

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

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

Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

f

focus

settimanale del
Servizio Studi BNL

20
2005

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

Brasile

	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	176,9		
Pil pro capite (in US\$)	3.100		
Pil (var. % annua)	0,5	5,2	3,6
Prezzi al consumo (var. % annua)	14,7	6,6	7,1
Cambio real/US\$ (media annua)	3,1	3,0	3,1
Saldo partite correnti (in % Pil)	0,8	2,0	1,3
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's B1	S&P BB-	Fitch BB-
Rating Eca: classe 4			

fonte: EIU, IIFe ns. elaborazioni

*previsioni

- Sebbene in decelerazione rispetto al risultato del 2004, le prospettive dell'economia brasiliana indicano per l'anno in corso la possibilità di una crescita compresa tra il 3 e il 4 per cento. A trainare lo sviluppo continueranno a essere le esportazioni, la cui quota sul Pil brasiliano è triplicata dal 1998 e il 2004.
- Nel corso del 2004 la domanda cinese ha spiegato circa un terzo del cospicuo incremento dei consumi mondiali di petrolio. Per il 2005 si attende un rallentamento nella progressione degli acquisti globali di greggio. Sulle previsioni a più lungo termine inciderà anche lo sviluppo del programma cinese di costituzione entro il 2009 di una riserva strategica di 100 milioni di barili.

In Brasile spinge l'export e frenano i tassi

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

- La crescita dell'economia brasiliana sta lievemente decelerando dopo l'ottima *performance* registrata nel 2004. Responsabile della frenata la politica monetaria restrittiva che vede il tasso guida poco sotto il 20%. L'inflazione è in lieve aumento ma sotto controllo.
- Quest'anno, a trainare la crescita sarà l'andamento positivo dell'export, che potrebbe replicare gli ottimi risultati del 2004, quando il surplus commerciale si mostrò il più elevato in assoluto tra tutti i paesi emergenti ad eccezione di quello della Russia.
- La situazione finanziaria del Brasile appare in miglioramento. Il debito estero quest'anno non dovrebbe superare di molto il 30% del Pil. Il debito a breve è pari a meno del 10% del totale. In aumento anche le riserve internazionali.

L'economia brasiliana, dopo il brillante risultato del 2004, con una crescita del prodotto interno lordo poco superiore al 5%, sta ora leggermente decelerando. La stretta monetaria, che ha portato ad aprire il tasso Celic di riferimento poco al di sotto del 20% (dal 16% del settembre scorso), sta facendo sentire i suoi effetti sul ciclo mentre l'inflazione è ancora lievemente al di sopra del target programmato. Tuttavia, anche per il 2005 si prevede una crescita compresa tra il 3 e il 4%. Gli effetti della ripresa economica in Brasile si fanno sentire anche sul mercato immobiliare. Già nel 2004, i prezzi delle case erano risaliti sensibilmente: le quotazioni alla vendita del settore residenziale nuovo sono cresciute in media del 22% rispetto al 2003 nei grandi agglomerati urbani come quello di San Paolo (circa 20 milioni di abitanti) senza comunque tornare ai livelli pre-crisi (1998). Negli ultimi mesi si è assistito a una sorta di corsa a nuove iniziative, tanto che nel febbraio scorso è entrato in vigore il nuovo piano regolatore di San Paolo.

Brasile			
	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	176,9		
Pil pro capite (in US\$)	3.100		
Pil (var. % annua)	0,5	5,2	3,6
Prezzi al consumo (var. % annua)	14,7	6,6	7,1
Cambio real/US\$ (media annua)	3,1	3,0	3,1
Saldo partite correnti (in % Pil)	0,8	2,0	1,3
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's B1	S&P BB-	Fitch BB-
Rating Eca: classe 4			
fonte: EIU, IIFe ns. elaborazioni			
*previsioni			

A trainare la crescita anche nel 2005 sarà soprattutto l'andamento positivo dell'export, che dopo aver registrato nel 2004 un incremento in valore superiore al 30%, quest'anno potrebbe replicare l'ottima precedente *performance*. Il surplus commerciale è previsto superare quello dello scorso anno (34 miliardi di dollari) quando si mostrò il più elevato in

assoluto tra tutti i paesi emergenti ad eccezione di quello della Russia. Il surplus di parte corrente, dopo il 2% registrato nel 2004, dovrebbe mantenersi ancora ampiamente positivo. Il debito pubblico, che nel 2004 si era ridotto per la prima volta dall'inizio degli anni 90, dovrebbe ancora migliorare, anche ad effetto di un cospicuo surplus primario che nel 2005 potrebbe raggiungere il 4,5% del Pil. Sta per essere avviato un ampio piano di privatizzazioni. Anche la domanda interna dovrebbe fornire un cospicuo contributo alla crescita. I consumi privati e gli investimenti sono previsti aumentare rispettivamente del 2 e del 7% in media d'anno. Le importazioni, anche a causa del persistere degli elevati corsi del petrolio, dovrebbero registrare un incremento di oltre il 25%, lievemente inferiore a quello registrato l'anno prima.

Le autorità monetarie non hanno escluso la possibilità di eventuali ulteriori rialzi del tasso Celic qualora l'inflazione dovesse mantenersi molto al di sopra del tetto programmato. Il rafforzamento dell'economia e il giudizio positivo fornito alle politiche economiche del governo hanno indotto di recente le maggiori agenzie internazionali a migliorare il *rating* sul debito in valuta a lungo termine del Brasile. Lo *spread* tra i titoli brasiliani e i *benchmark* statunitensi è attualmente intorno a 420 punti base, in linea con quello della media dell'area latino-americana.

I tassi elevati, insieme alla debolezza del dollaro, dovrebbero contribuire a sostenere il *real*. Il rilancio del *made in Brazil* costituirà nell'anno in corso un punto fondamentale della politica economica del paese. Il Brasile sta infatti rapidamente incrementando il proprio peso nel mercato globale. Tra il 1998 e il 2004, la quota delle esportazioni sul Pil è quasi triplicata, passando dal 6,5 a circa il 17%. I paesi asiatici, e in particolare Cina e India, sono divenuti l'obiettivo di un'azione mirata del governo e delle imprese brasiliane, che puntano a una fascia crescente di possibili consumatori, stimata in quell'area intorno ai 400 milioni di unità. Nel 2004, l'export del Brasile verso la Cina è aumentato di circa il 30%. Le esportazioni brasiliane si sono andate peraltro assai diversificando negli anni. I prodotti manufatti rappresentano attualmente circa i tre quarti del totale delle esportazioni, mentre minerali di ferro e soia costituiscono le principali *commodities* vendute. Determinanti ai fini dello sviluppo nel prossimo futuro saranno anche le scelte commerciali del Brasile in merito alla costituenda area di libero scambio delle Americhe, un progetto che gli Stati Uniti vorrebbero concretizzare al più presto. Il successo ottenuto da Lula al primo *round* delle elezioni municipali di ottobre potrà favorire il completamento del programma di riforme contenuto nell'agenda governativa. In particolare, le due importanti riforme strutturali di recente approvate, delle pensioni e del fisco, potranno anch'esse contribuire a incentivare la crescita. La riforma delle pensioni porterà peraltro benefici significativi al bilancio pubblico. Il rapporto deficit/Pil è stimato mantenersi anche quest'anno intorno al 3%, dal 5% del 2003. La situazione finanziaria del Brasile appare in miglioramento. Nel 2005, il debito estero non dovrebbe superare di molto il 30% del Pil. Il debito a breve sarebbe pari a meno del 10% del totale. Il servizio del debito, ancorché piuttosto elevato (40% del totale delle esportazioni), è in decelerazione. Le riserve internazionali dovrebbero superare i 65 miliardi di dollari e coprire oltre 8 mesi di importazioni.

Un futuro con meno petrolio?

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

- **Nel corso del 2005 la domanda mondiale di petrolio dovrebbe crescere a ritmi più contenuti rispetto all'anno precedente. Sullo scenario mondiale nel recente passato ha pesato soprattutto la domanda cinese tesa ad alimentare la crescita economica e a costituire uno stock di riserve strategiche sul modello statunitense.**
- **In Italia il 2005 si è aperto con una flessione della domanda di prodotti petroliferi che prosegue la tendenza del 2004. La riduzione dei consumi si è riflessa in una contrazione dell'attività delle raffinerie, ma non in una diminuzione delle importazioni, che nel bimestre gennaio-febbraio sono invece cresciute del 3,7%.**
- **Tra i principali paesi che forniscono greggio all'Italia, la Russia cede il primato alla Libia, mentre salgono le quote di Arabia Saudita e Iran.**

Dopo la crescita registrata nel 2004, nell'anno in corso la domanda mondiale di petrolio, secondo stime dell'Aie (confortate da analoghe conclusioni raggiunte dall'Opec) dovrebbe registrare un rallentamento (+2,2% rispetto al 2004 quando era stata pari a +3,5% a/a). A fronte di un aumento della produzione complessiva (Opec e non), ciò determinerebbe una crescita delle scorte mondiali di greggio; in effetti, già il dato di metà maggio relativo agli Stati Uniti rileva un picco nel valore delle scorte (pari a 334 milioni di barili) che non veniva raggiunto dal maggio 1999. Ciò ha favorito una stabilizzazione del prezzo del greggio intorno ai 48 dollari il barile, un valore ritenuto adeguato da parte dei paesi Opec che in più occasioni hanno dichiarato di preferire una fascia di oscillazione più o meno stabile tra i 30 e i 50 dollari il barile a prezzi più elevati ma instabili. Il riferimento è alla situazione che si è realizzata nel corso del 2004 quando, a fronte di un prezzo medio annuo pari a 38,2\$ il barile (per la qualità Brent), si è registrato un valore medio mensile massimo pari a 49,74\$ il barile a ottobre e uno minimo pari a 30,79\$ il barile a febbraio.

Le ragioni del sensibile aumento del prezzo rispetto all'anno precedente (circa 10\$ il barile) sono molteplici; tra le principali vi è il livello molto basso registrato dalla capacità produttiva inutilizzata, e determinato in larga misura dalla scarsità di investimenti internazionali sia nelle fasi di produzione e distribuzione sia in quelle di ricerca e perforazione. Questo fattore, però, caratterizza lo scenario petrolifero da alcuni anni; l'elemento nuovo è invece la recente crescita della domanda cinese.

La Cina, infatti, è divenuta un importatore netto di petrolio a partire dal 1993, e da allora le sue importazioni di petrolio sono aumentate del 357%, ma il picco è stato raggiunto nel 2004 quando, per la prima volta, la domanda di petrolio è cresciuta a un ritmo doppio rispetto a quello del Pil (di per sé, com'è noto, già sostenuto). Oggi viene importato il 45% del fabbisogno cinese di petrolio, e le previsioni parlano di ulteriori incrementi nei prossimi anni. Il petrolio, infatti, oltre a sostenere la crescita dell'economia (soprattutto attraverso la generazione di elettricità) viene utilizzato dal governo cinese per la costituzione di una riserva strategica (sul modello di quella statunitense) che entro il 2009 dovrebbe ammontare a 100 milioni di barili.

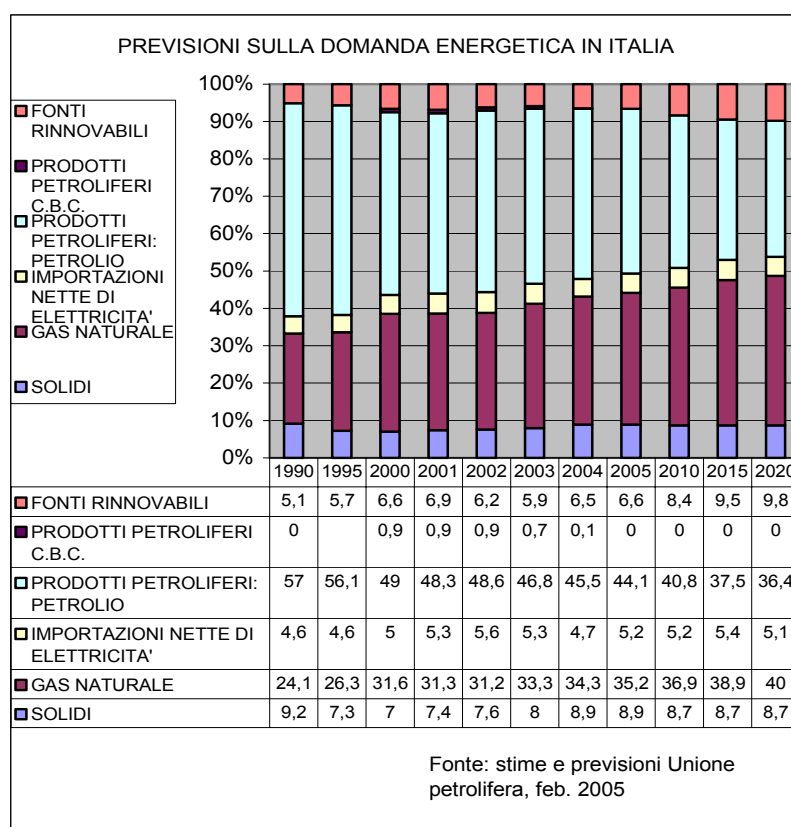
Oggi gran parte del petrolio importato in Cina proviene dall'area mediorientale, ma il paese, come del resto anche l'India e altri paesi asiatici emergenti, è alla ricerca di partner alternativi. L'avvio di numerosi accordi di collaborazione e una intensa campagna di investimenti diretti all'estero proprio in campo petrolifero fanno ritenere che nei prossimi anni la pressione della domanda cinese sarà rivolta verso altri produttori, quali il Sudan, Cuba e altri paesi dell'America Latina (tra cui il Perù), il Kazakistan e l'Azerbaijan.

Nello scenario italiano, nel 2004 i consumi petroliferi hanno mostrato invece un andamento in flessione (-3,8% a/a), che si è confermato nei primi mesi del 2005 (-4,2% rispetto allo stesso periodo). La flessione riguarda in particolare la benzina (-10%), che prosegue un trend discendente avviato nel 1999, e il petrolio (anche in questo caso -10%), mentre è risultato in crescita il consumo di gasolio da riscaldamento.

La flessione dei consumi non si è riflessa in un analogo andamento delle importazioni, che nello stesso periodo hanno infatti registrato un aumento del 3,7%. Tra i principali fornitori di greggio del nostro paese si affermano sempre più Arabia Saudita, Iran (che insieme coprono circa il 29,9% del totale delle importazioni) e Libia (+22,9%), mentre risultano in flessione le importazioni provenienti dalla Russia. In tal modo, la Libia guadagna la

posizione di principale fornitore di greggio all'Italia, precedendo la Russia (che detiene una quota di mercato comunque consistente e pari al 18,3%) seguono poi Arabia Saudita e Iran. L'importanza dei flussi petroliferi provenienti dalla Russia è un fenomeno relativamente recente: all'inizio degli anni Novanta, infatti, il complesso dei paesi dell'ex Unione sovietica copriva solo l'8,2% del totale delle importazioni italiane di greggio; il 90% circa veniva coperto dai paesi africani e da quelli dell'area mediorientale. Il peso della Russia è poi andato crescendo nel tempo: a partire dal 1995 questo paese ha guadagnato quote sul mercato italiano fino a divenire il principale fornitore. Nello stesso periodo è invece divenuto del tutto marginale il ruolo delle importazioni provenienti dagli altri paesi europei.

Alla flessione dei consumi registrata nel primo bimestre dell'anno ha fatto riscontro un marcato rallentamento dell'attività di raffinazione (-5,1% a/a), che ha riguardato tutti le tipologie di prodotto (greggio, semilavorati esteri, additivi). L'utilizzo degli impianti, in tal modo, non ha superato l'86% della capacità totale. Nonostante questo dato, risultano tuttavia in crescita le esportazioni di prodotti semilavorati e finiti (+9,2% a/a a gennaio).



L'andamento della domanda di prodotti petroliferi in Italia sembra conforme all'ipotesi di graduale riduzione di questa componente energetica nel futuro. Secondo alcune stime prodotte dall'Unione petrolifera, a fine 2005 il peso del petrolio sulla domanda energetica nazionale dovrebbe scendere dall'attuale 45,5% al 44,1%, per poi ridursi ulteriormente al 40,8% entro il 2010 e scendere ancora nel decennio successivo. A beneficiare di tale contrazione sarebbero il gas naturale e le fonti di energia rinnovabili, mentre rimarrebbe stabile la quota di energia elettrica importata.

Famiglie lettoni: i prestiti crescono piu' dei depositi

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

- Dal 1996 la Lettonia registra i tassi di crescita economica più elevati dell'Europa allargata (+8,5% nel 2004), mentre i principali parametri per l'adozione della moneta unica sono già rispettati. Il paese sta così evolvendo da una situazione di partenza relativamente modesta.
- Il quadro positivo si riflette anche nella situazione economica delle famiglie: occupazione e redditi crescenti hanno consentito consumi vivaci, mentre consistenti finanziamenti bancari sostengono i nuclei familiari nell'accesso alla proprietà privata delle abitazioni che spesso provengono dal processo di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico.

Con una crescita economica dell'8,5% nel 2004 la Lettonia si conferma il paese con il più elevato tasso di sviluppo tra i membri dell'Ue-25. Tale dato conferma la brillante *performance* del paese che dal 1996 registra quasi costantemente (ad eccezione del 1999) una crescita economica superiore a quella del resto d'Europa. Tale andamento, secondo la Commissione Europea, dovrebbe confermarsi anche per il periodo 2005-2006 (+7,2% e +6,9% rispettivamente). La fase espansiva è sostenuta prevalentemente dalla vivacità dei consumi privati (+9,9% a/a nel 2004) e degli investimenti (+19,3% a/a).

La Lettonia inoltre ha già raggiunto i valori richiesti dall'Accordo di Maastricht per partecipare pienamente all'Unione monetaria, passo previsto comunque non prima del 2008.

L'elevata crescita degli anni passati ha contribuito a ridurre gradualmente il tasso di disoccupazione del paese, sceso nel 2004 al di sotto delle due cifre (9,8%), e a migliorare leggermente quello di occupazione. Il Pil pro capite, anche se ancora inferiore (€9.610 ppp nel 2003) a quello degli altri paesi di recente ingresso nella Ue risulta, comunque, cresciuto a un ritmo annuo pari al 9,6% dall'inizio del millennio, mentre le retribuzioni medie per addetto sono aumentate solo nel 2004 di oltre il 16%. E' comunque da precisare che gli elevati tassi di crescita delle diverse variabili macroeconomiche scontano un livello di partenza molto basso.

In Lettonia infine, la struttura del Pil risulta in linea con quella dei paesi industrializzati: con il contributo del settore dei servizi che supera il 70% mentre il manifatturiero si ferma al 14%. Riflessi del positivo quadro macroeconomico si sono avuti nella forte crescita del credito bancario verso tutti i settori, tanto che l'incidenza dei prestiti sul Pil ha raggiunto circa il 70%. In particolare, la crescita di quelli erogati alle famiglie (+74% a/a a marzo) ha determinato un aumento dell'incidenza dei prestiti ai nuclei familiari sul Pil di oltre 12 p.p. rispetto al 2000 (dal 3,4% all'attuale 15,6%).

Per ben quattro banche (su un totale di 23) l'esposizione verso le famiglie supera il 20% delle attività e l'allocazione del portafoglio del complesso delle istituzioni creditizie risulta molto simile a quella delle banche operanti nell'area euro, dove i prestiti ai nuclei familiari superano quelli alle società non finanziarie.

Nel complesso, l'andamento dei prestiti alle famiglie è stato guidato dalla richiesta di mutui ipotecari (+82% a/a a marzo) erogati per circa la metà in dollari, valuta solitamente utilizzata nelle contrattazioni del mercato immobiliare grazie alla relativa stabilità del cambio della moneta locale rispetto al dollaro (grazie al peg che fino al 2004 ha legato la valuta locale ai Diritti Speciali di Prelievo – Special Drawing Rights).

Le famiglie lettoni sono indebitate prevalentemente a tassi variabili, di recente ciò ha creato timori legati al possibile prossimo aumento dei tassi. Per ovviare a tale rischio gli istituti di credito hanno cominciato a offrire la possibilità di ricontrattare durata e valuta dei prestiti in cambio del pagamento di una commissione. In tal modo la quota dei finanziamenti alle famiglie in euro sta lentamente crescendo parallelamente alla riduzione di quella in dollari e in lat.

Nel complesso, nonostante il consistente aumento delle passività delle famiglie lettoni la quota di pagamenti per interessi passivi rispetto al Pil rimane molto contenuta (0,8%). Infatti, il finanziamento alle famiglie e in particolare quello per mutui fondiari, è un fenomeno che si è sviluppato solo in concomitanza all'avvio del processo di privatizzazione (iniziato nel 1991 e attualmente in fase di ultimazione) e di rinnovamento del patrimonio immobiliare del paese. La quasi totalità degli edifici esistenti in Lettonia (98% circa) è piuttosto vecchia: per un terzo risale infatti agli anni precedenti la seconda guerra mondiale

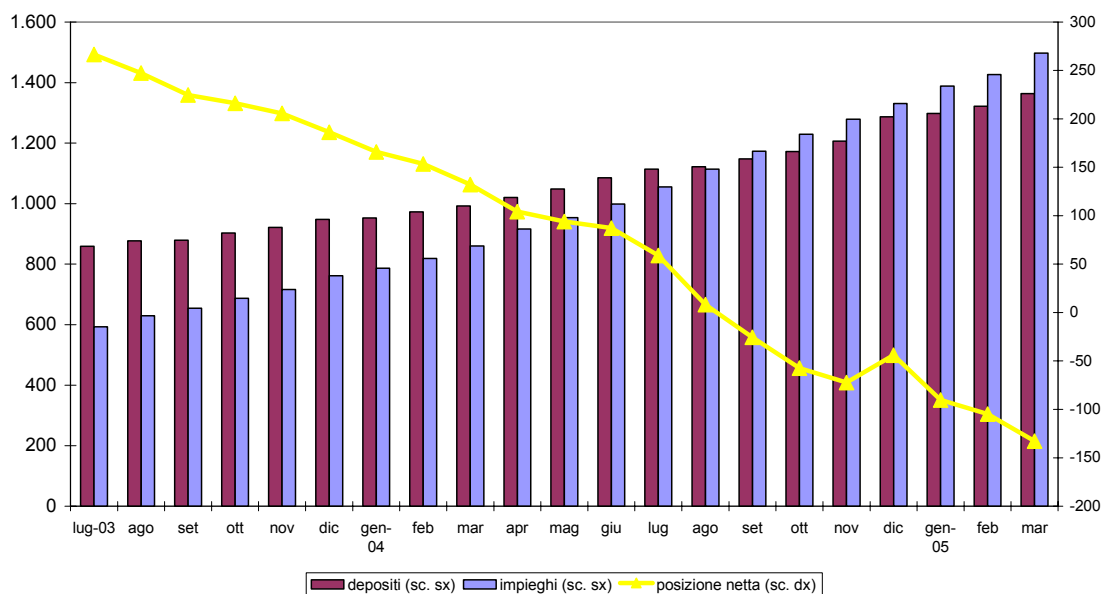
(1945) e per due terzi al periodo sovietico (1945-1991) e si tratta spesso di abitazioni prive di servizi essenziali.

Con l'avanzare delle dismissioni del patrimonio edilizio pubblico i sussidi statali sono stati ridotti e attualmente sono limitati alle categorie sociali più deboli. Ciononostante, il risparmio privato per l'acquisto dell'abitazione è ancora la fonte principale di finanziamento anche se esistono numerosi vincoli per poter accedere a un mutuo bancario. Infatti, solo recentemente l'offerta si è ampliata a finanziamenti con durate fino 20 e 40 anni (in precedenza erano molto più brevi) e la quota di capitale proprio necessaria all'acquisto è stata ridotta dal 30-40% al 10-20%.

In generale, diversi indicatori del sistema finanziario lettone denotano un mercato con ampie possibilità di sviluppo: gli sportelli bancari sono poco più di 200 per circa 2,3 milioni di abitanti (con una densità inferiore a 90 sportelli per ogni milione di abitanti), i sistemi di pagamento elettronici sono ancora poco diffusi e la capitalizzazione di borsa è al di sotto del 10% del Pil.

Dal lato delle attività finanziarie delle famiglie è da segnalare che la percezione di un relativo benessere ha determinato un rallentamento del tasso di crescita dei depositi che, comunque, rimane elevato (+37,5% a marzo). Tuttavia, il diverso ritmo di crescita delle attività finanziarie rispetto alle passività sta determinando, dalla metà dello scorso anno, un peggioramento della situazione finanziaria netta del settore.

LETTONIA: IMPIEGHI E DEPOSITI DELLE FAMIGLIE
consistenze in milioni di lat



Fonte: Banca centrale lettone

Diversificazione da appiattimento

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

L'evoluzione dello scenario macroeconomico contribuisce in modo determinante ad allentare la pressione sui tassi d'interesse, dando così maggior respiro ai mercati azionari e migliorandone le prospettive di lungo periodo.

Gli indici potranno avvalersi della spinta propulsiva in arrivo dalla nuova struttura dei multipli e dei price earnings, che ha ritrovato le condizioni ottimali per rilanciare i listini azionari.

I prezzi medi delle quotazioni a Wall Street scontano abbondantemente il rallentamento della crescita e le minacce inflattive riposizionandosi sui livelli più favorevoli del decennio (cfr. grafico) e aprendo gli orizzonti dei listini a nuovi spazi di rivalutazione.

Il rilancio richiede comunque tempo e il passaggio attraverso una fase lenta di maturazione dei nuovi equilibri. Il fondo maturo per una nuova stagione rialzista non preclude cioè a preparativi dal tono ribassista, utili a stabilizzare la base su cui ripartire ed impostare la ripresa.

Indicatori più nervosi e sensibili segnalano infatti il perdurare di azioni di disturbo e la presenza di residui speculativi e ad alta volatilità che suggeriscono il mantenimento di un approccio ancora prudente ed attendista.

La linea di fondo ben definita necessita quindi di un segnale di esaurimento dell'attuale fase di accumulazione per consolidare le posizioni e verificarne la tenuta. La stagione delle trimestrali statunitensi era strategica e si è conclusa con risultati di gran lunga superiori alle aspettative della vigilia, con margini e profitti (crescita media del 15%) che confermano la ripresa del mood e la sostanziale solidità della struttura della Corporate America, al di là delle piccole strategie di stime ribassate in partenza. A undici mesi dall'avvio della stretta monetaria Usa, le nuove pressioni – moniti di Greenspan, bolle immobiliari, dei loans e dei derivati – volte ad allentare e magari traslare il trend di rialzo dei tassi d'interesse a lunga portano ad esaltare il mercato obbligazionario americano che assiste così ad una contrazione rilevante dei rendimenti sulla parte decennale della curva (T-Bond). Sotto la spinta della domanda di India e Cina, continua poi inalterata l'elevata pressione delle quotazioni delle materie prime, soprattutto a matrice energetica, che rischia di inibire la crescita globale.

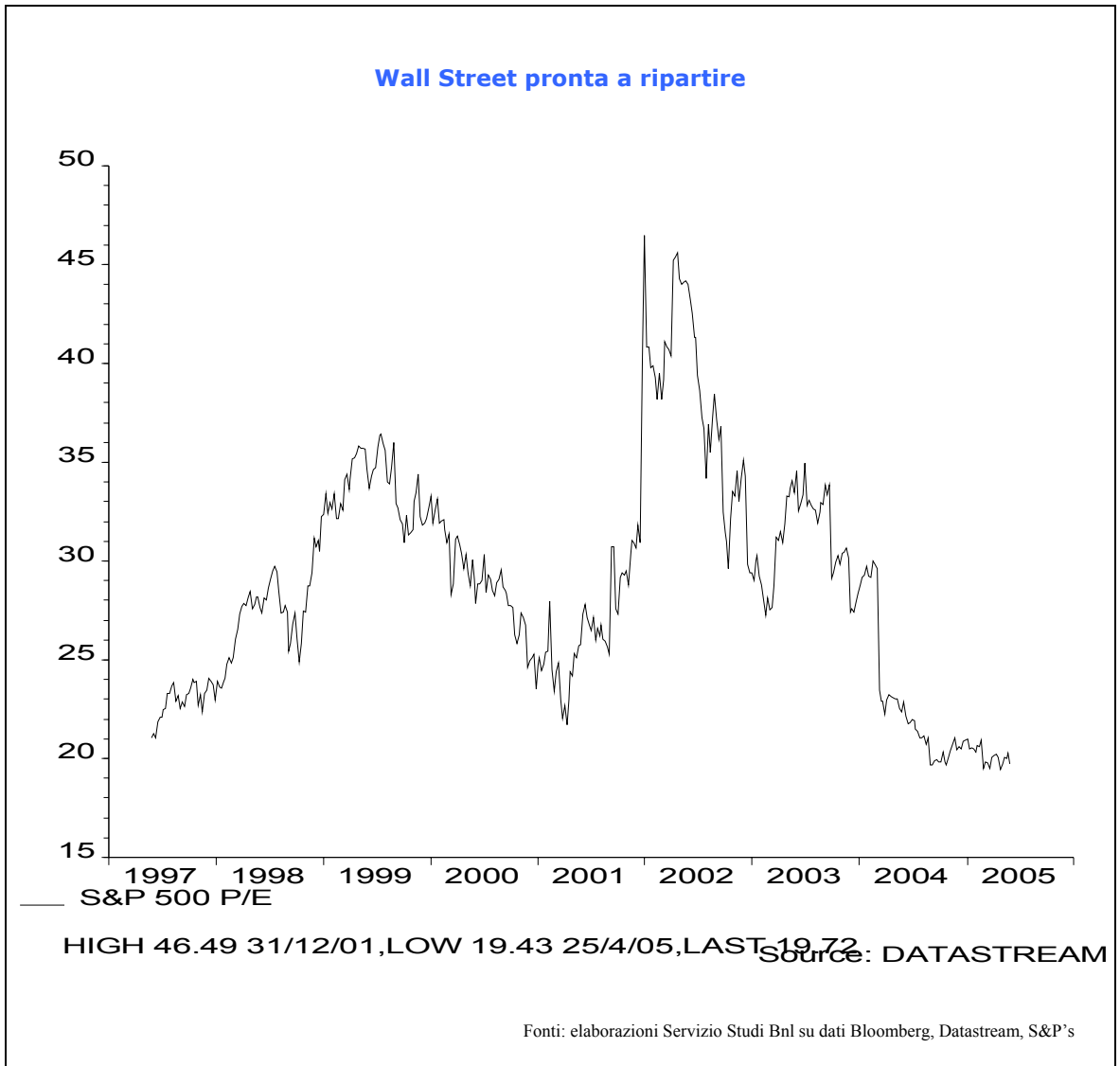
In questa fase, sono i titoli azionari "value" ad essere penalizzati. Infatti, l'andamento comparato dei listini nelle ultime settimane segnala un evidente vantaggio dei settori ad alta tecnologia, rappresentati dal Nasdaq, sui titoli cosiddetti value più tradizionali riuniti in panieri come S&P' s e Dow Jones. La forza relativa delle azioni growth si esprime poi con maggior vigore in fasi crescenti del ciclo, proprio a causa della leva del "beta" che tende invece a destabilizzare i listini in fase opposte con maggior apporto di volatilità e speculazione accodata (hedge funds in particolare).

Dopo aver perso da inizio anno posizioni rilevanti sulla scia della pesantezza dei multipli, il Nasdaq e l'intero settore tecnologico beneficeranno delle massicce politiche di riduzione dei costi e ai processi di consolidamento e M&A. E nonostante ad oggi il premio al rischio sia ancora elevato per investitori dal profilo prudente, i titoli tecnologici risultano poco costosi sul lungo termine, in grado cioè di garantire comunque performance in linea con il mercato.

Si tratta di un settore ad alta crescita e con una ciclicità interna dipendente sia dal tasso di utilizzo della capacità produttiva che dal tasso d'innovazione tecnologica.

Quindi, a fronte di un eccesso di capacità produttiva, spesso troviamo violente riduzioni dei prezzi in borsa, come registrato poi nelle ultime settimane a Wall Street. Ciò amplia il ventaglio delle occasioni di ingresso sui listini, rispettando il timing a livelli competitivi e non certo tirati, soprattutto quando la speculazione al ribasso decide come adesso di allentare la morsa e non influire sulle dinamiche di mercato. Appare poi esaurito l'ultimo influente driver ribassista, quello di natura tecnico speculativa nato dal declassamento dei titoli General Motors.

Avendone ormai circoscritto il perimetro di azione e scongiurato il contagio all'intera curva dei rendimenti, il domino innescato da GM si è chiuso con una catena di dietrofront nella filiera operativa degli hedge funds abituati ad investire massicciamente in bond. I nuovi standard hanno imposto una revisione radicale delle strategie di hedging ribaltando completamente le posizioni di copertura aperte. Quindi, la contemporanea chiusura degli scoperti ha alterato i normali equilibri di mercato a favore di una tenuta maggiore dei listini che infatti hanno saputo assorbire il colpo del declassamento e trasformarlo in slancio attivo.



La maggior pulizia di posizioni speculative aperte ritrova una sua funzione equilibratrice, portando una sensibile riduzione dell'instabilità. Il tasso di volatilità resta invece ancora sostenuto e alimentato dai dubbi di tenuta del trend in atto, chiamato ad importanti test proprio nelle prossime sedute. Nella ricerca della base di consolidamento, il trend tende ad appiattirsi ed esaurire gli scambi. Auspicabile quindi il ricorso ad una maggiore diversificazione proprio per far fronte al crescente rischio sistemico dovuto all'appiattimento delle contrattazioni e delle opportunità.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **Pur in decelerazione, l'economia statunitense conferma un ritmo di crescita sostenuto e vicino al suo potenziale di lungo periodo. E' quindi probabile che la Fed prosegua la manovra di graduale rialzo del tasso di riferimento. Non si può escludere una pausa di riflessione dopo l'estate sulla scia del rallentamento congiunturale e di un'evoluzione moderata del profilo inflazionistico.**
- **Nell'area dell'euro l'evoluzione economica rimane debole e incerta e fa supporre che difficilmente la Bce troverà spunti per un aumento del saggio guida, seppure modesto, entro fine 2005.**

La revisione del Pil statunitense del primo trimestre del 2005 ha evidenziato una dinamica di crescita più sostenuta di quella emersa dalla prima stima, ma in rallentamento rispetto al 2004 verso un ritmo di sviluppo in linea con il potenziale di lungo periodo del paese.

Guardando alle variazioni trimestrali annualizzate il Pil di gennaio-marzo 2005 è aumentato del 3,5%, dal 3,1% precedentemente stimato, e corrisponde a un incremento tendenziale del 3,7%. La dinamica è in rallentamento rispetto all'ultimo trimestre del 2004 quando il Pil aumentava del 3,8% trimestrale annualizzato e del 3,9% tendenziale. Scorte e canale estero sono state le due voci che hanno subito i ritocchi più consistenti.

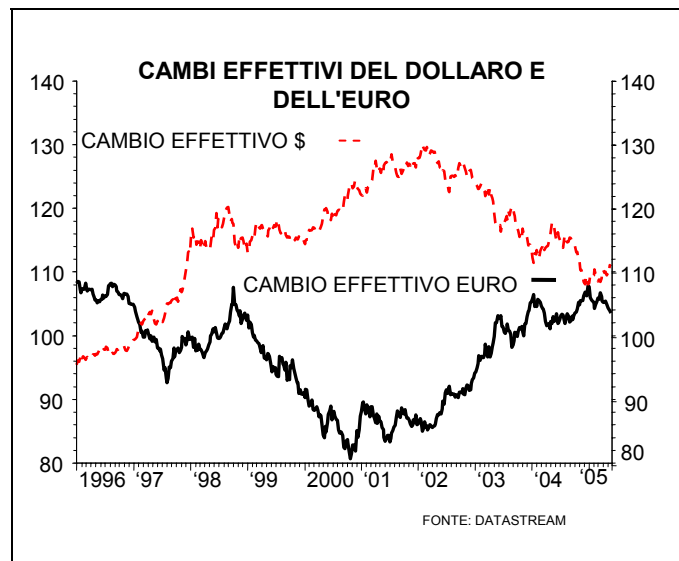
Il grosso della revisione al rialzo è dipeso dal ridimensionamento del contributo netto dall'estero, negativo del -0,67%, che è stato pressoché dimezzato rispetto a quello comunicato con la prima stima. Leggermente migliori sono risultati i consumi in aumento del 3,6% trimestrale annualizzato, invece del 3,5% della stima precedente. Per contro, l'accumulo di scorte è stato corretto al ribasso e il contributo al Pil è sceso allo 0,8%.

In prospettiva, il buon andamento sia del reddito personale sia della spesa delle famiglie in aprile e nel primo quadrimestre del 2005 favoriranno la tenuta dei consumi, anche se la fiducia delle famiglie non è migliorata secondo l'indice dell'Università del Michigan che in maggio ha messo a segno il quinto calo consecutivo.

Gli investimenti aziendali, che nel primo trimestre del 2005 sono aumentati del 3,5% trimestrale annualizzato (meno del 4,7% ipotizzato nella prima stima del Pil e del 14,5% del quarto trimestre del 2004), dovrebbero essere favoriti dalla tenuta degli ordini. In particolare, gli "ordini di beni durevoli" sono aumentati dell'1,9% congiunturale in aprile e gli "ordini di beni capitali esclusa difesa e aerei" hanno messo a segno un incremento dell'1,6% sul mese precedente.

L'evoluzione economica potrebbe quindi proseguire su ritmi di sviluppo in grado di confermare la velocità potenziale, portando l'incremento del Pil intorno al 3,5% nel 2005 dal 4,4% del 2004. L'indice dei prezzi cui guarda la Riserva Federale con particolare attenzione – il deflatore dei consumi – ha confermato in aprile (0,4% m/m e 2,7% a/a) segnali di attenzione che riflettono il crescendo di pressioni esercitate dai corsi petroliferi nei mesi precedenti. Ma l'inflazione può essere considerata sotto controllo in un'ottica di medio periodo; lo stesso indice al netto di alimentari ed energetici ha rallentato in aprile all'1,6% a/a dal precedente 1,7%. E' quindi probabile che la Riserva Federale prosegua la manovra di graduale rialzo del tasso guida. Non si può escludere una pausa di riflessione dopo l'estate sulla scia del modesto rallentamento e di un'evoluzione moderata del profilo inflazionistico.

In Europa la situazione congiunturale rimane debole e incerta e trova le principali cause negli elevati livelli dei corsi petroliferi e nell'evoluzione del cambio dell'euro. Il peso esercitato da questi elementi su una congiuntura già poco brillante, ha concorso a deprimere il clima di fiducia degli operatori ritardando il consolidamento del ciclo economico. Tassi d'interesse monetari reali prossimi allo zero e profitti elevati rappresentano condizioni di base favorevoli a un miglioramento del processo di accumulazione.



Dal lato dell'offerta, la produzione industriale statunitense ha sorpreso in negativo in aprile evidenziando un cedimento dello 0,2% su marzo, a fronte di aspettative di aumento. Si tratta del primo calo da gennaio 2005, ma anche della più ampia riduzione da settembre 2004. L'accelerazione delle vendite al dettaglio in aprile, congiuntamente con una tendenza al ribasso dei corsi energetici, lascerebbe pensare a una transitorietà della fase di ristagno produttivo. I riflettori sono intanto puntati sulla revisione del Pil del primo trimestre 2005.

Nell'area dell'euro, la dinamica congiunturale rimane fiacca. La produzione industriale di aprile è in calo dello 0,2% congiunturale e dello 0,1% tendenziale con riferimento all'indice corretto per i giorni lavorativi. Nel primo trimestre del 2005 la produzione è aumentata di un modesto 0,8% su base annua, che rappresenta una decelerazione rispetto al risultato archiviato a gennaio-marzo 2004. In rallentamento è anche la dinamica del Pil francese nel primo trimestre del 2005 (0,2% t/t e 1,7% a/a) rispetto alla fine del 2004, determinata da una serie di difficoltà che hanno agito simultaneamente, come tensioni sui corsi petroliferi e apprezzamento dell'euro, frenando lo sviluppo. Alla luce delle nuove evidenze, l'Insee ha ridotto le stime sulla crescita per l'intero 2005 ridimensionandole al 2,1% dal precedente 2,4%. Nemmeno il fatturato e gli ordinativi italiani di marzo sono stati incoraggianti: gli ordinativi hanno infatti sperimentato un calo tendenziale del 3,6%, il più consistente dall'inizio dello scorso anno, e il fatturato del 2,3%.

In Giappone il Pil del primo trimestre del 2005 è stato migliore delle attese ed è aumentato dell'1,3% congiunturale (che corrisponde a un +5,3% trimestrale annualizzato a un +0,9% tendenziale) trainato prevalentemente dalla domanda interna sostenuta sia dai consumi che dagli investimenti. Tuttavia, il deflatore del Pil ha segnato un ulteriore pesante risultato negativo cedendo dell'1,2% tendenziale a gennaio-marzo del 2005. La Banca centrale giapponese ha deciso di consentire un'iniezione di liquidità inferiore all'attuale target che garantisce riserve a disposizione delle banche presso la Banca Centrale (current account deposits) fino a 30.000-35.000 miliardi di yen. La decisione riflette una minore domanda di liquidità da parte del sistema bancario sulla scia di un miglioramento delle sue condizioni e non va interpretata come un abbandono della politica monetaria estremamente espansiva fin qui condotta. Il governatore Fukui ha ribadito che la banca centrale intende riportare in territorio positivo le variazioni tendenziali dell'indice dei prezzi di riferimento – esclusi gli alimentari freschi – per diversi mesi prima di considerare superato il problema deflazione e di abbandonare la politica che mantiene i tassi vicini allo "zero". I positivi dati macroeconomici non sono riusciti a determinare un sensibile rafforzamento dello yen.

Novità non secondarie sono emerse sullo scacchiere valutario asiatico. Le autorità di Hong Kong hanno modificato il regime di cambio della divisa nazionale, consentendone un apprezzamento massimo di 5 centesimi (0,6% rispetto alla parità centrale che corrisponde a 7,80 dollari di Hong Kong per 1 dollaro Usa). Entro cinque settimane sarà consentito anche un deprezzamento di eguale misura. Simultaneamente, gli Usa sono diventati più aggressivi verso la Cina nella richiesta di maggiore flessibilità sul mercato dei cambi, mentre il Congresso americano ha ventilato la possibilità di introdurre elevati dazi sulle importazioni dalla Cina. L'euro ha perso smalto nei confronti del dollaro sulla scia dei poco brillanti dati congiunturali, ma anche delle difficoltà politiche che si profilano in vista del referendum francese del 29 maggio sul trattato costituzionale europeo. Ha pesato negativamente anche la sconfitta elettorale subita dal partito del cancelliere tedesco nel Nord Reno-Vestfalia, in occasione delle elezioni del governo regionale il 22 maggio, e le successive dichiarazioni di Schroeder che intende procedere a elezioni nazionali anticipate.

	dati storici		23/05/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	112,0	103,0	107,6	104,0	104,0
dollaro-euro	1,201	1,301	1,258	1,300	1,310
yen-euro	134,5	134,0	135,4	135,2	136,2
sterlina-euro	0,672	0,690	0,688	0,680	0,700
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,25	2,82	3,29	3,60	3,63
euro	2,09	2,14	2,13	2,25	2,50
yen	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07
sterlina	4,53	4,89	4,87	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,69	4,17	4,06	4,20	4,50
Germania	4,27	3,56	3,34	3,40	3,80
Giappone	1,49	1,38	1,30	1,40	1,50
Italia	4,50	3,68	3,54	3,55	3,95
Gran Bretagna	5,09	4,61	4,36	4,90	4,75

Previsioni sulla crescita economica

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

AREA EURO

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

ITALIA

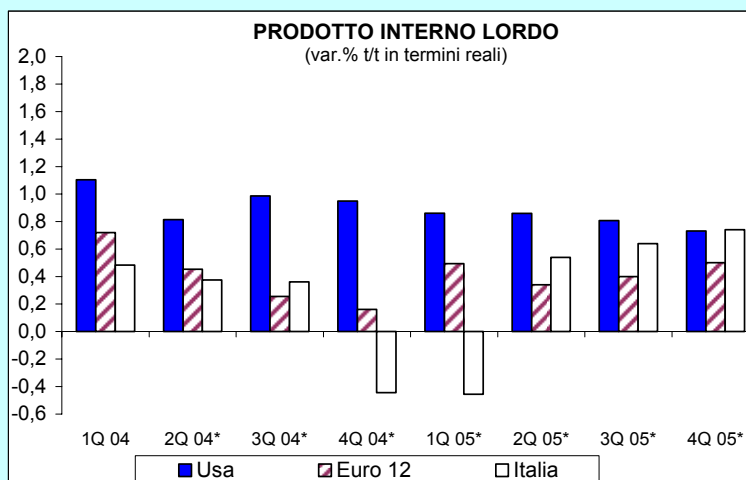
	2003	2004	2005*	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	-0,4	-0,5	0,5	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				2,0	1,5	1,5	-1,8	-1,8	2,2	2,6	3,0
var.% anno su anno	0,4	1,2**	0,4	0,7	1,2	1,2	0,8	-0,2	0,0	0,3	1,5

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

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

* Previsioni

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



Le previsioni sui prezzi

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

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

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

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

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

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il calendario della settimana economica (dal 31/5 al 6/6/2005)

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

Giorno	Eventi
Martedì 31	Area Euro: conferenza stampa di Trichet e Padoa-Schioppa Area Euro: discorso di Fazio all'Assemblea annuale della Banca d'Italia
Giovedì 2	Area Euro: annuncio tassi BCE 🛎 Stati Uniti: discorso di Stern della Federal Reserve
Venerdì 3	Area Euro: intervento di Issino della BCE Area Euro: intervento di Papademos della BCE Area Euro: Mersch presenta il rapporto annuale Area Euro: intervento di Issing della BCE Stati Uniti: discorso di Gramlich (Conference Board)

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Unione Europea					
Martedì 31	Francia	Indice fiducia consumatori	maggio	-24,0	-29,0
	Germania	Variazione n° disoccupati 🛎 Tasso di disoccupazione	maggio	-79,0 11,8	-81,0 11,8
	Area Euro	M3 ds	aprile	6,5% a/a	6,7% a/a
		Indice fiducia consumatori	maggio	-13	-15
		Indice fiducia economica 🛎	maggio	96,5	96,1
		Prezzi al consumo (flash) 🛎	maggio	2,1% a/a	2,0% a/a
		Indice fiducia industria	maggio	-9,0	-11,0
		Italia	IPCA	maggio	0,8% m/m; 2,2% a/a
Mercoledì 1	Area Euro	PMI (manifatturiero) 🛎	maggio	49,2	48,6
		PIL (2 stima) dest.	I tr. 05	0,2% t/t; 1,6% a/a	0,5% t/t; 1,4% a/a
	Regno Unito	PMI (manifatturiero)	maggio	49,5	49,8
Giovedì 2	Area Euro	Prezzi alla produzione	aprile	0,6% m/m; 4,2% a/a	0,5% m/m; 4,2% a/a
Venerdì 3	Area Euro	PMI (servizi) 🛎	maggio	52,8	52,5
		Vendite al dettaglio	aprile	0,3% m/m	0,2% m/m
Stati Uniti					
Martedì 31	Stati Uniti	PMI (Chicago) 🛎	maggio	65,6	61,8
		Indice fiducia consumatori	maggio	97,7	96,0
Mercoledì 1	Stati Uniti	Indice ISM (manifatturiero) 🛎	maggio	53,3	52,2
Giovedì 2	Stati Uniti	Costo unitario del lavoro ann.	I tr. 05	2,2% t/t	2,0% t/t
		Produttività (escl.agric.) ann.	I tr. 05	2,6% t/t	3,0% t/t
Venerdì 3	Stati Uniti	Indice ISM (non manifatt.)	maggio	61,7	60,0
		Nuovi lavoratori dip. 🛎	maggio	274	185