	42,9
Ungheria	209,7	207,7	201,0	198,8	209,3	272,9	-1,0	-4,1	-5,2	-0,2	30,1
DOLLARO USA	96,1	95,8	94,5	94,6	94,6	122,0	0,3	1,7	1,6	1,6	-21,2
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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

Il calendario della settimana economica (dal 18 al 24/10/2005)

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

Giorno	Eventi
Martedì 18	Stati Uniti: intervento di Greenspan sull'energia  Stati Uniti: intervento di Yellen della Federal Reserve
Mercoledì 19	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'ultima riunione MPC Stati Uniti: intervento di Pianalto della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Gelthner della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Ferguson della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Kohn della Federal Reserve Stati Uniti: Beige Book 
Giovedì 20	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Guynn della Federal Reserve
Venerdì 21	Stati Uniti: intervento di Lacker della Federal Reserve Area Euro: Caruana e Gonzales-Paramo presentano lo scenario dell'economia spagnola

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Martedì 18	Regno Unito	Prezzi al consumo	settembre	0,4% m/m; 2,4% a/a	0,2% m/m; 2,5% a/a
		RPI-X	settembre	0,2% m/m; 2,8% a/a	0,3% m/m; 2,7% a/a
	Germania	Indice Zew 	ottobre	38,6	39,4
Mercoledì 19	Area Euro	Produzione industriale destag.	agosto	0,2% m/m	-0,1% m/m
Giovedì 20	Italia	Indice fiducia consumatori	ottobre	102,8	103,1
		Bilancia commerciale (non EU)	settembre	-372 mil.	-1.025 mil
		Ordini all'industria destag.	agosto	3,6% m/m	-1,5% m/m
		Fatturato industriale	agosto	1,8% m/m	-0,2% m/m
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	settembre	0,0% m/m; 0,8% a/a	0,3% m/m; 0,2% a/a
Venerdì 21	Francia	Spese per consumi	settembre	1,9% m/m	-1,2% m/m
	Italia	Vendite al dettaglio	agosto	-2,1% a/a	0,6% a/a
	Regno Unito	Pil (prel.)	III tr. 05	0,5% t/t; 1,5% a/a	0,4% t/t; 1,6% a/a
STATI UNITI					
Martedì 18	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	settembre	0,6% m/m; 5,1% a/a	1,2% m/m; 5,8% a/a
		Prezzi alla prod. (ex al. en.)	settembre	0,0% m/m; 2,4% a/a	0,2% m/m; 2,4% a/a
		Afflussi netti capitali da estero	agosto	87,4 mld	60 mld
Mercoledì 19	Stati Uniti	Licenze edilizie	settembre	2.138	2.075
		Nuovi cantieri residenziali	settembre	2.009	1.970
Giovedì 20	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	15 ottobre	389.000	365.000
		Indice anticipatore	settembre	-0,2% m/m	-0,5% m/m
		Indice Philadelphia Fed	ottobre	2,2	10