

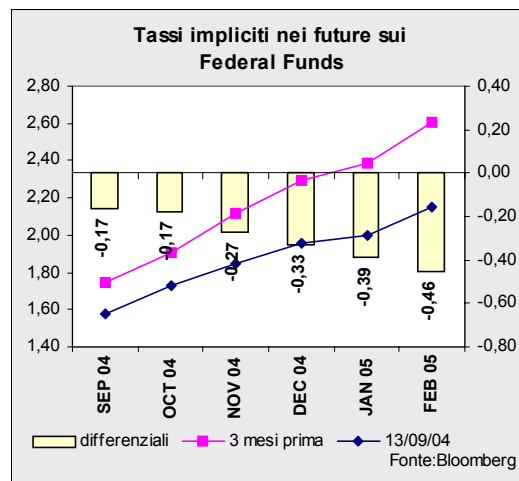
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

14 settembre 2004
n. 32 - 2004

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

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

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca



- ✓ Poco petrolio e tanta liquidità. Alla ripresa autunnale gli scenari economici si confrontano con un prezzo del greggio che non riesce a scendere in maniera convincente e con tassi di interesse che, almeno negli USA, hanno smesso di diminuire e saranno oggetto di nuovi aumenti.

PETROLIO: OFFERTA OPEC VICINA AI MASSIMI

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

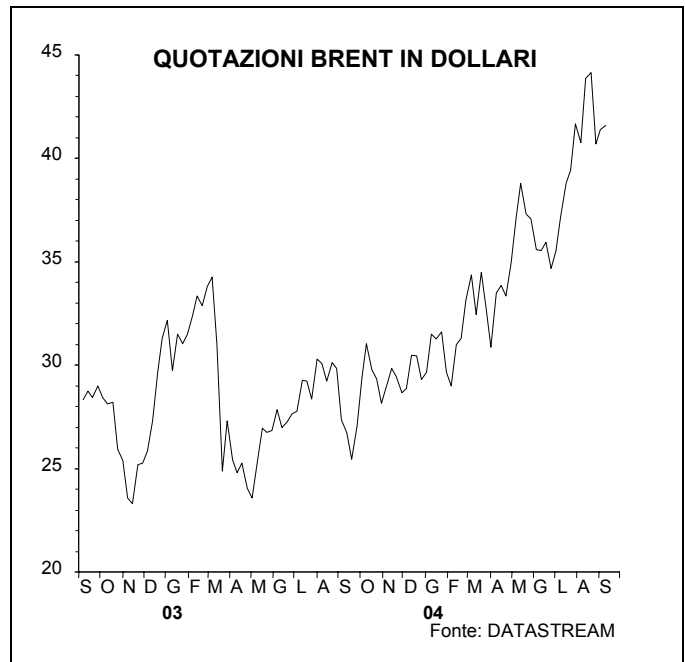
- Dall'inizio dell'anno ad oggi, le quotazioni del petrolio riferite alla qualità Brent hanno fatto registrare una media prossima ai 34 dollari per barile contro i 28,3 della media 2003. A New York, l'indice WTI ha sfiorato in agosto punte di 50 dollari.
- Alla riunione di Vienna del 15 settembre, i paesi membri dell'OPEC discuteranno quasi certamente di un possibile ulteriore aumento dei tetti produttivi. Potrebbe anche essere considerato un adeguamento al rialzo della fascia per il paniere OPEC, essendo quella fissata nel 2000 tra 22 e 28 dollari al barile ormai nei fatti ampiamente superata.
- L'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) ha di recente sottolineato che, per evitare un altro anno di tensioni sui mercati del petrolio, ci vorrebbe una capacità produttiva supplementare di almeno 3 milioni di barili al giorno, oltre a un sensibile miglioramento della stabilità politica in Medio-Oriente.

Dalla fine del mese di luglio, il prezzo del petrolio sui mercati internazionali non scende al di sotto dei 40 dollari per barile. La media delle quotazioni riferite alla qualità Brent negli ultimi 45 giorni è compresa tra i 42 e i 43 dollari, mentre per il WTI sale ad oltre 45 dollari, con punte vicine ai 50 toccate nella seconda decade di agosto. Alla vigilia della riunione che l'OPEC terrà a Vienna il 15 settembre, le tensioni sui mercati del greggio non sembrano stemperarsi. Le oscillazioni dei corsi risentono soprattutto della situazione geo-politica, oltre che delle variazioni delle scorte negli Stati Uniti. Le ultime stime sulla produzione dell'OPEC indicano volumi piuttosto elevati. I pozzi del Cartello in agosto avrebbero prodotto 300 mila barili al giorno in più rispetto al mese precedente. Il totale è stimato a 29,60 milioni di barili/giorno, un livello che negli ultimi 30 anni è stato superato solo dai 29,75 barili del novembre 2000. La cifra riflette soprattutto lo sforzo produttivo saudita, che dovrebbe aver più che compensato il calo della produzione irachena, dove ormai l'estrazione è ridotta a 1,75 milioni di barili/giorno.

Alla imminente riunione di Vienna, i paesi membri dell'OPEC discuteranno quasi certamente di un possibile ulteriore aumento dei tetti produttivi, o di una loro sospensione. Al vertice del 15 settembre è probabile che si giunga altresì a un adeguamento al rialzo della fascia per il paniere OPEC, essendo quella fissata nel 2000 tra 22 e 28 dollari al barile ormai superata da oltre un anno. Anche se il Cartello ha già fatto sapere che non è in suo potere frenare i rincari (da inizio anno le quotazioni del greggio sono aumentate di circa il 40%), la decisione di un eventuale aumento delle quote, così come altre volte è accaduto, avrà probabilmente un impatto immediato sulle quotazioni del greggio. Gli elevati livelli segnati nelle ultime settimane sono però in larga parte da ascrivere alle tensioni in Medio-Oriente e al forte aumento dei consumi, soprattutto americani ed asiatici. Nei primi otto mesi del 2004, la sola Cina ha fatto registrare il record delle importazioni di greggio, con un incremento del 40% sullo stesso periodo dell'anno prima. In media d'anno, la domanda cinese, seconda a distanza dopo gli Stati Uniti, è prevista superare i 6 milioni di barili al giorno. In ambito OPEC, nonostante il volume della produzione saudita sia vicino alla capacità massima, indicativamente pari a 10,5 milioni di barili al giorno, potrebbe essere proprio Riad ad offrire un ulteriore sforzo produttivo. Tutto ciò non basterà forse ad allentare il nervosismo dei mercati. Il caso Yukos è tutt'altro che chiuso e resta per la società petrolifera russa la minaccia di una crisi finanziaria capace di incidere pesantemente sui livelli produttivi. Una situazione ancora più grave permane in Irak dove si assiste a ripetuti sabotaggi dell'oleodotto che congiunge Kirkuk con il terminale turco di Ceyhan.

Nel frattempo, si cerca di stabilire quali potranno essere i riflessi sugli scenari macroeconomici se le quotazioni del petrolio dovessero mantenersi così elevate per la restante parte del 2004 e oltre. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), voce dei paesi consumatori occidentali, ha di recente pubblicato uno studio in cui si afferma che ogni 10 dollari di aumento delle quotazioni potrebbero riflettersi in una minore crescita di 0,5 punti percentuali. All'inizio di settembre, la Bce ha ipotizzato, qualora le quotazioni del greggio non dovessero sensibilmente arretrare da qui alla fine dell'anno, la possibilità di un rischio concreto di ricadute sui prezzi all'origine e quindi al consumo.

A questo punto ci si chiede quali siano le probabilità che la corsa delle quotazioni del greggio, cui abbiamo assistito per buona parte del 2004, sia destinata a proseguire. Alcune considerazioni provenienti dalla stessa Agenzia Internazionale per l'Energia sottolineano come la domanda di petrolio nel mondo stia aumentando ad un ritmo del 3-3,5% annuo e che ci vorrebbe una capacità produttiva supplementare di almeno 3 milioni di barili al giorno per evitare un altro anno di tensioni sui mercati del petrolio. Altro elemento indispensabile perché i livelli dei corsi petroliferi possano arretrare, aggiungono all'AIE, è il miglioramento della stabilità politica in Medio-Oriente. Dall'OPEC, una prima risposta potrebbe giungere da Vienna, anche se l'attuale tetto produttivo è assai vicino alla capacità massima e nuovi investimenti in infrastrutture appaiono al momento di difficile realizzazione. Ne consegue che un rallentamento dei corsi del greggio verso una fascia compresa tra i 30 ed i 35 dollari per barile debba scontare necessariamente una riduzione del premio di rischio geopolitico presente oggi in ampie zone del Medio-Oriente e una riduzione della componente speculativa sui contratti a termine del petrolio.



ESTONIA, LITUANIA E SLOVENIA: UN PRIMO PASSO VERSO L'EURO

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

- Il 1 maggio 2004 dieci Stati sono entrati a far parte della Ue.
- Nel mese di giugno le valute di Estonia, Lituania e Slovenia sono state incluse negli accordi europei di cambio "AEC II", primo passo verso la futura adozione dell'euro.

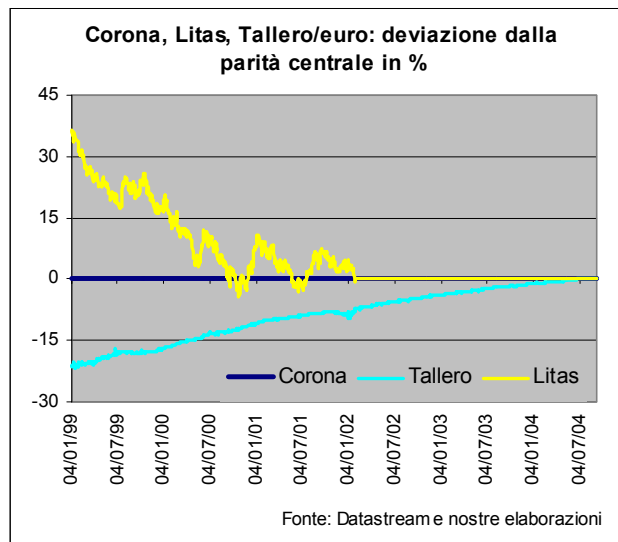
Il trattato istitutivo della Comunità Europea prevede, tra le condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica da parte di uno stato membro della Ue, il rispetto di quattro criteri macroeconomici di convergenza. Primo, il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi individuato in un tasso medio d'inflazione che, osservato per un anno, non superi di oltre l'1,5% quello dei tre stati più virtuosi. Secondo, la sostenibilità della finanza pubblica risultante dal rispetto dei limiti del 3% per il rapporto disavanzo/Pil e del 60% per quello debito/Pil. Terzo, un livello di tassi di interesse a lungo termine che rifletta la stabilità raggiunta dal paese. A tal proposito è stato stabilito che il tasso nominale di riferimento osservato in media nell'arco di un anno non debba superare di oltre il 2% quello dei tre stati con migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. Quarto, il rispetto, per almeno due anni, dei margini di fluttuazione previsti dagli accordi europei di cambio denominati AEC II che, stabilendo un legame tra la moneta unica e le valute dei membri della Ue non aderenti all'euro, promuovono la convergenza orientando le politiche dei singoli Stati verso la stabilità. Per ciascuna valuta viene definita una parità centrale rispetto all'euro con margini di oscillazione del 15% sostenuti con interventi automatici da parte delle banche centrali in caso di superamento del limite, salvaguardando, comunque, l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

Il 27 giugno 2004 le valute di tre dei dieci Stati entrati a far parte della Ue nel mese di maggio (Estonia, Lituania e Slovenia) sono state incluse nell'AEC II, grazie ai progressi compiuti nel processo di avvicinamento alla moneta unica.

In Estonia il tasso di crescita del Pil nel 2003 è stato pari al 5,1%. I dati del primo trimestre (1,2% t/t, 7,0% a/a) confermano l'accelerazione dell'economia nel 2004. Il tasso di inflazione dovrebbe attestarsi nell'anno in corso intorno al 3%, in aumento rispetto al 2003 a causa del processo di armonizzazione fiscale con la Ue e dell'aumento di alcuni prezzi amministrati. La finanza pubblica, dopo il surplus conseguito nel 2003, dovrebbe mantenersi sana ed equilibrata con un'incidenza del debito sul Pil inferiore al 6%. La parità centrale di cambio per la corona è stata fissata a EEK/EUR 15,6466. Le autorità estoni, nell'ambito dell'adesione all'AEC II, hanno preso l'impegno di assumere le misure necessarie ad assicurare un'adeguata vigilanza finanziaria, a frenare l'espansione del credito interno e a promuovere una moderazione salariale al fine di contenere gli squilibri esterni (il deficit di parte corrente è stato pari a quasi il 13% nel 2003).

In Lituania il Pil è cresciuto nel 2003 del 9,0% grazie al positivo contributo della domanda interna trainata dai consumi privati e dagli investimenti. Nel 2004 l'economia dovrebbe attestarsi su livelli di crescita prossimi al 7%. Dopo la deflazione del 2003, derivante da una moderata politica salariale e da un miglioramento nella produttività, nel 2004 il livello generale dei prezzi dovrebbe crescere ad un tasso prossimo all'1% influenzato in particolare dal processo di allineamento ai prezzi europei. Nel 2004 il deficit di bilancio è previsto in lieve peggioramento a causa dei maggiori investimenti, di aumenti salariali nel pubblico impiego e dei costi per l'implementazione della riforma pensionistica. Gli indicatori di finanza pubblica rimangono, comunque, su livelli soddisfacenti. Al momento dell'adesione all'AEC II, la parità per il litas è stata fissata a LTL/EUR 3,4528. Contemporaneamente le autorità lituane hanno assunto l'impegno di perseguire solide politiche di bilancio al fine di mantenere la stabilità macroeconomica e assicurare la sostenibilità del processo di convergenza nell'ambito di una strategia credibile di medio termine.

In Slovenia la crescita del Pil registrata nel primo trimestre del 2004 (3,7% a/a) lascia prevedere, dopo il rallentamento del 2003, un'accelerazione dell'economia trainata in particolare dai consumi privati e dagli investimenti. Prosegue il processo di riduzione del tasso di inflazione come, peraltro, evidenziato dai valori relativi ai primi otto mesi del 2004. Grazie ad un adeguato controllo delle spese i dati della finanza pubblica dovrebbero permanere stabili su livelli soddisfacenti. La parità per il tallero all'interno dell'AEC II è stata fissata a SIT/EUR 239,640. All'interno di tali accordi le autorità slovene hanno assunto l'impegno di consolidare il processo di riduzione dell'inflazione attraverso un'ulteriore liberalizzazione dei prezzi amministrati ed una maggiore de-indicizzazione nella determinazione dei salari. Le politiche di bilancio dovranno mirare ad evitare pressioni inflazionistiche dal lato della domanda. In seguito all'adesione all'AEC II il tallero sloveno ha oscillato entro intervalli ristretti in prossimità della parità centrale.



Principali indicatori macroeconomici	Estonia			Lituania			Slovenia		
	2002	2003	2004*	2002	2003	2004*	2002	2003	2004*
Pil (var. % annua in termini reali)	7,2	5,1	5,5	6,8	9,0	6,9	3,4	2,3	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	3,6	1,4	2,9	0,4	-1,1	1,0	7,5	5,7	3,6
Deficit/Surplus pubblico (in % del Pil)	1,8	2,6	0,7	-1,4	-1,7	-2,8	-1,9	-1,8	-1,7
Debito pubblico (in % del Pil)	5,7	5,8	5,4	22,8	21,9	22,8	27,8	27,1	28,3
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's	S&P	FITCH	Moody's	S&P	FITCH	Moody's	S&P	FITCH
	A1	A-	A	A3	A-	A-	Aa3	AA-	AA-

Fonte: Eurostat, Bloomberg, C.E., F.M.I., B.o.E., E.I.U. (*) Previsioni

PIÙ GAS PER L'ECONOMIA MONDIALE

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

- La ricerca di fonti alternative al petrolio ripropone il gas come principale risorsa candidata alla sostituzione. Problemi legati agli investimenti necessari per il trasporto ne ostacolano però l'ascesa.
- Sulla scena mondiale del gas Stati Uniti e Russia giocano il ruolo principale come consumatori e produttori. La Cina presenta un consumo ancora marginale, sebbene raddoppiato negli ultimi dieci anni.
- Le attuali elevate quotazioni del gas costituiscono un incentivo importante per i produttori ad avviare investimenti necessari per far decollare il mercato del gas liquefatto. Negli Stati Uniti, tuttavia, il ricordo del crollo dei prezzi all'inizio degli anni Ottanta rappresenta ancora un freno importante.

Con il picco delle quotazioni che il petrolio ha raggiunto lo scorso agosto e le incertezze che ancora permangono sulla scena petrolifera mondiale, le ipotesi sui possibili sostituti del greggio nel medio-lungo periodo hanno riportato in primo piano il gas naturale. Secondo stime recenti, tra circa venti anni il gas potrebbe sorpassare il petrolio come fonte energetica principale del pianeta, ma il superamento dei problemi logistici che l'utilizzo del gas attualmente impone potrebbe richiedere un ammontare di investimenti tale da allungare i tempi. Come è noto, le difficoltà di trasporto del gas ne hanno fatto fino a poco tempo fa una risorsa

“regionale”. Il trasporto del gas prevede infatti complesse strutture fisse che rendono conveniente tale attività solo se il gas viene impiegato in luoghi relativamente vicini a quelli di estrazione. L'alternativa al trasporto per gasdotto è la liquefazione, ma la liquefazione, il trasporto in strutture idonee e la successiva rigassificazione richiedono investimenti ingenti: alcune stime recenti rilevano che per costruire una “filiera” per la produzione di 5 milioni di tonnellate di gas liquefatto sarebbero necessari oltre 5 miliardi di dollari, una cifra che solo poche società sono in grado di impiegare.

Attualmente, gli Stati Uniti rappresentano il principale consumatore di gas: a fine 2003 la loro quota sul consumo mondiale è stata pari al 24,3%, di gran lunga superiore alla percentuale della Federazione Russa (seconda con il 15,7%) e a quella del Regno Unito, che con il 3,7% rappresenta il principale consumatore europeo. La Cina, invece, è ancora un consumatore marginale (1,3% del totale), anche se negli ultimi dieci anni ha visto duplicare i propri consumi e nel solo 2003 ha registrato un incremento pari al 10,2% a/a. Nel complesso, nell'ultimo anno a livello mondiale i consumi di gas hanno registrato un aumento del 2%, a fronte del quale si è registrato un aumento della produzione del 3,4% dovuto in larga misura alle estrazioni russe (+4,2% a/a nel 2003) che rappresentano il 22,1% della produzione del pianeta. Gli Stati Uniti con il 21% sono il secondo produttore, seguiti dal Canada (6,9%) e dal Regno Unito (3,9%).

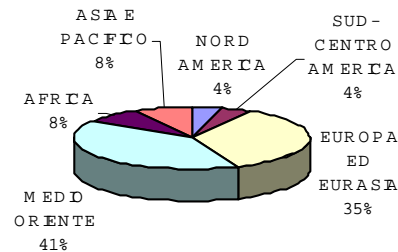
In Italia nel 2003 la produzione di gas naturale ha subito una contrazione del 6%, in gran parte determinata dall'esaurimento di alcuni giacimenti. Nel nostro paese il picco estrattivo si è registrato nel 1994; da allora in poi la produzione è scesa del 33%, e attualmente copre solo il 18% del fabbisogno nazionale (contro il 42% del 1994). Al calo della produzione si aggiunge anche un indice di vita relativamente breve dei giacimenti in attività, (11 anni) e una diminuzione dell'attività di esplorazione. A fronte di ciò, i consumi italiani di gas rappresentano oggi il 2,8% di quelli mondiali, con una crescita nell'ultimo anno superiore al 9%. Il consumo è aumentato soprattutto nel settore elettrico (+15%) e negli usi civili (+10%). Complessivamente, il gas copre oggi in Italia il 33% del fabbisogno energetico, contro il 31% del 2002.

L'eccedenza tra produzione interna e fabbisogno è stata soddisfatta con le importazioni, provenienti soprattutto dalla Federazione russa e dall'Algeria (per gasdotto e, nel secondo caso, anche in forma di gas liquefatto) e dalla Nigeria (sotto forma di gas liquefatto).

Anche a causa degli ingenti investimenti necessari, il gas liquefatto rappresenta ancora una quota ridotta del gas totale scambiato: nel 2003, su un totale di 624 miliardi di metri cubi complessivamente importati nel mondo, erano in tale forma solo 169. I principali importatori di gas liquefatto del 2003 sono il Giappone, la Corea del Sud, la Spagna e gli Stati Uniti, mentre Indonesia, Algeria, Malaysia e Trinidad e Tobago sono i principali esportatori (con la particolarità di Trinidad e Tobago che esporta quasi totalmente verso gli Stati Uniti).

Le stime più recenti evidenziano che per il gas non dovrebbero esservi problemi di scarsità: a livello mondiale il rapporto tra riserve e produzione è attualmente pari a 67, il che indica come, con gli attuali livelli di produzione e le attuali riserve, le scorte possano durare fino a 67 anni. Vi sarebbero però ancora notevoli riserve inesplorate. Nonostante ciò, oggi i prezzi del gas rimangono su livelli piuttosto elevati, ma questo potrebbe rappresentare un incentivo a investire negli impianti di liquefazione, soprattutto negli Usa, dove negli ultimi anni si è assistito a una progressiva uscita dal mercato del gas. Si stima infatti che il gas liquefatto diventi profittevole quando il prezzo è almeno pari a 3,5\$ per mBtu (milioni di British thermal unit). Oggi il prezzo oscilla tra i 5 e i 6\$, ma negli Usa tra le imprese del settore è ancora forte il ricordo dei primi anni ottanta, quando la liberalizzazione del mercato fece crollare i prezzi del gas che rimasero su un livello molto basso per oltre un decennio.

RISERVE PROVATE DI GAS A FINE
2003 (in % del totale)



PRODUZIONE DI GAS (in % del totale)

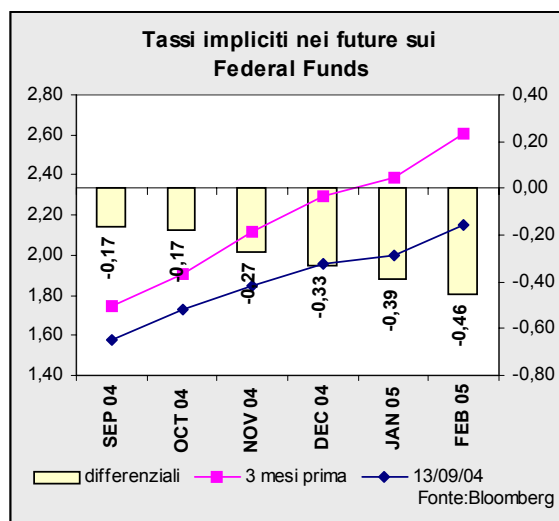
NORD AMERICA	29,3
SUD-CENTRO AMERICA	4,5
EUROPA ED EURASIA	39,1
MEDIO ORIENTE	9,8
AFRICA	5,4
ASIA E PACIFICO	11,9

Fonte: BP 2004 Statistical Review of World energy

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

A. De Romanis ☎ 06-47028431 – amalia.deromanis@bnlmail.com

- All'ottimismo dei banchieri centrali del G-10 e della Commissione europea, che giudicano complessivamente limitato l'impatto del rialzo dei corsi petroliferi su crescita e inflazione, si contrappongono le preoccupazioni di altri analisti sul ritmo della ripresa nei prossimi mesi dopo il rallentamento espresso tra aprile-giugno dal Pil statunitense, europeo e giapponese.
- Eurostat ha confermato la stima *flash* sulla crescita economica dell'area-euro nel II trimestre in decelerazione allo 0,5% congiunturale (2% tendenziale) dal precedente 0,6% t/t (1,3% a/a). L'analisi delle componenti mostra che l'aumento dello 0,5% dipende prevalentemente dal contributo netto dall'estero (0,4%), mentre la domanda interna ha prodotto un impulso limitato allo 0,1% a causa del rallentamento dei consumi e della debole *performance* degli investimenti. Le scorte hanno proseguito il calo iniziato nel I trimestre dell'anno.
- Il Bollettino della Bce di settembre conferma le tesi espresse dal presidente Jean Claude Trichet nella conferenza stampa a margine del Consiglio direttivo del 2 settembre. Dopo aver enumerato una serie di rischi che potrebbero correggere le stime di crescita dell'area dell'euro (1,6%-2,2% nel 2004; 1,8%-2,8% nel 2005), viene evidenziata l'assenza di indicazioni sull'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche a livello interno. La dinamica salariale è modesta e tale dovrebbe rimanere a causa dell'elevata disoccupazione. Queste valutazioni sembrano confermare l'ipotesi di invarianza del saggio guida nei prossimi mesi in attesa che la ripresa economica si consolidi, anche se i timori espressi per possibili tensioni provenienti dai corsi energetici, imposte dirette e prezzi amministrati lasciano presagire un graduale spostamento verso un'impostazione più restrittiva.
- La dinamica inflazionistica Usa è rimasta moderata negli ultimi mesi. "L'inflazione e le aspettative d'inflazione si sono ridimensionate" ha sottolineato Alan Greenspan, presidente della Federal Reserve nella sua testimonianza dell'8 settembre 2004 alla Commissione bilancio della Camera dei rappresentanti. Infatti, i prezzi alla produzione e la componente *core* hanno evidenziato un calo congiunturale dello 0,1% in agosto (contro attese di un incremento dello 0,2% m/m), corrispondente a un aumento tendenziale del 3,4% che diventa l'1,5% per i prezzi alla produzione *core* depurati di alimentari ed energetici. Gran parte del calo è legata alla forte riduzione dei prezzi delle auto. Il positivo andamento dei valori alla produzione lascia sperare in un risultato moderato anche per l'inflazione al consumo di agosto in calendario per metà settembre, dopo che il Cpi di luglio aveva evidenziato una riduzione dello 0,1% m/m, pari a un aumento tendenziale del 3%.
- Preso atto delle pressioni sui prezzi inferiori alle attese, nonché dei diffusi sintomi di rallentamento congiunturale, il mercato ha ridimensionato il profilo dei tassi impliciti nei *future* sui *Federal Funds*. Per esempio, il rendimento implicito nel contratto *future* su dicembre 2004 oscilla attualmente intorno all'1,96% ed è in netto calo rispetto a un massimo del 2,4% toccato a metà giugno, analogamente il *future* di settembre segna l'1,58% contro l'1,85% di metà giugno. Il mercato accredita un'elevatissima probabilità che l'anno si chiuda con i Fed Funds all'1,75%, ma proietta una manovra restrittiva molto più graduale di quella che ipotizzava prima dell'estate.
- Un aumento dei Fed Funds all'1,75% rimane probabile alla prossima riunione del Fomc del 21 settembre al fine di rendere meno accomodante la politica monetaria: infatti, il saggio guida rimane inferiore all'inflazione *core* attestatasi all'1,8% a luglio se si guarda all'indice dei prezzi al consumo.
- In Giappone la crescita del Pil del II trimestre è stata rivista al ribasso dallo 0,4% allo 0,3% congiunturale e dall'1,7% tendenziale all'1,3%. Si conferma così una brusca frenata dopo la vigorosa crescita del I trimestre pari all'1,6% t/t e al 5,1% a/a, che ha consentito al Pil nipponico di aumentare al 4,7% tendenziale nei primi sei mesi del 2004.



	dati storici		13/09/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	115,03	109,41	110,1	108,0	105,0
dollaro-euro	1,122	1,214	1,226	1,230	1,250
yen-euro	129,1	132,8	135,0	132,8	131,3
sterlina-euro	0,697	0,664	0,683	0,680	0,670
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,14	1,50	1,88	2,00	3,00
euro	2,15	2,11	2,12	2,20	2,80
yen	0,05	0,05	0,05	0,08	0,15
sterlina	3,70	4,79	4,95	5,20	5,40
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,27	4,72	4,15	4,40	4,30
Germania	4,20	4,33	4,07	4,30	4,20
Giappone	1,45	1,74	1,51	1,70	1,60
Italia	4,31	4,54	4,24	4,50	4,40
Gra Bretagna	4,63	5,18	4,93	5,00	4,90

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com (per Italia)

PRODOTTO INTERNO LORDO (variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

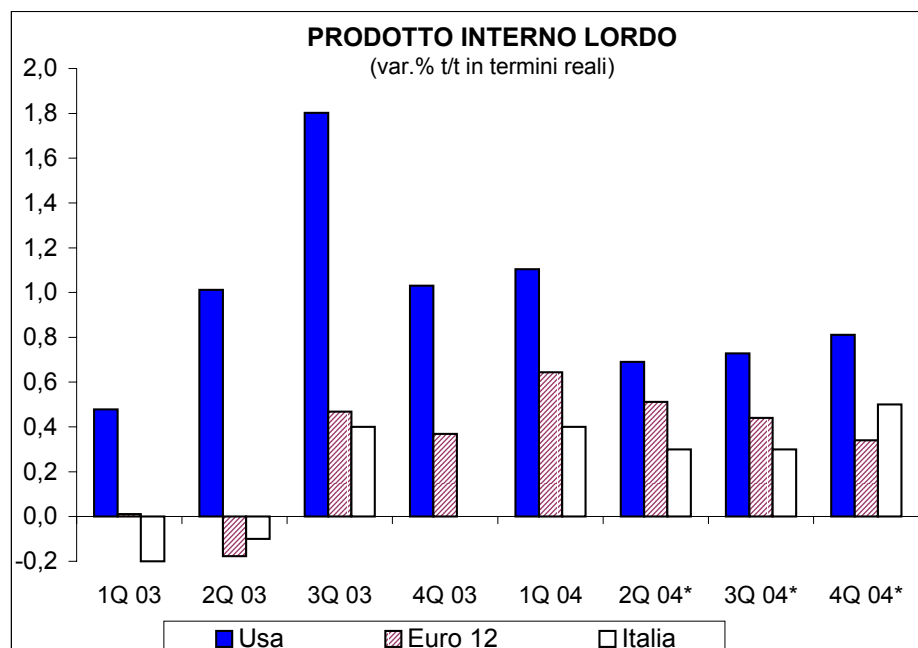
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III	IV	I	II	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	1,0	1,8	1,0	1,1	0,7	0,7	0,8
var.% trim su trim annualizzato				1,9	4,1	7,4	4,2	4,5	2,8	2,9	3,3
var.% anno su anno	1,9	3,0	4,2	1,9	2,3	3,5	4,4	5,0	4,7	3,6	3,4

AREA EURO

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

ITALIA

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



PIL 2003 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.717
Euro 12	7.254
Italia	1.302

LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,2	116,3	116,3	116,5	115,6
2005	116,4	116,6	117,2	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
<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	0,3	0,1	0,0	0,2	0,2
2005	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,2
<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	2,2	2,2	2,1	2,0	2,1
2005	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9

ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,8	106,8	105,5
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,6	108,9	109,2	109,2	107,9
2005	108,6	108,4	109,4	110,2	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,3
<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	0,8	0,3	0,3	0,0	0,2
2005	-0,5	-0,2	0,9	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
<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	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3
2005	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,3	2,2

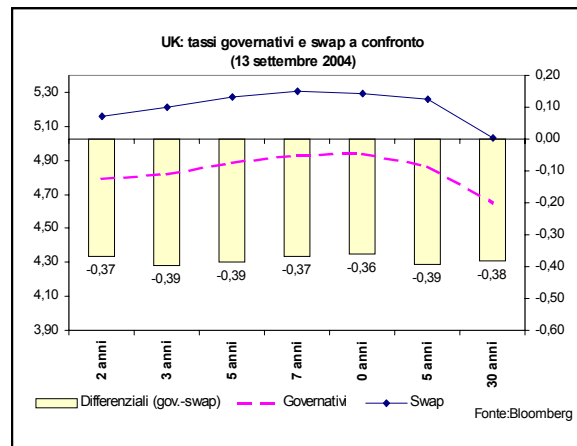
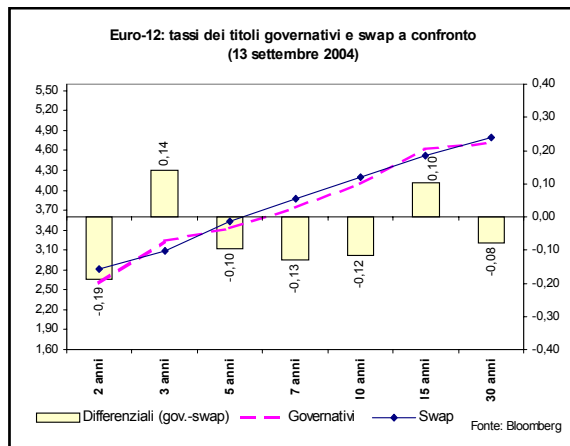
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	120,6	120,8	121,2	121,5	121,8	121,9	122,1	122,4	122,6	122,7	123	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,4	125,6	125,8	125,9	124,8
2005	126,1	126,3	126,6	126,9	127,2	127,4	127,5	127,6	127,9	128,1	128,3	128,5	127,4
<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	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
2005	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<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	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3
2005	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



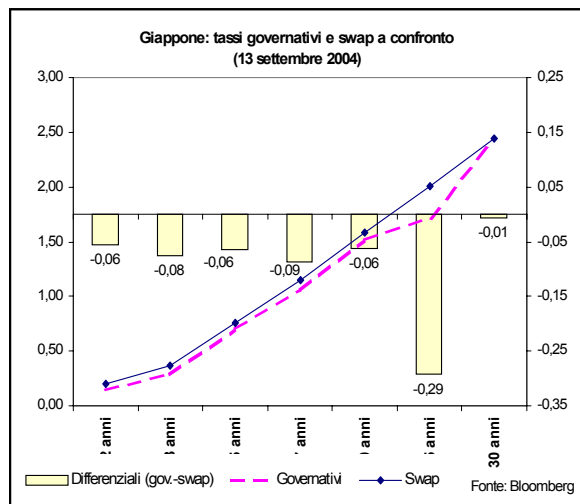
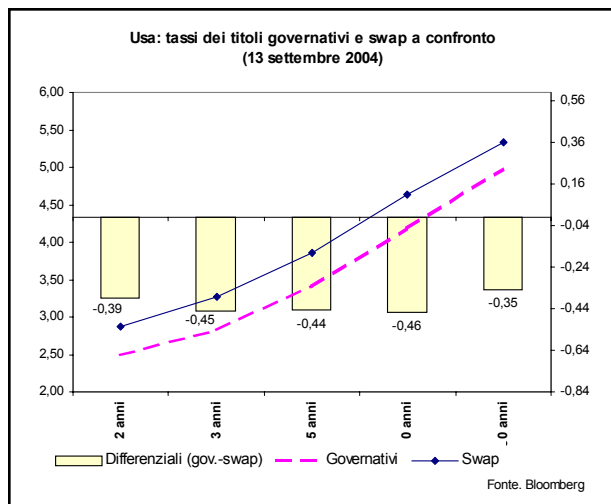
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute					
	10/9/04	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	
	USA	1,222	1,218	1,228	1,117	1,049	1,179	0,4	-0,5	9,4	16,5	3,6
Canada	1,579	1,580	1,618	1,528	1,655	1,800	-0,1	-2,4	3,3	-4,6	-12,3	
Australia	1,767	1,745	1,715	1,698	1,856	1,910	1,3	3,1	4,1	-4,8	-7,5	
Nuova Zelanda	1,873	1,862	1,876	1,918	1,998	2,223	0,6	-0,2	-2,4	-6,3	-15,8	
Giappone	134,6	133,0	136,1	130,5	124,4	133,7	1,2	-1,1	3,1	8,2	0,7	
Argentina	3,697	3,618	3,719	3,301	3,531	1,180	2,2	-0,6	12,0	4,7	213,3	
Svizzera	1,540	1,534	1,539	1,550	1,452	1,617	0,4	0,1	-0,6	6,0	-4,7	
Regno Unito	0,683	0,680	0,669	0,703	0,651	0,711	0,5	2,1	-2,8	5,0	-3,9	
Svezia	9,098	9,137	9,182	9,156	9,153	9,470	-0,4	-0,9	-0,6	-0,6	-3,9	
Danimarca	7,437	7,437	7,435	7,426	7,429	7,450	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	
Norvegia	8,323	8,312	8,322	8,283	7,276	8,855	0,1	0,0	0,5	14,4	-6,0	
Cipro	0,577	0,577	0,579	0,583	0,573	0,582	0,0	-0,4	-0,9	0,7	-0,9	
Repubblica Ceca	31,77	31,66	31,37	32,85	31,58	35,11	0,4	1,3	-3,3	0,6	-9,5	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	250,9	247,7	246,6	256,3	236,3	251,5	1,3	1,8	-2,1	6,2	-0,2	
Lettonia	0,661	0,659	0,661	0,639	0,614	0,667	0,3	0,0	3,5	7,7	-0,9	
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,428	0,428	0,426	0,428	0,418	0,443	0,1	0,4	0,1	2,3	-3,4	
Slovacchia	40,17	40,13	39,92	41,59	41,50	42,99	0,1	0,6	-3,4	-3,2	-6,6	
Slovenia	240,0	240,0	240,0	235,1	230,2	189,0	0,0	0,0	2,1	4,3	27,0	
Polonia	4,402	4,432	4,387	4,425	4,021	4,071	-0,7	0,3	-0,5	9,5	8,1	
Russia	35,93	35,22	36,02	34,36	33,53	25,32	2,0	-0,3	4,6	7,1	41,9	
EURO	91,1	90,2	90,9	89,5	84,5	93,3	1,0	0,3	1,7	7,8	-2,4	
<i>cambio effettivo nominale</i>												

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
	10/9/04	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02					
Canada	1,291	1,300	1,320	1,368	1,572	1,598	0,7	2,3	6,0	21,8	23,8
Australia (*)	0,694	0,690	0,713	0,657	0,562	0,516	0,7	-2,6	5,7	23,7	34,6
Nuova Zelanda (*)	0,656	0,648	0,652	0,582	0,524	0,425	1,2	0,6	12,7	25,1	54,3
Giappone	109,7	110,5	111,4	117,1	118,8	131,8	0,8	1,5	6,8	8,3	20,2
Corea del Sud	1.147	1.152	1.157	1.173	1.200	1.320	0,4	0,9	2,3	4,7	15,1
Filippine	56,15	56,12	55,75	54,58	53,60	51,60	-0,1	-0,7	-2,8	-4,5	-8,1
Indonesia	9.274	9.271	9.224	8.388	8.950	10.370	0,0	-0,5	-9,6	-3,5	11,8
Singapore	1,698	1,704	1,715	1,750	1,734	1,849	0,3	1,0	3,1	2,1	8,9
Thailandia	41,56	41,55	41,39	40,38	43,11	44,05	0,0	-0,4	-2,8	3,7	6,0
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	46,23	46,28	46,33	45,75	47,97	48,27	0,1	0,2	-1,0	3,8	4,4
Argentina	3,01	3,00	3,02	2,97	3,36	1,00	-0,3	0,3	-1,5	11,7	-66,9
Brasile	2,90	2,93	3,03	2,89	3,54	2,30	0,9	4,3	-0,5	21,9	-20,9
Cile	617,4	622,2	639,1	675,3	720,3	646,3	0,8	3,5	9,4	16,7	4,7
Colombia	2.535	2.565	2.600	2.829	2.867	2.297	1,2	2,6	11,6	13,1	-9,4
Messico	11,60	11,54	11,39	10,94	10,46	9,11	-0,5	-1,8	-5,6	-9,8	-21,5
Perù	3,37	3,39	3,41	3,48	3,50	3,44	0,5	1,2	3,3	4,0	2,2
Uruguay	28,24	28,40	29,19	27,88	27,20	14,75	0,6	3,4	-1,3	-3,7	-47,8
Venezuela	2.587	2.595	2.883	1.598	1.387	759	0,3	11,5	-38,2	-46,4	-70,7
Israele	4,50	4,52	4,52	4,45	4,75	4,48	0,5	0,5	-1,0	5,5	-0,4
Sud Africa	6,56	6,63	6,17	7,39	8,57	12,37	1,1	-5,9	12,6	30,7	88,6
Turchia	1.501.489	1.503.236	1.447.373	1.380.736	1.643.699	1.429.847	0,1	-3,6	-8,0	9,5	-4,8
Area dell'Euro (*)	1,222	1,218	1,228	1,117	1,049	0,904	0,4	-0,5	9,4	16,5	35,2
Regno Unito (*)	1,796	1,777	1,826	1,593	1,610	1,439	1,1	-1,6	12,8	11,6	24,8
Svizzera	1,258	1,272	1,263	1,384	1,383	1,650	1,1	0,4	10,0	10,0	31,2
Danimarca	6,06	6,17	6,08	6,62	7,08	8,28	1,8	0,3	9,3	16,8	36,7
Norvegia	6,81	6,83	6,78	7,41	6,97	8,87	0,2	-0,5	8,8	2,2	30,1
Svezia	7,42	7,57	7,52	8,15	8,69	10,28	2,0	1,3	9,8	17,2	38,6
Russia	29,22	29,23	29,25	30,64	31,78	30,14	0,1	0,1	4,9	8,8	3,2
Polonia	3,59	3,66	3,60	3,97	3,81	3,96	2,1	0,4	10,6	6,3	10,4
Repubblica Ceca	25,97	26,00	25,55	29,39	30,14	35,27	0,1	-1,6	13,2	16,1	35,8
Ungheria	203,8	205,5	201,9	228,8	224,9	272,9	0,9	-0,9	12,2	10,3	33,9
DOLLARO USA	95,8	97,2	96,5	104,2	110,5	122,0	-1,4	-0,7	-8,1	-13,3	-21,5

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 14 AL 21/9/ 2004)

P.Ciocca ☎ 06-4702 8431 - paolo.ciocca@bnlmail.com

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 15	Stati Uniti: discorso di Gramlich della Federal Reserve sul petrolio e la politica monetaria
Giovedì 16	Area Euro: il Presidente della BCE Trichet interviene a Francoforte
Lunedì 20	Area Euro: il Presidente della BCE Trichet interviene alla Bundesbank Area Euro: discorso di Issing della BCE sull'euro

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 14	Germania	ZEW	settembre	45,3	38,4
	Regno Unito	CPI	agosto	-0,3% m/m; 1,4% a/a	0,3% m/m; 1,3% a/a
Mercoledì 15	Area Euro	Costo lavoro	2 trimestre	2,5% a/a	2,4% a/a
	Regno Unito	Disoccupazione	agosto	2,7%	2,7%
Giovedì 16	Area Euro	Indice prezzi al consumo	agosto	-0,2% m/m; 2,3% a/a	0,2% m/m; 2,3% a/a
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	agosto	-0,4% m/m; 6,6% a/a	-0,3% m/m; 5,7% a/a
Venerdì 17	Area Euro	Produzione industriale destag.	luglio	-0,4% m/m; 2,7% a/a	0,7% m/m; 2,0% a/a
STATI UNITI					
Martedì 14	Stati Uniti	Vendite al dettaglio anticipate	agosto	0,7%	-0,1%
		Bilancia partite correnti	2 trimestre	-144,9B	-158,3B
		Scorte delle imprese	luglio	0,9	0,6
Mercoledì 15	Stati Uniti	Empire Manufacturing	settembre	12,57	20,00
		Produzione industriale	agosto	0,4%	0,5%
		Utilizzazione capacità	agosto	77,1%	77,4%
Giovedì 16	Stati Uniti	Indice dei prezzi al consumo	agosto	-0,1% m/m; 3,0 a/a	0,2% m/m; 2,8% a/a
		Indice dei prezzi al consumo core	agosto	0,1% m/m; 1,8% a/a	0,2% m/m; 2,8% a/a
		Philadelphia Fed.	settembre	28,5	25,0
Venerdì 17	Stati Uniti	Fiducia U. of Michigan	settembre	95,9	96,7