

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

# focus

## settimanale del Servizio Studi BNL

29  
2005

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



- Tassi di interesse a breve per il momento fermi accompagnano il riavvio autunnale delle economie su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Usa una pausa nella sequenza di rialzi condotta dalla Fed si prospetta anche alla luce di valutare con maggiore precisione gli effetti del recente uragano che ha investito un'area titolare della creazione del 3% del Pil nazionale. Nell'Area dell'euro è il persistente rincaro dei corsi petroliferi ad incidere negativamente sugli scenari di crescita e a suggerire prudenza nella manovra della politica monetaria. Nel Regno Unito le valutazioni dei banchieri centrali si confrontano con i diversi segnali provenienti dai bassi livelli di consumi e dall'alto indebitamento delle famiglie britanniche.

## Il Venezuela cavalca il petrolio

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

- Nel 2005, l'economia del Venezuela dovrebbe proseguire a un ritmo sostenuto, sia pure inferiore rispetto a quello registrato l'anno precedente. Il prodotto interno lordo potrebbe crescere intorno al 7,5%, a fronte di un incremento di circa il 18% segnato nel 2004.
- La ripresa è sospinta da una politica fiscale espansiva. I prezzi elevati del greggio stanno favorendo i conti con l'estero. Il surplus di parte corrente dovrebbe superare quest'anno il 15% del Pil.
- La posizione finanziaria estera del Paese resta soddisfacente. Il debito estero è pari a circa il 30% del Pil mentre le riserve internazionali, pari a oltre 25 miliardi di dollari, coprono circa i due terzi del debito. Il rischio paese misurato in termini di EMBI+ è sceso; attualmente è posizionato intorno ai 450 punti base.

Nel 2005, l'economia venezuelana sta proseguendo nel recupero della grave recessione del 2002-03, che aveva visto il prodotto interno lordo ridursi di oltre il 20%. Dopo una crescita del Pil di circa il 18% registrata nel 2004, quest'anno il paese, grazie soprattutto al permanere delle elevate quotazioni del greggio, sta sperimentando una ulteriore fase positiva del ciclo, sia pure meno dinamica, che dovrebbe portare il prodotto interno lordo ad un aumento di circa il 7,5%. La forte ripresa è sospinta da una politica fiscale e monetaria espansiva, oltre che dagli elevati corsi del petrolio sui mercati internazionali. La domanda interna, dopo aver registrato nel 2004 un incremento in termini reali prossimo al 30%, quest'anno potrebbe segnare un altro aumento del 15%, sospinta dai consumi delle famiglie, ma soprattutto dagli investimenti, che per il secondo anno consecutivo dovrebbero rappresentare la componente più dinamica. L'incremento cumulato degli investimenti nel biennio 2004-05 dovrebbe essere di circa il 90% rispetto ai livelli del 2003. La spesa, ampiamente concentrata nel settore dell'energia, scarseggia invece in altri comparti produttivi, dove il forte intervento dello stato nell'economia scoraggia gli investitori esteri. L'inflazione resta intorno al 20%, sui livelli del 2004 mentre il tasso di disoccupazione ufficiale si mantiene intorno al 12%.

<b>Venezuela</b>			
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005*</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	25,7	26,2	
Pil pro capite (in US\$)	3.300	4.150	
Pil (var. % annua)	-7,7	17,9	7,5
saldo estero c/c (% Pil)	13,7	12,7	15,3
Debito estero (in%Pil)	46,0	35,8	33,6
Prezzi al consumo (var. % annua)	27,0	19,0	20,0
Cambio bolivar/US\$ (media annua)	1600	1890	2100
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's B2	S&P B	Fitch B+
Rating Eca: classe 7			
fonte: IIF e ns. elaborazioni			
*previsioni			

Il deficit pubblico, a causa dei forti introiti da petrolio (pari al 50% delle entrate totali), non dovrebbe superare quest'anno il 2,5% del Pil, da circa il 6% del 2003. Le quotazioni del greggio, previste ancora elevate nel corso di quest'anno e nel 2006, dovrebbero contribuire a ridurre il deficit e favorire il consolidamento del governo Chavez, che potrebbe puntare alla rielezione del 2006 per un mandato di altri sei anni alla guida del paese. Gli elevati corsi del petrolio hanno altresì agevolato una forte espansione della spesa pubblica. Gli introiti da petrolio rappresentano circa il 12% del Pil e le politiche attualmente in atto dal governo riguardano soprattutto il maggior ruolo fatto assumere proprio alla compagnia petrolifera di stato (PDVSA) nella gestione della politica fiscale, attraverso la promozione di finanziamenti all'agricoltura, al settore delle costruzioni e ai programmi sociali. Si stima che la spesa della PDVSA possa raggiungere il 5% nel 2005 (3,5% nel 2004). La PDVSA ha anche siglato negli ultimi mesi importanti accordi di settore con la China National Petroleum Corporation. E' stato altresì creato un polo energetico latino-americano (Petrosur) che dovrebbe avvalersi del greggio venezuelano, delle tecnologie brasiliane e del gas boliviano e argentino.

I prezzi del greggio, che nel 2005 dovrebbero mediamente segnare un incremento compreso tra il 25 e il 30% rispetto al 2004 favoriranno ulteriormente i conti con l'estero e potranno spingere il surplus di parte corrente oltre il 15% del Pil. Le esportazioni di petrolio, da sole, rappresentano l'80% del totale dell'export venezuelano. La valuta venezuelana, che è stimata svalutarsi di circa il 10-12% contro dollaro, potrà anch'essa contribuire a favorire le esportazioni.

La posizione finanziaria del paese appare soddisfacente. Le riserve internazionali sono attualmente posizionate intorno ai 25 miliardi di dollari, equivalenti ad oltre sette mesi di importazioni. Il debito estero non dovrebbe superare nel 2005 il 30% del Pil ed è coperto per circa due terzi dalle stesse riserve internazionali. Il debito a breve è pari a poco più del 15% del totale. Dopo il referendum di un anno fa, sono in parte cessate le turbolenze politiche che avevano investito il paese negli ultimi due anni. Il rischio paese misurato in termini di EMBI+ è sceso; attualmente è posizionato intorno ai 450 punti base, poco al di sotto della media dell'area. Le maggiori agenzie di rating hanno di recente posto un upgrading sul debito estero a lungo termine del paese.

Le prospettive economiche del paese sono strettamente legate alle sorti del prezzo del petrolio. Le carenze strutturali dell'apparato produttivo sono evidenti così come appare forte la presenza dello stato nell'economia. Le prospettive di breve-medio periodo dovrebbero comunque restare buone, in assenza di bruschi shocks al ribasso, peraltro improbabili, delle quotazioni del greggio sui mercati internazionali.

## Bank of England: tra bassi consumi ed alto debito

P. Verduci ☎ 06-47027281 – [paola.verduci@bnlmail.com](mailto:paola.verduci@bnlmail.com)

- **Ad agosto la Bank of England ha tagliato i tassi di riferimento al 4,50%. Il taglio era stato da tempo richiesto dal mercato per rilanciare il manifatturiero e le vendite.**
- **Rimane il dilemma dell'indebitamento delle famiglie, che nel 2004 ha superato i 1.000 mld di sterline e ha raggiunto il 140% del reddito disponibile. Ulteriori tagli dei tassi potrebbero infatti sostenere i deboli consumi ma con il rischio di aumentare sempre più il già elevato indebitamento.**
- **Per le future scelte di politica monetaria si guarda alla ripresa economica e in particolare ai consumi, ma alcuni elementi fanno ritenere che il recente taglio potrebbe essere l'ultimo.**

Il 4 Agosto, in occasione del 100° meeting dall'istituzione del Comitato di politica monetaria nel 1997, la Bank of England ha portato i tassi di riferimento dal 4,75% al 4,50%. Il taglio, il primo in più di due anni, era stato anticipato dai mercati e atteso per rilanciare il manifatturiero e le vendite.

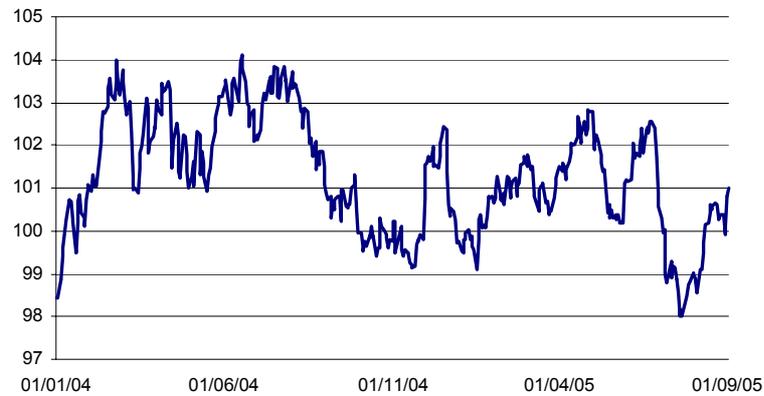
La crescita dell'economia UK per il secondo trimestre 2005 è stata rivista al rialzo (+0,5% congiunturale invece di +0,4%), grazie ad un minor calo della produzione manifatturiera diminuita dello 0,3% invece che dello 0,7%. Il tasso annuale di crescita tendenziale è così passato dall'1,7% all'1,8%. Rimane invece debole la crescita dei consumi con la spesa delle famiglie aumentata nel Q205 solo dello 0,2% (0,1% Q105, era il tasso più basso dalla fine del 2000) e le vendite al dettaglio di luglio mostrano una riduzione dello 0,3% su giugno.

Per le future scelte di politica monetaria sarà cruciale un'effettiva ripresa dell'economia e in particolare della spesa per consumi. Ma il principale dilemma della banca centrale è rappresentato dall'elevato indebitamento delle famiglie, che ha raggiunto nuovi massimi arrivando al 140% del reddito disponibile (110% nel 2000). Se, infatti, da un lato l'elevato indebitamento potrebbe aver rallentato i consumi delle famiglie il cui sostegno porterebbe verso una politica monetaria espansiva, dall'altro, ulteriori tagli potrebbero incoraggiare l'aumento del debito e mettere a dura prova i bilanci delle famiglie quando il ciclo di rialzo dei tassi riprenderà. Anche se la maggior parte del debito è costituito da mutui, la quota dell'indebitamento non garantito (carte di credito, prestiti personali) sul reddito disponibile ha raggiunto il 20%, circa il doppio rispetto a metà degli anni '90. Inoltre, nei confronti intertemporali le indicazioni più preoccupanti riguardano il servizio del debito, che ha raggiunto il 12% del reddito disponibile, livello toccato nei primi anni '90, quando però il tasso di riferimento, al 10,5%, era più del doppio di quello attuale.

In concomitanza con l'aumento dell'indebitamento delle famiglie si è verificata una riduzione del tasso di risparmio, passato da una media del 10% nel periodo 1993-1997 al 5,6% nel 2004. In parte la riduzione del tasso di risparmio è anche attribuibile al concetto di "stabilità dei prezzi", così come descritta da Alan Greenspan: "un contesto in cui l'inflazione è così bassa e stabile da non entrare materialmente nelle decisioni di famiglie e imprese". Le famiglie inglesi sono così abituate a situazioni di bassa inflazione che non sentono più l'esigenza di risparmiare tanto quanto in passato, quando l'inflazione raggiunse una media del 6% nell'intervallo 1980-90.

Tuttavia, alcuni elementi fanno ritenere che il recente taglio potrebbe essere anche l'ultimo: solo 5 sui 9 componenti del Comitato hanno votato a favore del taglio (per la prima volta un Governatore è stato in minoranza); dall'Inflation Report, pubblicato ad agosto, emerge che con i tassi invariati al 4,5%, la previsione centrale della Bank of England per l'inflazione è ancora nel target a due anni (2%), mentre lo stesso sarebbe superato con i tassi abbassati al 4%; a luglio l'inflazione è salita per la prima volta al di sopra del target (2%) al 2,3%, toccando il livello massimo dal 1997, anno di inizio della serie; le previsioni sul Pil della Banca centrale sono per una ripresa nel 2006 grazie ai segnali incoraggianti nei principali mercati di esportazione (nell'area dell'euro è diretto il 50% delle esportazioni UK) e al deprezzamento della sterlina negli ultimi mesi.

**Tasso di cambio effettivo della sterlina**  
(gennaio 2004 - settembre 2005)



Fonte: DATASTREAM

Il tasso di cambio effettivo della sterlina monitorato dalla BoE (Exchange Rate Index) è diminuito del 2,4% dalla fine di giugno alla fine di agosto. Dall'aprile di quest'anno la Bank of England, per misurare l'effetto dei tassi di cambio sugli scambi internazionali, ha adottato un nuovo tasso di cambio effettivo della sterlina, l'Exchange rate Index (ERI), che include i paesi con un peso di almeno l'1% nelle importazioni o esportazioni del Regno Unito. I nuovi paesi introdotti per tenere conto degli attuali scambi commerciali sono la Cina, Hong Kong, la Corea del Sud, Singapore, il Sud Africa e la Turchia.

Il precedente indice era costruito con pesi calcolati dal Fondo monetario internazionale, aggiornati nel 1995 e derivanti dai volumi di scambi in beni manufatti (escluse le commodity) realizzati tra il 1989 e il 1991. A differenza del precedente indice, l'ERI è un tasso di cambio effettivo che tiene conto anche degli scambi di servizi e non più solo di beni manufatti, considera un più ampio numero di paesi, ma soprattutto i pesi attribuiti sono cambiati ogni anno a seconda dell'evolversi dei flussi commerciali.

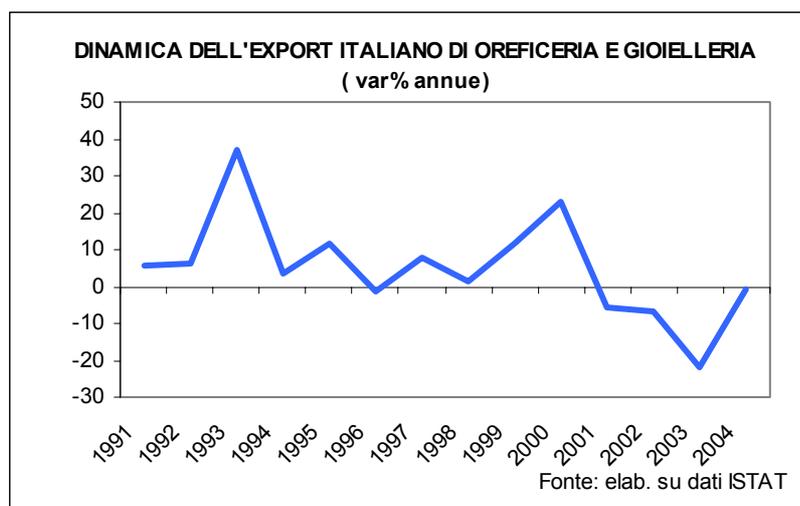
## Industria orafa, partenza brillante

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

- **L'industria orafa italiana ha aperto il 2005 con un sensibile recupero dell'export grazie al traino degli Stati Uniti, primo acquirente di preziosi italiani. In attesa di una verifica di quella che appare più una fluttuazione congiunturale che lo spunto di una solida ripresa, le aziende del settore continuano a fare i conti con la concorrenza estera e la perdita di quote di mercato.**
- **Crescita dimensionale e rafforzamento del marchio appaiono al momento i fattori indispensabili per un recupero di competitività delle aziende orafe italiane.**

L'industria orafa italiana si è lasciata alle spalle un 2004 difficile con la produzione in flessione del 6%, ma in recupero rispetto al pesante cedimento registrato nel 2003 (-17%). Il 2005 sembra aprirsi sotto migliori auspici. Le esportazioni, in marcato calo nella seconda metà del 2004, hanno segnato nei primi due mesi di quest'anno un balzo del +21,1% su base annua. Il risultato, pur restando soddisfacente, potrebbe inserirsi nel quadro delle alterne e fisiologiche fluttuazioni congiunturali del settore che hanno caratterizzato anche il 2004.

L'incremento del primo bimestre è la sintesi di andamenti differenziati fra aree e paesi. Negli Stati Uniti l'aumento delle vendite è risultato pari al 10,4%, in risalita rispetto alla flessione del 18% registrata nell'intero 2004. Nonostante il recente recupero, la domanda di gioielli espressa dal mercato statunitense è apparsa profondamente modificata negli ultimi anni: gli acquisti dall'Italia si sono sensibilmente ridotti a favore dei meno costosi prodotti asiatici e la concorrenza dei paesi emergenti, (Cina, India, Thailandia e Turchia ai primi posti), oltre ad essere sempre più massiccia, si sta allargando anche sul piano dell'offerta. Le fasce di prodotti lanciate sul mercato sono sempre più ampie con articoli di qualità, di fattura mediamente buona e in costante miglioramento. Nonostante la Cina, gli USA restano il principale acquirente di preziosi italiani per un valore che rappresenta più di un quarto dell'export totale orafa nazionale. Alla crescita del mercato statunitense si sono affiancate quelle degli altri due mercati dell'area NAFTA: Messico +24% e Canada +56,4%. Nell'area dell'euro, la debole dinamica dei consumi si è riflessa anche sugli acquisti di prodotti orafi, risultati in calo del 5%. Tra i paesi che hanno accresciuto gli acquisti di gioielli dall'Italia vi sono Portogallo (+6,8%), Spagna (+2%), Germania (+1,2%) e Finlandia. Per contro, hanno registrato ulteriori ridimensionamenti le vendite dirette in Austria (-22,5%), Paesi Bassi (-18,5%), Belgio (-11%), Francia (-9,1%) e Grecia (-8,4%). In espansione, come per tutto il *made in Italy*, è apparso il mercato russo che, con un aumento dell'import di gioielli italiani dell'11,2%, è entrato a far parte dei primi 20 mercati di sbocco del settore.



La Cina sta diventando un mercato da non trascurare anche per il settore orafa. Nel paese asiatico gli acquisti interni di gioielli in oro hanno mostrato una crescita del 13% nel 2004, favoriti sia dall'aumento del reddito sia dalla recente abolizione dell'obbligo di licenza per i commercianti e gli artigiani del settore. Anche gli alti prezzi del platino, metallo molto gradito in Asia, hanno influenzato il mercato, facendo spostare sull'oro una parte della domanda. Non ultimo, ha influito sui consumi l'effetto della moda di cui sta beneficiando soprattutto l'oro a 18 carati in sostituzione di quello a 24 che ha sinora dominato sinora il mercato cinese.

Dal lato delle importazioni, gli acquisti italiani di oreficeria e gioielleria hanno segnato, nel 2004, un aumento del 13,5%. Sino a metà degli anni novanta le importazioni di oggetti preziosi (con l'esclusione degli orologi) riguardavano alcune produzioni ben identificate e assommavano a valori relativamente limitati. Dal 1993, si è assistito a una crescita degli acquisti dall'estero (salvo il rallentamento nel triennio 2001-2003), tanto che l'incidenza del valore dei manufatti di preziosi importati, rispetto al valore delle vendite all'estero, è salita al 23% nel 2004 dal 10% del 1993. Il Belgio (con un aumento di esportazioni in Italia del +9,2%) è il principale venditore di oreficeria in Italia, con una quota del 22,7% del totale dell'import.

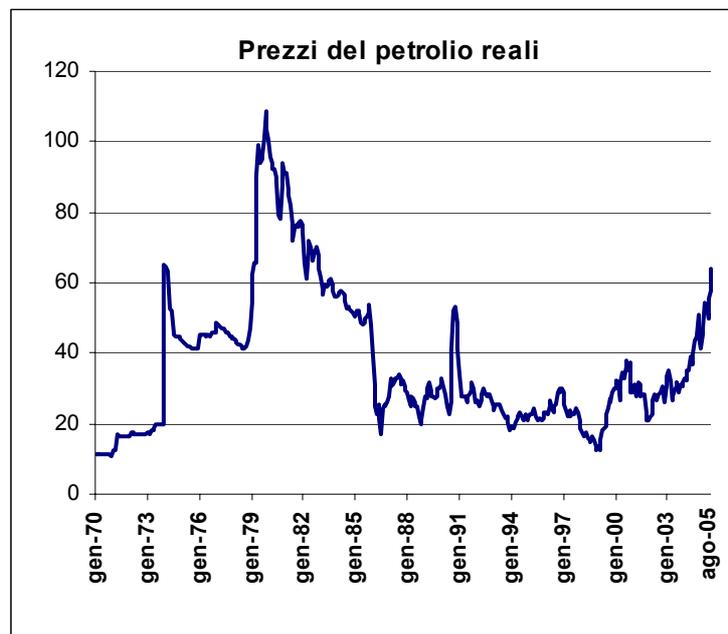
Le ampie oscillazioni mostrate dagli andamenti delle destinazioni all'estero di prodotti orafi sono il sintomo di un debole radicamento delle imprese esportatrici italiane sui mercati stranieri. Un fenomeno che interessa la maggioranza delle piccole imprese, la cui ridotta dimensione economico-finanziaria non consente di mantenere, per effetto dei costi elevati, il necessario controllo sui mercati, in particolare di quelli più "difficili" e lontani. L'internazionalizzazione delle imprese e il mantenimento delle quote di mercato impongono la presenza fisica delle stesse sui mercati (in forma autonoma o consortile). Per queste realizzazioni è necessario un rafforzamento strutturale mediante fusioni, acquisizioni, accordi di vario tipo, più che attraverso le espansioni dimensionali dall'interno, rivelatesi difficoltose a causa della limitata base finanziaria delle imprese. Quello delle aggregazioni, appare al momento la migliore strada percorribile per conseguire quelle economie di scala e di gamma necessarie per rimanere sul mercato. Anche il rafforzamento del marchio si sta rivelando una strategia vincente, come dimostra l'incremento delle vendite superiore alla media registrato dalla gioielleria firmata nel triennio 2001-2003.

## Le previsioni su tassi e cambi

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

- **Lo shock petrolifero è ormai paragonabile a quello degli anni '70, anche se l'impatto su inflazione e crescita potrebbe essere meno oneroso di allora.**
- **La Bce corregge al ribasso le previsioni di crescita, confermando l'ipotesi di invarianza del saggio guida per il resto del 2005 e gran parte del 2006**
- **Negli Usa, sintomi di rallentamento potrebbero consigliare la Fed di interrompere a settembre il graduale aumento dei tassi sui Federal Funds.**

Il mese di agosto è stato caratterizzato da un progressivo e sostenuto aumento delle quotazioni petrolifere. A complicare un bilancio estivo già pesante è intervenuto l'uragano Katrina danneggiando impianti di raffinazione statunitensi che si stima forniscano circa il 10% del potenziale produttivo del paese. L'avvicinarsi dei mesi invernali lascia pensare che per il resto del 2005 i corsi energetici oscilleranno intorno agli attuali elevati livelli o che scenderanno solo di poco in presenza di temperature invernali non troppo rigide. Lo shock attuale è ormai paragonabile a quello degli anni '70 se si confrontano i prezzi petroliferi in termini reali (vedi grafico), anche se la minore dipendenza dei processi produttivi dal petrolio e la disinflazione indotta dal processo di globalizzazione internazionale lasciano prevedere un impatto meno oneroso su crescita e inflazione di quello sperimentato negli anni '70.



Negli Usa gli ultimi dati congiunturali hanno indicato un rallentamento dell'economia, dopo l'accelerazione di inizio estate. Il calo degli ordinativi di luglio ha ridimensionato le aspettative di crescita degli investimenti industriali, che dovrebbero permanere comunque su buoni livelli. La riduzione dell'ISM manifatturiero di agosto ha riportato l'indice su valori più vicini alla media del 2005 fornendo un segnale analogo a quello degli ordinativi industriali. La revisione del Pil del II trimestre è stata caratterizzata da un leggero ribasso.

Dal lato dei consumi, le vendite al dettaglio di luglio indicano aumenti deboli al netto degli acquisti di auto. Il mercato del lavoro ha dato segnali complessivamente positivi in agosto: anche se gli occupati non agricoli sono aumentati meno del previsto (169.000 unità), la revisione al rialzo dei due mesi precedenti ha equilibrato la situazione spingendo la media mensile dei nuovi occupati oltre 190.000 e il tasso di disoccupazione in calo al 4,9%.

A questi segnali va sommato l'impatto dell'uragano Katrina, che al momento è difficile da quantificare. In genere i disastri naturali agiscono sull'economia in due fasi: un iniziale indebolimento viene seguito da un recupero indotto dall'impegno profuso nella ricostruzione e nel ripristino delle infrastrutture danneggiate. La fase di ricostruzione tende a compensare l'iniziale effetto depressivo. L'uragano Katrina va ad influenzare una porzione relativamente contenuta dell'economia nazionale: il Pil di Louisiana, Mississippi e Alabama rappresenta poco più del 3% del Pil americano e l'area di New Orleans è stimata in circa lo 0,4% del reddito personale del paese. L'impatto complessivo sul Pil Usa potrebbe quindi essere contenuto, ma non inesistente. Un'importante ripercussione negativa potrebbe sorgere dalla distruzione di una fetta di offerta energetica nazionale e dal conseguente aumento del prezzo della benzina che, a sua volta, potrebbe variare in funzione del tempo necessario per ripristinare la piena operatività degli impianti e delle raffinerie fuori uso. Supponendo che con qualche settimana di lavoro si riesca a superare l'emergenza, il profilo di crescita del Pil potrebbe risultare più fiacco di quanto prima previsto nel III trimestre del 2005 per poi accelerare tra fine del 2005 e inizio del 2006 confermando complessivamente le previsioni di crescita annua formulate prima della pausa estiva. Tuttavia, maggiori evidenze saranno necessarie prima di poter correttamente stimare gli effetti di questo disastro naturale sull'economia.

A livello di politica monetaria, la necessità di valutare con maggiore precisione l'impatto dell'uragano potrebbe indurre la Fed ad una pausa di riflessione al Fomc del 20 settembre. Supponendo contenute tali ripercussioni, il processo di graduale ritiro dello stimolo monetario potrebbe essere ripreso al meeting del primo novembre con un aumento dei tassi sui Federal Funds di 25 centesimi al 3,75%.

La Banca centrale europea è preoccupata per l'effetto che corsi energetici persistentemente elevati avranno sull'economia dell'area-euro. In occasione della riunione del Consiglio direttivo del 2 settembre 2005, il presidente Jean Claude Trichet ha presentato la revisione dello scenario macroeconomico caratterizzato da un ridimensionamento delle stime di crescita e da un peggioramento delle previsioni sull'inflazione. L'aumento del Pil per il 2005 è stato corretto all'1,3% (pari alla media dell'intervallo 1-1,6%) dall'1,4% (1,1-1,7%) ipotizzato nelle elaborazioni di giugno; per il 2006 la crescita è stata limata all'1,8% (1,3-2,3%) dal 2% (1,5-2,5%). Le pressioni inflazionistiche sono stimate in aumento, seppure ancora contenuto, fino a portare l'incremento dell'indice dei prezzi armonizzati al 2,2% nel 2005 (2,1-2,3%) e all' 1,9% nel 2006 (1,4-2,4%), mentre a giugno 2005 si ipotizzava rispettivamente un 2% (1,8-2,2%) e un 1,5% (0,9-2,1%) per 2005 e 2006. Alla base del peggioramento dello scenario macroeconomico vi è, tra l'altro, una revisione al rialzo delle ipotesi sui corsi petroliferi attesi a 55,3 dollari al barile nella media del 2005 e a 62,8 nel 2006, in sensibile aumento rispetto alle proiezioni sottese allo scenario di giugno con prezzi a 50,6 e a 50,7 rispettivamente nella media 2005 e 2006. Le nuove previsioni ci confermano nell'ipotesi d'invarianza del saggio guida per gran parte del 2006.

	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	05/09/2005	+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	108,8	110,6	109,2	109,0	105,0
dollaro-euro	1,249	1,229	1,252	1,240	1,270
yen-euro	135,9	136,0	136,8	135,2	133,4
sterlina-euro	0,691	0,685	0,680	0,681	0,695
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,08	3,80	3,78	4,00	4,20
euro	2,15	2,13	2,13	2,15	2,40
yen	0,05	0,06	0,06	0,09	0,30
sterlina	4,90	4,59	4,59	4,54	4,56
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,08	4,27	4,03	4,20	4,60
Germania	3,92	3,25	3,05	3,30	3,70
Giappone	1,49	1,40	1,34	1,50	1,70
Italia	4,07	3,45	3,26	3,50	3,90
Gran Bretagna	4,76	4,30	4,15	4,20	4,50

## Previsioni sulla crescita economica

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

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

### PRODOTTO INTERNO LORDO (variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

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

#### AREA EURO

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

#### ITALIA

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

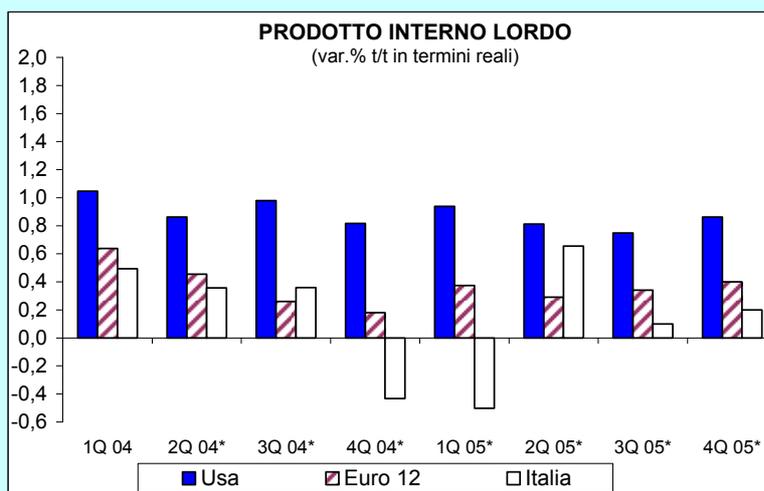
\*\* La media annua del Pil nell'Area dell'Euro e in Italia nel 2004 fa riferimento ai dati grezzi.

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

\* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro)  
a prezzi correnti

Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.601
Italia	1.351



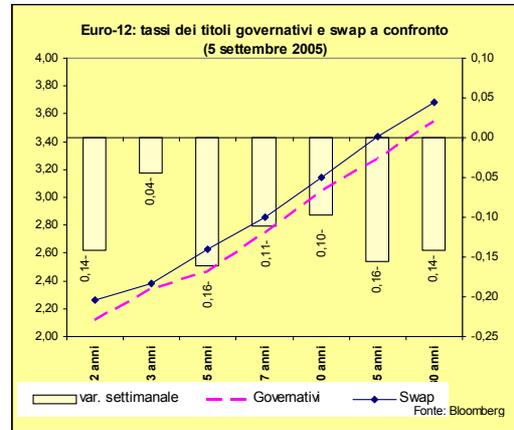
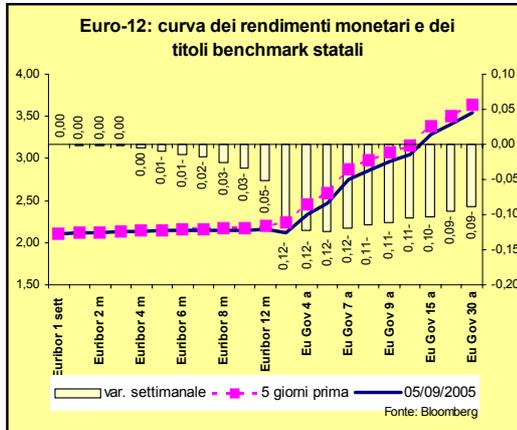
## Le previsioni sui prezzi

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

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
<b>2005</b>	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,3	118,5	118,9	118,9	119,2	118,0
<b>2006</b>	118,9	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121	121,4	121,4	121,8	120,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
<b>2005</b>	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,2
<b>2006</b>	-0,3	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1
<b>2006</b>	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	108,2	108,1	109,2	110,3	110,6	110,6	110,6	110,3	111,0	111,3	111,5	111,8	110,3
<b>2006</b>	110,9	110,7	111,7	112,7	113,0	113,1	113,0	112,7	113,3	113,6	113,8	114,2	112,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	-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
<b>2005</b>	-1,0	-0,1	1,0	1,0	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,3	0,2
<b>2006</b>	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	2,0	2,1	2,0	2,2	2,3	2,1	2,4	2,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2
<b>2006</b>	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	125,6	126	126,4	126,6	127	127,1	127,6	127,8	127,8	127,8	128	128,3	127,2
<b>2006</b>	128,4	128,8	129,2	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>2006</b>	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,0
<b>2006</b>	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni													

## Panorama Tassi & Euro

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

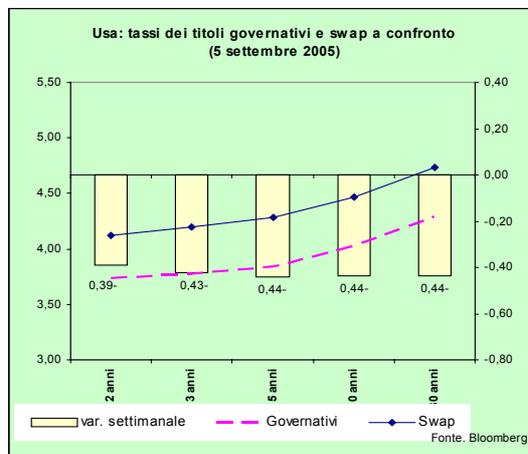
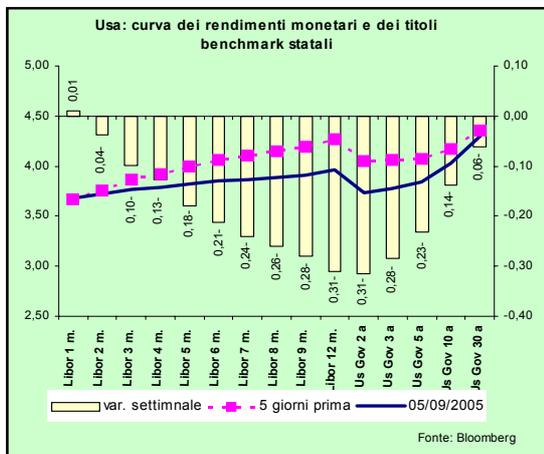


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	2/9/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,254	1,231	1,222	1,217	1,263	1,179	1,9	2,7	3,0	-0,7	6,4
Canada	1,489	1,471	1,480	1,588	1,623	1,800	1,2	0,6	-6,3	-8,3	-17,3
Australia	1,641	1,621	1,598	1,744	1,680	1,910	1,2	2,7	-5,9	-2,3	-14,1
Nuova Zelanda	1,776	1,762	1,776	1,868	1,924	2,223	0,8	0,0	-5,0	-7,7	-20,1
Giappone	137,7	134,9	136,1	133,1	135,1	133,7	2,0	1,2	3,5	1,9	2,9
Argentina	3,653	3,587	3,493	3,648	3,699	1,180	1,8	4,6	0,1	-1,2	209,6
Swizzera	1,544	1,547	1,557	1,534	1,558	1,617	-0,2	-0,8	0,6	-0,9	-4,5
Regno Unito	0,682	0,682	0,689	0,679	0,705	0,711	0,0	-1,1	0,4	-3,3	-4,1
Svezia	9,291	9,329	9,372	9,121	9,080	9,470	-0,4	-0,9	1,9	2,3	-1,9
Danimarca	7,457	7,458	7,460	7,437	7,445	7,450	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1
Norvegia	7,783	7,926	7,847	8,348	8,414	8,855	-1,8	-0,8	-6,8	-7,5	-12,1
Cipro	0,573	0,573	0,574	0,577	0,586	0,582	0,0	-0,1	-0,8	-2,3	-1,6
Repubblica Ceca	29,29	29,63	30,01	31,74	32,41	35,11	-1,2	-2,4	-7,7	-9,6	-16,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	243,9	245,6	244,9	248,2	262,5	251,5	-0,7	-0,4	-1,8	-7,1	-3,0
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,659	0,673	0,667	0,0	0,0	5,6	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,427	0,432	0,443	0,0	0,0	0,5	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,54	38,82	38,90	40,16	41,17	42,99	-0,7	-0,9	-4,1	-6,4	-10,4
Slovenia	239,5	239,5	239,5	240,0	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,2	1,2	26,7
Polonia	3,9733	4,058	4,055	4,437	4,702	4,071	-2,1	-2,0	-10,5	-15,5	-2,4
Russia	35,48	35,06	34,88	35,54	36,89	25,32	1,2	1,7	-0,2	-3,8	40,1
EURO	91,7	91,2	91,4	90,5	92,8	93,3	0,6	0,4	1,4	-1,2	-1,7
<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
	2/9/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,188	1,199	1,219	1,300	1,293	1,598	0,9	2,6	9,4	8,8	34,5
Australia (*)	0,765	0,755	0,765	0,696	0,753	0,516	1,3	0,0	10,0	1,6	48,4
Nuova Zelanda (*)	0,707	0,695	0,687	0,646	0,656	0,425	1,7	2,9	9,5	7,8	66,2
Giappone	109,7	110,1	111,4	109,5	107,2	131,8	0,3	1,5	-0,2	-2,3	20,1
Corea del Sud	1.036	1.027	1.027	1.151	1.198	1.320	-0,9	-0,9	11,2	15,7	27,5
Filippine	56,10	55,98	56,05	56,14	55,54	51,60	-0,2	-0,1	0,1	-1,0	-8,0
Indonesia	9.997	9.997	9.753	9.279	8.418	10.370	0,0	-2,4	-7,2	-15,8	3,7
Singapore	1,673	1,674	1,654	1,702	1,700	1,849	0,1	-1,1	1,8	1,6	10,5
Thailandia	41,03	41,04	41,28	41,54	39,61	44,05	0,0	0,6	1,2	-3,5	7,4
Cina	8,09	8,10	8,10	8,28	8,28	8,28	0,0	0,1	2,3	2,3	2,3
India	43,85	43,65	43,50	46,31	45,63	48,27	-0,5	-0,8	5,6	4,1	10,1
Argentina	2,91	2,91	2,86	3,00	2,94	1,00	-0,1	-1,8	3,2	1,0	-65,8
Brasile	2,33	2,40	2,34	2,94	2,89	2,30	3,0	0,5	26,1	24,1	-1,5
Cile	534,7	545,5	561,6	624,9	593,0	646,3	2,0	5,0	16,9	10,9	20,9
Colombia	2.298	2.308	2.309	2.554	2.780	2.297	0,4	0,5	11,2	21,0	0,0
Messico	10,68	10,84	10,60	11,47	11,24	9,11	1,5	-0,7	7,4	5,2	-14,7
Perù	3,31	3,27	3,26	3,36	3,46	3,44	-1,0	-1,5	1,6	4,7	4,1
Uruguay	24,19	24,34	24,48	28,55	29,32	14,75	0,6	1,2	18,0	21,2	-39,0
Venezuela	2.541	2.662	2.527	2.613	2.852	759	4,7	-0,5	2,8	12,2	-70,1
Israele	4,49	4,53	4,50	4,51	4,39	4,48	0,8	0,2	0,4	-2,3	-0,3
Sud Africa	6,25	6,48	6,53	6,57	6,62	12,37	3,6	4,5	5,1	5,9	98,0
Turchia	1,3357	1,3562	1,3213	1,5043	1,3966	1,4298	1,5	-1,1	12,6	4,6	7,0
Area dell'Euro (*)	1,254	1,231	1,222	1,217	1,263	0,904	1,9	2,7	3,0	-0,7	38,8
Regno Unito (*)	1,844	1,802	1,771	1,789	1,786	1,439	2,3	4,1	3,1	3,2	28,1
Svizzera	1,230	1,259	1,276	1,262	1,239	1,650	2,4	3,8	2,6	0,7	34,2
Danimarca	5,95	6,07	6,12	6,11	5,91	8,28	2,1	2,8	2,8	-0,7	39,3
Norvegia	6,21	6,44	6,42	6,88	6,68	8,87	3,8	3,5	10,8	7,6	42,9
Svezia	7,40	7,60	7,68	7,50	7,18	10,28	2,7	3,8	1,4	-2,9	38,9
Russia	28,46	28,46	28,60	29,26	29,45	30,14	0,0	0,5	2,8	3,5	5,9
Polonia	3,16	3,31	3,34	3,64	3,73	3,96	4,8	5,8	15,4	18,3	25,4
Repubblica Ceca	23,36	24,07	24,55	26,07	25,65	35,27	3,0	5,1	11,6	9,8	51,0
Ungheria	194,3	199,9	200,5	203,9	209,3	272,9	2,9	3,2	5,0	7,7	40,4
<b>DOLLARO USA</b>	<b>93,2</b>	<b>94,0</b>	<b>95,2</b>	<b>96,5</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-23,6</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## Il calendario della settimana economica (dal 6 al 12/9/2005)

D. Felicetti ☎ 06-4702 8424 - [daniela.felicetti@bnlmail.com](mailto:daniela.felicetti@bnlmail.com)

Giorno	Eventi
Mercoledì 7	Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve Stati Uniti: Beige Book 📄
Giovedì 8	Area Euro: bollettino mensile della BCE Area Euro: discorso di Weber della Bundesbank Stati Uniti: discorso di Yellen della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve Regno Unito: la Banca d'Inghilterra annuncia la decisione sui tassi Giappone: la Banca del Giappone fa annuncio di politica monetaria
Venerdì 9	Area Euro: discorso di Mersch (Banca Centrale Lussemburgo)
Sabato 10	Stati Uniti: discorso di Santomero della Federal Reserve

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>Unione Europea</b>					
Martedì 6	Germania	Ordini all'industria 📄	luglio	2,3% m/m	3,7% m/m
Mercoledì 7	Italia	Indice di fiducia consumatori	agosto	100,9	101,1
		Bilancia comm.le (non EU)	luglio	-150 mln	479 mln
Giovedì 8	Germania	Produzione industriale	luglio	1,6% m/m	-0,3% m/m
	Italia	Indice fiducia imprese	agosto	86,0	85,5
Venerdì 9	Francia	Produzione industriale	luglio	0,3% m/m;-0,4%a/a	0,5% m/m;0,5%a/a
		Prod. manifatturiera	luglio	0,3% m/m;-0,4%a/a	0,4% m/m;0,5%a/a
	Italia	Ordini all'industria	giugno	-0,2% m/m	0,4% m/m
		Fatturato industriale	giugno	-1,6% m/m	0,8% m/m
		Pil (rev.)	II tr. 05	-0,2% a/a	0,1% a/a

### Stati Uniti

Martedì 6	Stati Uniti	Indice ISM (non manif.) 📄	agosto	60,5	61,0
Mercoledì 7	Stati Uniti	Costo unitario del lavoro ann.	II tr. 05	1,3% t/t	1,4% t/t
		Produttività (escl. agric.) ann.	II tr. 05	2,2% t/t	2,1% t/t
Giovedì 8	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	3 sett.	320.000	315.000
		Scorte all'ingrosso	luglio	0,7%	0,6%
Venerdì 9	Stati Uniti	Prezzi all'import	agosto	1,1% m/m	1,3% m/m