

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Autorizzazione del
Tribunale di Roma
n. 158/2002
del 9/4/2002

Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

f

focus

settimanale del
Servizio Studi BNL

34
2005

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

Brasile

	2004	2005*	2006**
Popolazione (milioni di abitanti)	179,2		
Pil pro capite (in US\$)	3.376		
Pil (var. % annua)	4,9	3,5	4,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	6,6	5,2	5,0
Cambio real/US\$ (media annua)	2,9	2,5	2,6
Saldo partite correnti (in % Pil)	1,9	1,7	1,0
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's B1	S&P BB-	Fitch BB-

fonte: EIU, IIFe ns. elaborazioni

*stime

**previsioni

- Le esportazioni spingono il Brasile. Le merci "made in Brazil" vendute all'estero crescono a tassi annui di incremento a due cifre e consolidano l'avanzo delle partite correnti. Accanto alla spinta dell'interscambio l'economia carioca trae vantaggio da un significativo aumento degli investimenti diretti provenienti dall'estero.
- Le famiglie svedesi: quanto si indebitano e come investono i propri risparmi.

Le esportazioni spingono il Brasile

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

- Nei primi sei mesi del 2005, il prodotto interno lordo del Brasile è cresciuto intorno al 3,4%, trainato da investimenti ed esportazioni. L'inflazione è in calo e si è attestata in agosto al 6%.
- Il surplus commerciale è previsto toccare il livello record di 40 miliardi di dollari e superare quello dello scorso anno, quando si mostrò il più elevato in assoluto tra tutti i paesi emergenti ad eccezione della Russia. Anche il surplus di parte corrente dovrebbe mantenere un livello considerevole intorno ai 12 miliardi di dollari, pari all'1,7% del Pil.
- La situazione finanziaria del Brasile appare in miglioramento. Il debito estero quest'anno dovrebbe superare di poco il 25% del Pil. Il debito a breve è pari a meno del 10% del totale.

L'economia brasiliana, dopo aver registrato nel 2004 una crescita prossima al 5%, ha segnato nel primo semestre di quest'anno una decelerazione. Rispetto ai primi sei mesi del 2004, il prodotto interno lordo è cresciuto intorno al 3,4%, trainato essenzialmente da investimenti ed esportazioni. La stretta monetaria, che aveva portato la Banca centrale a fissare il tasso guida in primavera poco al di sotto del 20% (dal 16% del settembre 2004), ha fatto sentire i propri effetti sul ciclo. L'inflazione, che nel 2004 aveva segnato una media prossima al 7% e in maggio scorso aveva superato di poco il livello dell'8%, si è ridotta nettamente riportandosi in agosto intorno al 6%, sostanzialmente in linea con il target programmato. Nella media del 2005, si prevede una crescita prossima al 3,5% e un tasso di inflazione che supererà di poco il 5%.

Brasile			
	2004	2005*	2006**
Popolazione (milioni di abitanti)	179,2		
Pil pro capite (in US\$)	3.376		
Pil (var. % annua)	4,9	3,5	4,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	6,6	5,2	5,0
Cambio real/US\$ (media annua)	2,9	2,5	2,6
Saldo partite correnti (in % Pil)	1,9	1,7	1,0
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's B1	S&P BB-	Fitch BB-

fonte: EIU, IIFe ns. elaborazioni

*stime
**previsioni

L'andamento positivo dell'export registrato nel 2004, con un incremento in volume di circa il 20%, dovrebbe replicarsi anche quest'anno. Il surplus commerciale è previsto toccare il livello record di 40 miliardi di dollari e superare quello dello scorso anno (circa 34 miliardi) quando si mostrò il più elevato in assoluto tra tutti i paesi emergenti ad eccezione della Russia. Anche il surplus di parte corrente dovrebbe esprimere un livello considerevole portandosi intorno ai 12 miliardi di dollari, pari a circa l'1,7% del Pil. Il debito pubblico, che nel 2004 si era ridotto per la prima volta dall'inizio degli anni 90, dovrebbe ancora migliorare e scendere al 51% del Pil, dal 54% del 2004 e dal 57% del 2003. Il rapporto deficit/Pil è stimato situarsi nel 2005 intorno al 2,5%, dimezzandosi rispetto a due anni prima. Il surplus primario potrebbe raggiungere quest'anno il 4,7% del Pil, un risultato che si collocherebbe circa mezzo punto percentuale oltre il target programmato del 4,25%. Visti i risultati raggiunti sul terreno della stabilità dei prezzi, le autorità monetarie potrebbero decidere nei prossimi mesi di iniziare una politica di allentamento del tasso guida, riportandolo entro dicembre di quest'anno intorno al 18% e facendolo avvicinare al 15% entro la fine del 2006. Lo spread tra i titoli brasiliani e i benchmark statunitensi è attualmente intorno a 400 punti base, in linea con quello della media dell'area latino-americana. I tassi elevati, insieme alla relativa debolezza del dollaro, dovrebbero contribuire a sostenere il real, che nella media del 2005 dovrebbe portarsi intorno a 2,5 contro dollaro. La forza del real ha peraltro favorito l'ingresso di capitali nel paese. Gli investimenti diretti esteri sono aumentati di circa il 30% nei primi sette mesi del 2005 rispetto allo stesso periodo dell'anno prima.

Il rilancio del made in Brazil costituirà nell'anno in corso e nel 2006 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. 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.

La posizione finanziaria del Brasile appare in costante miglioramento. Nel 2005, il debito estero dovrebbe superare di poco il 25% del Pil. Il debito a breve sarebbe pari a meno del 10% del totale. Il servizio del debito, ancora piuttosto elevato (37% del totale delle esportazioni), è in decelerazione. Le riserve internazionali ammontano a circa 60 miliardi di dollari.

Determinanti ai fini dello sviluppo nel prossimo futuro saranno le scelte commerciali del Brasile in merito alla costituenda area di libero scambio delle Americhe. I recenti scandali che hanno coinvolto il partito di maggioranza e lo stesso ministro delle finanze non sembrano aver inciso in modo significativo sull'economia del paese. Potrebbero invece aver influito sui tempi di realizzazione delle riforme strutturali contenute nell'agenda governativa e su quelli dell'allentamento della politica monetaria. Tuttavia, le previsioni a medio termine restano positive. Per il 2006 la crescita dovrebbe nuovamente accelerare; l'inflazione restare sotto controllo e la situazione finanziaria continuare il trend favorevole intrapreso negli ultimi due anni.

Islanda tra sviluppo e rischio di surriscaldamento

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

- **L'Islanda primeggia nelle graduatorie sulla competitività, vive una fase d'intensa crescita che riflette un'economia dinamica, sufficientemente flessibile e caratterizzata da un elevato livello di benessere.**
- **Lo sviluppo è però messo a rischio da crescenti squilibri: l'aumento della domanda interna, dei consumi in particolare, dei prezzi delle abitazioni e il rafforzamento del cambio della corona si sono portati oltre i livelli di equilibrio di lungo periodo; il deficit di parte corrente ha toccato valori massimi; l'inflazione ha superato l'obiettivo.**

Malgrado la scarsa popolazione, poco più di 290.000 persone, l'Islanda può contare su un'economia dinamica e su un elevato grado di benessere che garantisce ai cittadini un reddito pro capite superiore ai 30.000 dollari, un livello tra i più alti nell'area Ocse. Il tasso di disoccupazione è contenuto e ad agosto 2005 si assestava all'1,8%. Nelle graduatorie sulla competitività, messe a punto da istituzioni internazionali, l'Islanda è inserita ai primi posti in Europa e nel mondo.

Il Fondo Monetario Internazionale, in una nota che risale allo scorso giugno, definisce notevoli i miglioramenti realizzati grazie a politiche economiche improntate a liberalizzazione e deregolamentazione. Una serie di riforme strutturali, messe a punto nel corso degli anni '90, ha accresciuto il dinamismo e la flessibilità dell'apparato economico, è inoltre stato migliorato il processo di supervisione finanziaria, è stato introdotto nel 2001 un meccanismo di *inflation targeting* a livello di politica monetaria ed è stata attuata una gestione accorta della politica fiscale.

Un elemento cruciale a sostegno dell'elevata crescita va individuato nella spinta data agli investimenti per potenziare il settore dell'alluminio e dell'energia, valorizzando le fonti nazionali di energia pulita. L'Islanda produce e vende all'estero principalmente prodotti ittici, che rappresentano oltre il 60% del suo export, seguiti dall'alluminio, dai farmaceutici e medicali e ferroleghhe.

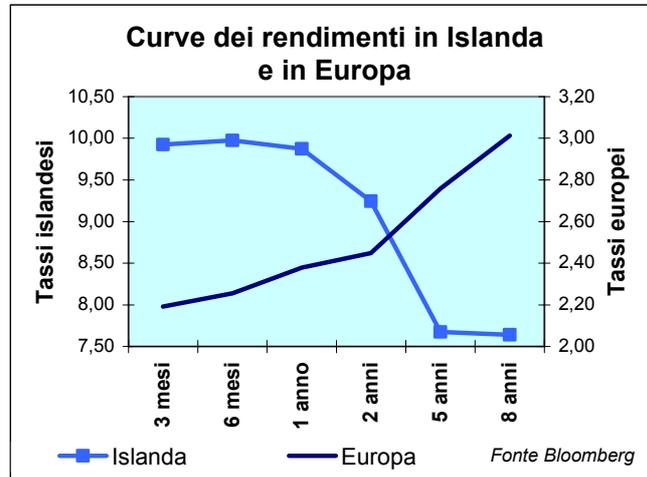
Gli investimenti, accompagnati da consumi progressivamente più vivaci, hanno risollevato l'economia dalla recessione del 2002 proiettandola nel 2004 verso un tasso di crescita del Pil superiore al 6% e vicino al 5% nella prima metà dell'anno in corso. La corona islandese, sostenuta da importanti investimenti dall'estero, si è rafforzata in termini di cambio effettivo reale e nel corso del 2005 si è mediamente apprezzata sia verso euro che contro dollaro rispetto al 2004.

Islanda	2004	2005*	2006*
Popolazione (milioni di abitanti)	0,294		
Pil pro capite (in \$ Usa - PPP)	30.659		
Pil (var. % annua in termini reali)	6,2	5,5	6,7
Prezzi al consumo (var. % annua)	3,2	4,1	4,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	76,7	63,1	64,0
Saldo di parte corrente (in % del Pil)	-8,4	-14,2	-11,3
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's Aaa	S&P AA-	FITCH AA-
Fonte: Ocse, Eiu, Banca centrale e nostre elaborazioni su dati Datastream (*) Previsioni			

La brillante *performance* economica ha impresso un sostenuto sviluppo alla borsa islandese che ha mosso i primi passi nel 1986. L'Icex-15, l'indice dove sono quotate le 15 società che registrano i maggiori scambi, è cresciuto di oltre il 170% dal 2000, anche se le dimensioni sono ancora molto piccole: la borsa islandese capitalizza, infatti, circa 18 miliardi di euro.

Dalla scorsa estate molti emittenti internazionali hanno scelto di proporre obbligazioni denominate in corone islandesi, il fenomeno ha assunto un tale rilievo da essere trattato in un approfondimento della Banca centrale islandese pubblicato nell'ultimo Bollettino economico. Questi bond attraggono gli investitori per vari motivi: si concentrano

prevalentemente sulle scadenze brevi a 12, 18 e 24 mesi, godono di un rating elevato e pagano cedole alte, comprese tra il 7% e oltre il 9%, perché si allineano agli elevati tassi sulla parte breve della curva dei rendimenti islandese che è negativamente inclinata. Il maggiore rischio per l'acquirente sembra concentrarsi sulle fluttuazioni del cambio, considerato il buon rating e la forte crescita dell'Islanda.



Ma più di un rischio si annida anche tra le pieghe degli indicatori macroeconomici. L'impetuosa crescita si è accompagnata a crescenti squilibri: l'aumento della domanda interna, dei consumi in particolare, dei prezzi delle abitazioni e il rafforzamento del cambio della corona si sono portati oltre i livelli di equilibrio di lungo periodo - scrive la Banca centrale -, inoltre il deficit di parte corrente ha toccato valori massimi. Un pericolo di surriscaldamento e un eccessivo indebitamento verso l'estero sono le principali minacce che pesano sull'economia islandese.

La Banca centrale islandese (Bci) ha iniziato da tempo a reagire, avviando una manovra di aumento del saggio guida da maggio 2004; da allora il tasso di riferimento è stato aumentato di 4,95 punti percentuali fino al 10,25% cui è approdato a fine settembre dopo l'ultima stretta di 75 punti base. Il tono del Bollettino economico della Bci rimane preoccupato perché l'inflazione è accelerata negli ultimi mesi salendo in settembre al 4,8%, oltre il livello di tolleranza delle autorità monetarie. Le aspettative inflazionistiche, desunte dal differenziale tra il rendimento dei titoli indicizzati all'inflazione e di quelli non indicizzati, sono peggiorate - sottolinea la Bci - e indicano che il mercato si aspetta una dinamica dei prezzi nell'ordine del 4% nel corso del prossimo decennio. L'inflazione è trainata dai prezzi delle case e dal costo dei servizi, cui si sono sommati gli impulsi provenienti dagli elevati corsi energetici internazionali. Nonostante la stretta già realizzata, l'effetto della politica monetaria è rimasto confinato alla parte breve della curva dei rendimenti, come mostra il grafico, e al cambio. I tassi a lunga sono su livelli sensibilmente inferiori. In altre parole, la manovra monetaria dovrà inasprirsi nei prossimi mesi per riportare il tasso d'inflazione verso l'obiettivo e per sedare gli squilibri accumulatisi nel corso di uno sviluppo frenetico. L'obiettivo delle autorità monetarie è di confinare l'incremento tendenziale dei prezzi intorno al livello del 2,5%; nel caso di deviazioni pari a +/-1,5 punti percentuali la Bci è tenuta a presentare al Governo un rapporto nel quale spiega i motivi di tale scostamento dall'obiettivo. Tra il 2001-2002 il limite di tolleranza superiore è stato anche del 3,5% (corrispondente ad un tasso d'inflazione del 6%).

Grazie al *boom* economico le entrate dello Stato sono aumentate in modo da favorire un piccolo surplus di bilancio atteso nel 2005-2006, il debito interno sul Pil è rimasto contenuto sotto il 40% a fine 2004 e dovrebbe ulteriormente ridursi tra il 2005-2006. Ciononostante, la Bci raccomanda una politica fiscale più restrittiva e sottolinea che, se depurati dagli effetti del ciclo espansivo, i miglioramenti dei saldi di finanza pubblica non sono sufficientemente ambiziosi per contrastare il surriscaldamento. Sia l'Ocse, sia il Fondo Monetario Internazionale, sia la Banca centrale concordano nel richiedere una politica fiscale più restrittiva. In assenza di questo supporto, la Banca centrale avverte che la stretta monetaria dovrà farsi più aggressiva.

Famiglie svedesi: molti debiti ma ben distribuiti

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

- **La ripresa dell'economia svedese, iniziata nel 2004, ha potuto contare sul sostegno del settore creditizio. Alla fine dello scorso anno la domanda di finanziamenti da parte delle imprese e delle famiglie ha determinato una crescita dei prestiti bancari del 10% a/a.**
- **Rispetto al reddito disponibile, l'indebitamento delle famiglie ha raggiunto il 125% ma la spesa per interessi passivi rimane contenuta al 4%. Entrambi gli indicatori, però, sono previsti in aumento per il prossimo biennio.**
- **La ricchezza finanziaria delle famiglie svedesi è allocata prevalentemente in titoli azionari detenuti sia direttamente, sia attraverso forme assicurative, mentre ai depositi bancari sono destinate meno del 20% delle disponibilità.**

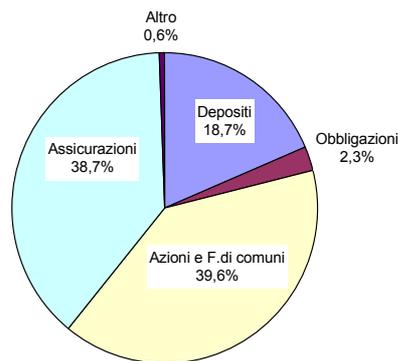
In Svezia i dati del Pil relativi ai primi due trimestri del 2005 (tendenziali a +1,8% e +2,3%) confermano, seppure in misura attenuata, il favorevole trend di crescita dell'economia iniziato già nello scorso anno (+3,5% a/a). Al raggiungimento di tale risultato hanno contribuito soprattutto la crescita delle esportazioni (+10,2%) e gli investimenti (5,1%), mentre i consumi privati hanno progredito solo in misura contenuta (+1,8%). La crescita moderata dei consumi privati non è un elemento nuovo nell'economia svedese. Nel paese, infatti, il sostegno finanziario necessario all'ampio e diffuso sistema di welfare (l'imposizione fiscale raggiunge il 51% del Pil) implica, soprattutto per i nuclei familiari, minori disponibilità da destinare ai consumi.

L'attività economica è stata sostenuta dal credito bancario cresciuto, nel 2004, a un ritmo del 10% annuo grazie al riavvio dei finanziamenti alle imprese (dopo un biennio di domanda piuttosto debole) ma soprattutto per le erogazioni alle famiglie, comparto verso il quale si concentra, attualmente, il 45% del credito complessivo. I prestiti alle famiglie, destinati soprattutto all'acquisto di abitazioni, aumentano a ritmo sostenuto (+12% a/a a marzo 2005 con punte del 14% per quelli erogati dagli istituti di credito fondiario) favoriti da redditi crescenti e dal modesto livello dei tassi interesse. Alla fine dello scorso anno la forte crescita delle passività ha portato il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile al 125%, valore che si prevede arriverà a superare il 130% entro i prossimi due anni grazie alla più sostenuta dinamica delle passività rispetto a quella del reddito disponibile. In ogni caso, nonostante i volumi crescenti di debito, il trend discendente dei tassi (quello di rifinanziamento è attualmente all'1,5% dopo l'ottavo taglio consecutivo dal novembre 2002) ha determinato una stabilità dell'incidenza degli interessi passivi sul reddito disponibile (al 4% circa dalla fine degli anni '90). Previsioni elaborate dalla banca centrale per il prossimo biennio ipotizzano che la porzione di reddito impegnata per il servizio del debito rimarrà contenuta arrivando intorno al 5%. Infatti, la possibilità per le famiglie svedesi di passare agevolmente e senza spese da contratti a tasso variabile (attualmente oltre il 50% delle nuove erogazioni) a quelli a tasso fisso consente di poter mitigare un eventuale rialzo dei saggi di interesse con un aggravio di spesa piuttosto contenuto. Oggi comunque per un mutuo a cinque anni la differenza tra tasso fisso e tasso variabile è inferiore all'1%. Il frequente utilizzo della possibilità di ricontrattare il tasso applicato ai mutui ha fatto sì che il tempo medio di mantenimento di condizioni invariate si sia ridotto dai 20 mesi del 1999 agli attuali 12, il livello più basso mai raggiunto. Dal lato dell'offerta, la maggiore concorrenza tra gli istituti di credito si è riflessa anche nell'offerta di nuove tipologie di finanziamento adeguate alle diverse condizioni familiari. Per soddisfare le esigenze di una popolazione in graduale invecchiamento, ad esempio, è stato introdotto il "mortgage pension" un prestito che consente alle persone anziane di monetizzare l'incremento di valore delle proprie abitazioni attraverso l'accensione di un finanziamento con la garanzia dell'immobile; per chi non può avere entrate a intervalli regolari e quindi ha un'affidabilità creditizia modesta esiste, invece, un finanziamento "sub-prime" a tassi solo leggermente superiori a quelli correnti.

D'altra parte gli svedesi si trovano a far fronte anche a un mercato immobiliare vivace: dalla metà degli anni Novanta i valori delle abitazioni hanno registrato un incremento dell'80% rispetto al 35% del reddito disponibile (entrambi a prezzi correnti). L'aumento dei prezzi, soprattutto nelle principali città, è stato favorito dalla scarsità dell'offerta determinata anche dall'impossibilità di costruire nuove abitazioni nelle zone più richieste unita ad un intenso processo di migrazione.

Nel complesso l'intensa esposizione del settore bancario verso il credito immobiliare non è, per il momento, motivo di preoccupazione per le autorità svedesi che, nonostante gli aumenti, non indicano sussistere in Svezia una sopravvalutazione del valore delle abitazioni. La situazione patrimoniale delle famiglie svedesi inoltre è solida. Esse infatti possono contare su una ricchezza totale lorda che aumenta con una dinamica a due cifre riuscendo così a mantenere al 30% il rapporto tra passività e attività complessive. Inoltre, dall'ultima indagine relativa alla capacità delle famiglie di far fronte ai propri impegni finanziari emerge come quelle più indebitate siano anche quelle con redditi elevati: infatti, il 20% dei nuclei più abbienti concentra il 55% delle passività e dispone di oltre il 70% delle attività totali, mentre le famiglie più sensibili a un rischio di tasso detengono solo una porzione ridotta dei crediti erogati. Nel quadro tutto sommato positivo ricavabile dall'inchiesta l'unico elemento di preoccupazione è quello relativo alla situazione delle famiglie monocomponente. Sebbene solo il 45% delle famiglie viva in casa di proprietà, il patrimonio dei nuclei svedesi risulta piuttosto sbilanciato verso le attività reali (80%); la quota di ricchezza destinata alle attività finanziarie è investita in depositi bancari (18,7%) e obbligazioni (2,3%) ma, soprattutto, in titoli azionari detenuti direttamente (39,6%) e attraverso quote di piani assicurativi a prevalente componente azionaria. Una allocazione di portafoglio ben diversa da quella di trenta anni fa quando le attività liquide erano il 60% della ricchezza finanziaria.

**SVEZIA: COMPOSIZIONE % DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE
2004**



Fonte: Banca centrale svedese.

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **La Bce nel comunicato diffuso a margine della riunione di politica monetaria, nella quale il tasso di riferimento è stato mantenuto invariato al 2%, ha manifestato un'accresciuta preoccupazione per l'evoluzione del contesto inflazionistico. Aumenta, quindi, la probabilità di un irrigidimento della politica monetaria nel corso del prossimo anno. I dubbi sono legati alla crescita economica che, nonostante i timidi segnali di ripresa, rimane incerta.**
- **Negli Stati Uniti sorprendono positivamente i dati occupazionali. Con una crescita economica solida e un'inflazione in aumento la Federal Reserve dovrebbe proseguire la graduale rimozione dello stimolo monetario iniziata nel 2004 con un ulteriore rialzo dei tassi nella riunione di novembre.**

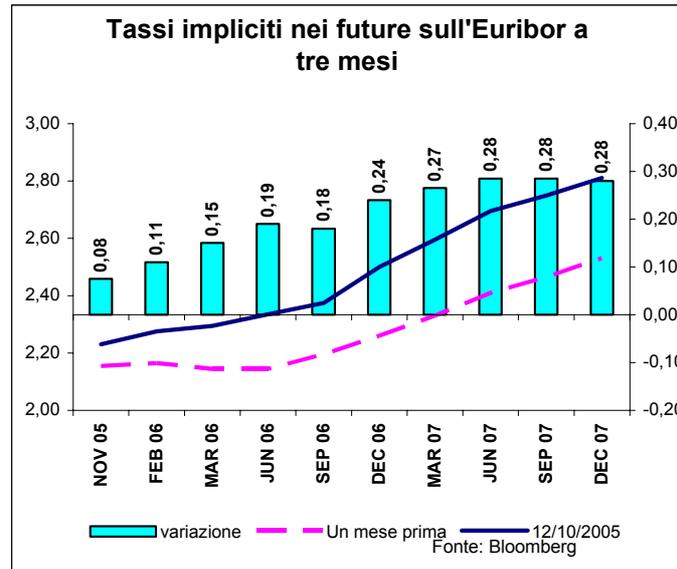
Nell'area euro la Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2%. In un contesto economico che comincia ad inviare timidi segnali di risveglio, le recenti evoluzioni del livello generale dei prezzi preoccupano l'istituto monetario. Dalle parole del presidente Trichet è emerso uno scenario nel quale la crescita economica, dopo un primo semestre frenato dal petrolio, potrebbe conoscere una graduale ripresa grazie alla positiva evoluzione sia della domanda esterna che degli investimenti. Rischi per lo sviluppo provengono dalla debolezza della fiducia dei consumatori, dai corsi petroliferi e dal persistere degli squilibri globali.

Sul fronte dei prezzi, le tensioni sui mercati energetici hanno spinto l'inflazione dell'area euro ben al di sopra dell'obiettivo del 2%. Comunque, non si evidenziano ancora significative pressioni di natura interna. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe mantenersi su valori elevati, per poi ridursi gradualmente. Permangono rischi di un'ulteriore accelerazione derivanti sia dall'incertezza che caratterizza i mercati petroliferi che dai potenziali effetti di secondo impatto che potrebbero evidenziarsi nei processi di formazione dei salari e dei prezzi finali. Preoccupazioni vengono anche dall'evoluzione della liquidità presente nel sistema. Le favorevoli condizioni di finanziamento continuano a stimolare la crescita degli aggregati monetari in particolare nel comparto dei mutui. Attenzione deve, dunque, essere prestata anche all'andamento del mercato immobiliare che in alcune aree invia segnali di tensione.

Lo scenario per l'area euro rimane, comunque, incerto. Sul fronte dei prezzi dopo l'accelerazione segnalata dalla stima flash di settembre, diviene fondamentale conoscere l'evoluzione delle singole componenti per comprendere i reali effetti delle tensioni petrolifere. Dal lato della crescita, mentre i principali indicatori inviano positivi segnali, con l'indice anticipatore OCSE in crescita da tre mesi, i dati reali rimangono incerti. Ad agosto la produzione industriale tedesca ha subito una brusca contrazione (-1,6% m/m) mentre quella francese ha registrato un miglioramento (+0,8% m/m).

Sebbene Trichet nel corso della conferenza stampa abbia sottolineato di non voler preannunciare un prossimo aumento dei tassi, l'aver enfatizzato l'esigenza di una vigilanza forte al fine di contrastare le tensioni inflazionistiche presenti, porta a ritenere che la Bce si stia gradualmente indirizzando verso un irrigidimento della politica monetaria nel corso del 2006. La tempistica di tale scelta dipenderà dai prossimi dati in uscita. Sarà in particolare importante verificare se i timidi segnali provenienti dall'area euro saranno effettivamente seguiti da un consolidamento della ripresa economica.

Negli **Stati Uniti** ha sorpreso positivamente il dato sul mercato del lavoro di settembre. I primi effetti degli uragani sul processo di creazione di posti di lavoro sono risultati meno gravi del previsto. La perdita di buste paghe è stata pari a 35 mila unità, con contrazioni significative nel comparto delle vendite al dettaglio e in quello della ricreazione. Il tasso di disoccupazione ha subito, quindi, un leggero aumento al 5,1% dal precedente 4,9%. L'andamento del mercato del lavoro americano rimane, comunque, sostenuto: nei primi nove mesi dell'anno la media mensile di nuovi posti di lavoro, seppure in leggero rallentamento rispetto allo stesso periodo del 2004, è risultata superiore alle 170 mila unità.



I dati provenienti dall'economia statunitense avvalorano l'ipotesi di un favorevole scenario di crescita. Gli ordini all'industria, dopo la brusca contrazione di luglio (-2,5% m/m) hanno registrato un'accelerazione ad agosto (+2,5% m/m) lasciando presagire, dunque, positivi risultati per la produzione industriale dei prossimi mesi.

Sono attese ulteriori tensioni sull'indice generale dei prezzi dopo il brusco incremento di agosto (+3,6% a/a). Le preoccupazioni della Banca centrale sono quindi concentrate sul contesto inflazionistico. Riteniamo, pertanto, che la manovra di rimozione dello stimolo monetario iniziata nel 2004 dovrebbe proseguire con un ulteriore aumento già nella prossima riunione di novembre.

Nel **Regno Unito** la Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 4,5%. L'economia inglese continua ad essere caratterizzata da un'inflazione in crescita in un contesto macroeconomico che attraversa una fase di rallentamento. L'indice dei prezzi al consumo è cresciuto ben al di sopra dell'obiettivo di politica monetaria fissato al 2%. Sul fronte della crescita, dopo la decelerazione della prima metà dell'anno, non giungono forti segnali di un'inversione di tendenza con la produzione industriale che continua a registrare variazioni negative rispetto all'anno precedente. Tale scenario pone, dunque, incertezza sulle future scelte di politica monetaria. Nonostante la decelerazione dell'economia le recenti tensioni sui prezzi potrebbero indurre la Banca d'Inghilterra a mantenere invariati i tassi nei prossimi mesi.

	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	12/10/2005	+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,8	111,2	114,5	110,0	104,0
dollaro-euro	1,249	1,226	1,200	1,220	1,280
yen-euro	135,9	136,3	137,3	134,2	133,1
sterlina-euro	0,691	0,678	0,687	0,682	0,695
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	2,08	3,91	4,17	4,20	4,45
euro	2,15	2,14	2,19	2,20	2,35
yen	0,05	0,06	0,06	0,09	0,20
sterlina	4,90	4,60	4,51	4,55	4,60
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,08	4,18	4,39	4,40	4,60
Germania	3,92	3,09	3,19	3,40	3,60
Giappone	1,49	1,34	1,55	1,60	1,70
Italia	4,07	3,29	3,38	3,60	3,80
Gran Bretagna	4,76	4,02	4,29	4,35	4,40

Previsioni sulla crescita economica

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reai)

STATI UNITI

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

AREA EURO

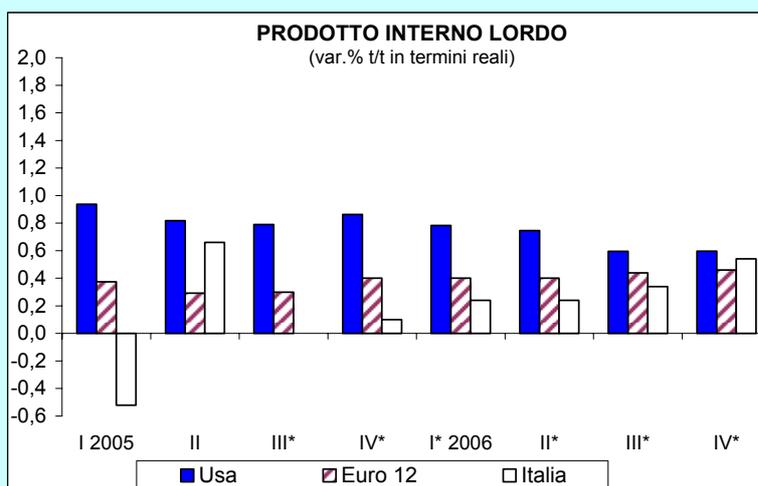
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,2	1,2	1,6	1,6	1,6	1,8	1,9
var.% anno su anno	1,8	1,2	1,6	1,3	1,1	1,2	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7

ITALIA

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

* Previsioni

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



Le previsioni sui prezzi

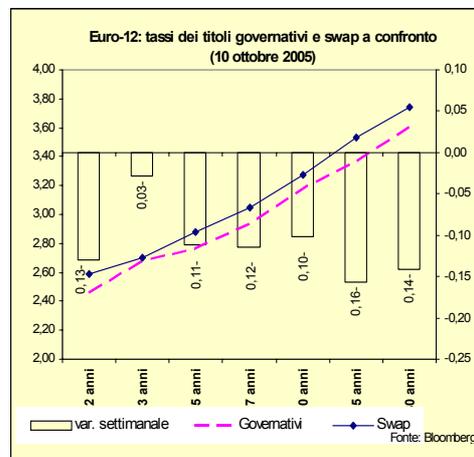
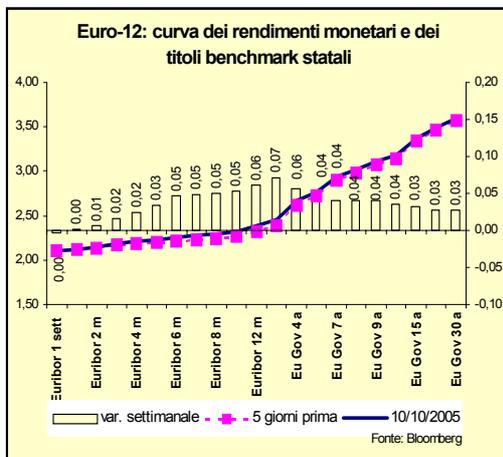
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

PREZZI AL CONSUMO													
EURO (indice MUICP - EUROSTAT)													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,4	119	119,2	119,1	119,5	118,2
2006	118,9	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121	121,4	121,4	121,8	120,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,2	-0,1	0,3	0,2
2006	-0,5	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>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,5	2,3	2,3	2,2	2,2
2006	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,2	110,3	110,6	110,6	110,6	110,4	111,0	111,3	111,5	111,8	110,3
2006	110,9	110,7	111,7	112,7	113,0	113,1	113,0	112,7	113,3	113,6	113,8	114,2	112,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,0	1,0	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2
2006	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,0	2,2	2,3	2,1	2,4	2,2	2,2	2,4	2,4	2,3	2,2
2006	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127,1	127,6	127,8	127,8	127,8	128	128,3	127,2
2006	128,4	128,8	129,2	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
2006	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,1	2,2	2,1	2,0
2006	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Panorama Tassi & Euro

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

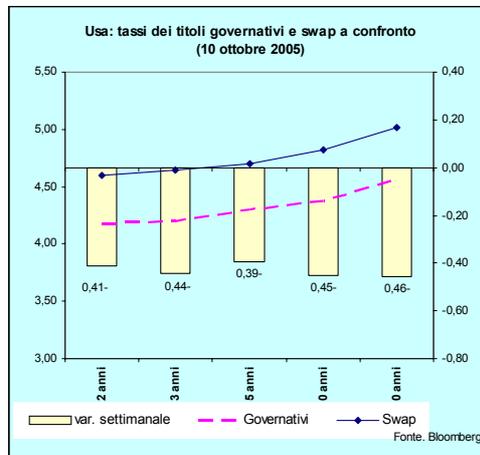
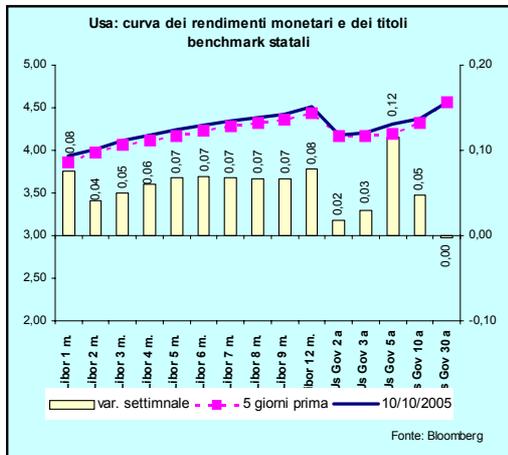


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	7/1005	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,214	1,204	1,245	1,230	1,263	1,179	0,8	-2,5	-1,3	-3,8
Canada	1,433	1,406	1,483	1,545	1,623	1,800	1,9	-3,4	-7,3	-11,8	-20,4
Australia	1,602	1,583	1,622	1,692	1,680	1,910	1,2	-1,3	-5,3	-4,7	-16,1
Nuova Zelanda	1,742	1,741	1,765	1,820	1,924	2,223	0,1	-1,3	-4,3	-9,5	-21,6
Giappone	137,8	136,3	137,0	136,8	135,1	133,7	1,2	0,6	0,7	2,1	3,1
Argentina	3,561	3,514	3,619	3,650	3,699	1,180	1,3	-1,6	-2,5	-3,7	201,8
Swizzera	1,548	1,556	1,543	1,554	1,558	1,617	-0,5	0,3	-0,3	-0,6	-4,2
Regno Unito	0,687	0,682	0,677	0,691	0,705	0,711	0,7	1,5	-0,5	-2,5	-3,4
Svezia	9,338	9,327	9,328	9,046	9,080	9,470	0,1	0,1	3,2	2,8	-1,4
Danimarca	7,462	7,462	7,457	7,442	7,445	7,450	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
Norvegia	7,888	7,877	7,807	8,286	8,414	8,855	0,1	1,0	-4,8	-6,3	-10,9
Cipro	0,573	0,573	0,573	0,576	0,586	0,582	0,0	0,0	-0,5	-2,3	-1,6
Repubblica Ceca	29,64	29,55	29,25	31,38	32,41	35,11	0,3	1,3	-5,5	-8,6	-15,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	250,6	249,6	244,2	246,2	262,5	251,5	0,4	2,6	1,8	-4,5	-0,3
Lettonia	0,698	0,696	0,696	0,665	0,673	0,667	0,2	0,2	4,9	3,7	4,6
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,429	0,432	0,443	0,0	0,0	0,0	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,94	38,79	38,24	40,06	41,17	42,99	0,4	1,8	-2,8	-5,4	-9,4
Slovenia	239,5	239,5	239,4	240,0	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,2	1,2	26,7
Polonia	3,9223	3,919	3,926	4,345	4,702	4,071	0,1	-0,1	-9,7	-16,6	-3,7
Russia	34,53	34,31	35,15	35,90	36,89	25,32	0,7	-1,8	-3,8	-6,4	36,4
EURO	91,2	90,7	91,3	91,5	92,8	93,3	0,6	0,0	-0,3	-1,7	-2,2
<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
	7/10/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,175	1,168	1,188	1,261	1,293	1,598	-0,6	1,1	7,4	10,1	36,0
Australia (*)	0,757	0,762	0,766	0,728	0,753	0,516	-0,6	-1,1	4,1	0,5	46,8
Nuova Zelanda (*)	0,696	0,692	0,704	0,677	0,656	0,425	0,6	-1,1	2,9	6,2	63,8
Giappone	113,8	114,0	110,1	111,1	107,2	131,8	0,2	-3,3	-2,4	-5,8	15,8
Corea del Sud	1.040	1.038	1.024	1.151	1.198	1.320	-0,2	-1,5	10,7	15,2	27,0
Filippine	55,81	56,06	56,11	56,38	55,54	51,60	0,5	0,5	1,0	-0,5	-7,5
Indonesia	10.042	10.296	10.350	9.094	8.418	10.370	2,5	3,1	-9,4	-16,2	3,3
Singapore	1,684	1,692	1,678	1,690	1,700	1,849	0,5	-0,4	0,4	1,0	9,8
Thailandia	40,85	41,05	41,01	41,38	39,61	44,05	0,5	0,4	1,3	-3,0	7,8
Cina	8,09	8,09	8,09	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3
India	44,33	43,94	43,83	45,84	45,63	48,27	-0,9	-1,1	3,4	2,9	8,9
Argentina	2,94	2,91	2,91	2,97	2,94	1,00	-1,0	-1,1	1,1	0,0	-66,1
Brasile	2,25	2,22	2,33	2,85	2,89	2,30	-1,1	3,5	26,8	28,6	2,0
Cile	528,7	529,6	537,9	602,6	593,0	646,3	0,2	1,7	14,0	12,2	22,2
Colombia	2.297	2.289	2.283	2.597	2.780	2.297	-0,4	-0,6	13,1	21,0	0,0
Messico	10,80	10,78	10,70	11,29	11,24	9,11	-0,1	-0,9	4,6	4,1	-15,6
Perù	3,36	3,34	3,30	3,33	3,46	3,44	-0,7	-1,9	-1,0	3,0	2,4
Uruguay	23,83	24,08	24,18	27,15	29,32	14,75	1,0	1,5	13,9	23,0	-38,1
Venezuela	2.819	2.603	2.575	2.481	2.852	759	-7,7	-8,7	-12,0	1,2	-73,1
Israele	4,59	4,60	4,50	4,47	4,39	4,48	0,1	-1,9	-2,5	-4,4	-2,4
Sud Africa	6,54	6,36	6,34	6,60	6,62	12,37	-2,7	-3,0	1,0	1,2	89,2
Turchia	1,3495	1,3454	1,3294	1,5000	1,3966	1,4298	-0,3	-1,5	11,2	3,5	6,0
Area dell'Euro (*)	1,214	1,204	1,245	1,230	1,263	0,904	0,8	-2,5	-1,3	-3,8	34,4
Regno Unito (*)	1,761	1,765	1,836	1,783	1,786	1,439	-0,2	-4,1	-1,2	-1,4	22,4
Svizzera	1,278	1,293	1,244	1,264	1,239	1,650	1,2	-2,7	-1,1	-3,1	29,1
Danimarca	6,16	6,20	6,01	6,06	5,91	8,28	0,7	-2,4	-1,6	-4,0	34,6
Norvegia	6,50	6,54	6,27	6,74	6,68	8,87	0,7	-3,5	3,7	2,8	36,5
Svezia	7,70	7,74	7,51	7,36	7,18	10,28	0,5	-2,5	-4,4	-6,8	33,5
Russia	28,52	28,50	28,21	29,22	29,45	30,14	-0,1	-1,1	2,5	3,3	5,7
Polonia	3,22	3,26	3,18	3,52	3,73	3,96	1,3	-1,2	9,3	16,0	22,9
Repubblica Ceca	24,41	24,54	23,49	25,51	25,65	35,27	0,5	-3,8	4,5	5,1	44,5
Ungheria	206,9	207,7	196,7	200,3	209,3	272,9	0,4	-4,9	-3,2	1,2	31,9
DOLLARO USA	95,5	95,2	93,5	95,9	94,6	122,0	0,3	2,1	-0,4	1,0	-21,7

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte: Datastream

Il calendario della settimana economica (dal 12 al 17/10 2005)

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

Giorno	Eventi
Mercoledì 12	Stati Uniti: intervento di Kohn su globalizzazione e inflazione Stati Uniti: intervento di Greenspan sulla flessibilità dell'economia 📌 Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Olson della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Fisher della Federal Reserve Area Euro: Trichet della BCE partecipa a seminario sulla politica monetaria
Giovedì 13	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali della riunione del 7-8 settembre Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile
Venerdì 14	Stati Uniti: intervento di Olson della Federal Reserve
Lunedì 17	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Santomero della Federal Reserve

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Mercoledì 12	Regno Unito	Variazione disoccupati	settembre	2,7	8,2
		Prezzi al consumo armonizzati	settembre	0,4%&m/m;2,7%a/a	0,4%&m/m;2,6%a/a
Giovedì 13	Francia	Prezzi al consumo armonizzati	settembre	0,4% m/m;2%a/a	0,3%&m/m;2,2%a/a
	Italia	Produzione industriale destag.	agosto	0,5%&m/m	0,4%&m/m
	Spagna	Prezzi al consumo armonizzati	settembre	0,5%&m/m;3,3%a/a	0,6%&m/m;3,7%a/a
Venerdì 14	Italia	Bilancia commerciale (EU)	agosto	1858 mil. euro	52 mil. euro
		Prezzi al consumo armonizzati	settembre	-0,2%&m/m;2,2%a/a	0,5%&m/m;2,2%a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Mercoledì 12	Giappone	Indice di fiducia delle famiglie	settembre	48,4	45,5
Giovedì 13	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	settembre	1,3%&m/m;7,6%a/a	1%&m/m;8,1%a/a
		Richieste sussidio disoccupaz.	8 ottobre	390.000	360.000
		Bilancia commerciale	agosto	-57,9 mld	-59,5 mld
Venerdì 14	Stati Uniti	Prezzi al consumo	settembre	0,5%&m/m;3,6%a/a	0,9%&m/m;4,3%a/a
		Prezzi al consumo (ex al&en) 📌	settembre	0,1%&m/m;2,1%a/a	0,2%&m/m;2,1%a/a
		Vendite al dettaglio	settembre	-2,1% m/m	0,5% m/m
		Vendite al dettaglio (ex auto) 📌	settembre	1% m/m	0,8% m/m
		Impiego capacità produttiva	settembre	79,8%	79,4%
		Produzione industriale	settembre	0,1% m/m	-0,4% m/m
		Indice fiducia Univ. Michigan	ottobre	76,9	80
		Scorte delle imprese	agosto	-0,5% m/m	0,2% m/m
Lunedì 17	Stati Uniti	Empire Manufacturing	ottobre	17	20