

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

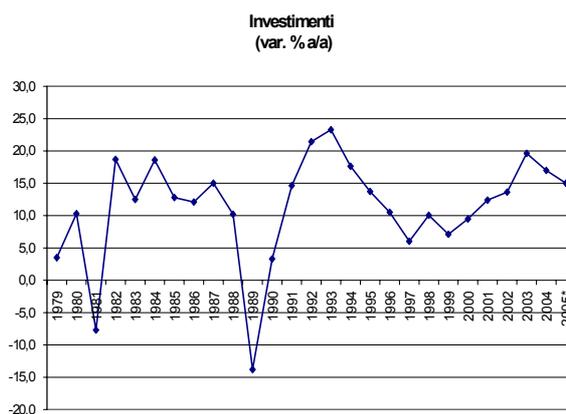
25 gennaio 2005
n. 3 - 2005

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

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

le opinioni espresse non impegnano
la responsabilità della Banca

Cina	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	1292,3		
Pil (var. % annua in termini reali)	9,3	9,5	8,0
Export commerciale (mld. Usd.)	438,3	591,0	748,0
Cambio contro \$ Usa (media annua)	8,28	8,28	8,28
Investimenti (var. % annua)	19,6	17,0	15,0
Fonte: IIF, ADB e nostre elaborazioni su dati Datastream		(*) Previsioni	
Rating: A2 (Moody's), BBB+ (Standard & Poor), A- (Fitch)			
Eca: classe 2			



Fonte: elaborazioni e previsioni (*) Servizio Studi BNL su dati IIF

- ✓ L'economia cinese archivia un 2004 caratterizzato ancora da una crescita compresa tra il 9 e il 10% e trainata dalla vigorosa espansione degli investimenti produttivi e delle esportazioni di merci. Crescono ulteriormente anche gli investimenti diretti in Cina con un afflusso annuo dall'estero dell'ordine di 60 miliardi di dollari e una quota delle esportazioni cinesi generate da compagnie straniere di poco inferiore al 60%. Gli interventi delle autorità sono apparsi efficaci nell'evitare un'ulteriore accelerazione dell'economia cinese mentre rimane aperto il confronto circa la futura evoluzione del regime di cambio del renminbi.

CINA: GLI INTERVENTI GUIDANO LA CRESCITA

S.Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

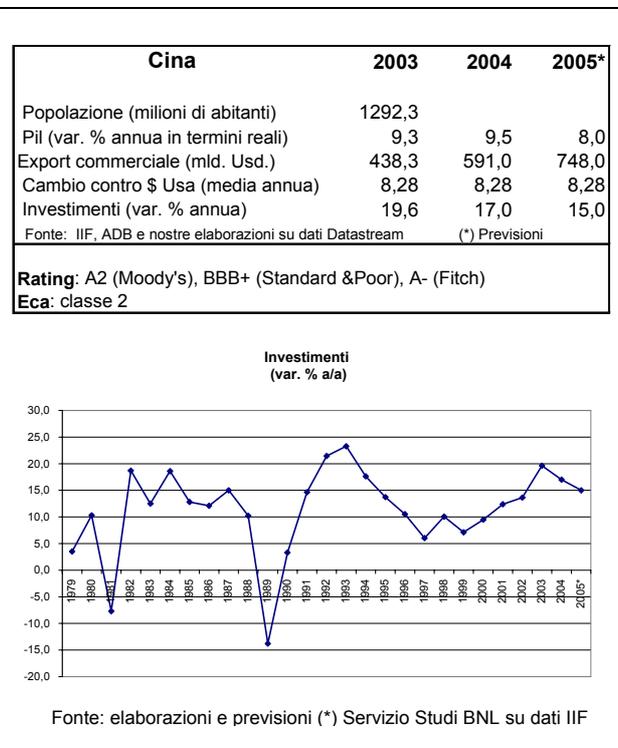
- Le politiche poste in essere per il contenimento della crescita e il controllo del surriscaldamento hanno limitato nel 2004 l'espansione del Pil cinese al 9,5 per cento, poco al di sopra rispetto all'anno precedente.
- Rimangono molto sostenute la dinamica degli investimenti e quella delle esportazioni. Continuano a crescere l'afflusso degli investimenti esteri diretti e quello delle riserve in valuta.
- Incerto lo scenario circa la possibile revisione del regime di cambio del renminbi, legato al dollaro da un *currency peg*. Le autorità cinesi si dichiarano favorevoli, ma subordinano tale cambiamento all'attuazione di una serie di riforme.

L'economia cinese è riuscita finora a controllare il temuto "surriscaldamento" mediante manovre di politica fiscale e politica monetaria, accompagnate da interventi sul sistema bancario. Per quanto concerne le misure fiscali, il governo ha rimandato le spese relative ad alcuni progetti per la creazione di infrastrutture e ritardato l'adozione di un programma pilota che prevedeva agevolazioni fiscali per gli investimenti. Oltre a questi risparmi sulle spese, il brillante andamento congiunturale ha comportato un aumento delle entrate fiscali del 26 per cento nei primi nove mesi del 2004, di molto superiore al 9 per cento previsto dal governo.

L'effetto congiunto di queste due evenienze ha creato un aumento di disponibilità ed è stata presa in considerazione la possibilità di utilizzarne una parte per ridurre il deficit di bilancio, portandolo al di sotto del 2,4 per cento del Pil originariamente previsto per il 2004. L'obiettivo principale delle misure restrittive era il contenimento nella crescita degli investimenti. Nel primo trimestre del 2004 gli investimenti hanno fatto segnare un incremento rispetto al primo trimestre dell'anno precedente del 37 per cento, nel secondo e terzo trimestre, grazie alle azioni poste in essere dalle autorità cinesi, il medesimo indicatore ha rallentato rispettivamente al 14 e al 17 per cento. Nel complesso per l'intero 2004 gli investimenti sono stimati in aumento del 17 per cento e il perdurare dell'attuale orientamento nelle misure di politica economica potrebbe portare a un incremento del 15 per cento nel 2005. L'adozione di misure restrittive non ha comunque tolto slancio all'economia, che ha fatto segnare un'espansione del Pil del 9,5 per cento nel 2004, valore di poco superiore a quello registrato nel corso del 2003. La sostenuta dinamica di sviluppo dell'occupazione e dei redditi ha alimentato i consumi privati (cresciuti del 6,5 per cento nel 2004) su cui le politiche di contenimento hanno avuto un impatto molto contenuto.

Le esportazioni continuano a mantenere una dinamica sostenuta, la crescita nel 2004 è stata del 35 per cento, in linea con l'anno precedente, mentre per il 2005 si prevede un relativo rallentamento verso un tasso prossimo al 27 per cento. Nonostante le incertezze sull'economia globale causate dalle elevate quotazioni raggiunte dal prezzo del petrolio, nel corso del 2004 si è registrato un incremento nell'afflusso degli investimenti esteri diretti che hanno superato i 60 mld. di Usd. alimentando ulteriormente la capacità produttiva del settore export. Attualmente le esportazioni generate da compagnie straniere pesano circa il 57 per cento dell'export totale. Le importazioni hanno fatto registrare nel 2004 un aumento in valore del 36 per cento, mentre il peso del petrolio sul totale delle importazioni è passato dal 5 al 6 per cento nel corso del 2004. Anche con una dinamica dell'export superiore a quella dell'import, il surplus commerciale ha continuato ad espandersi, passando dai 45 mld. di Usd. nel 2003 a 55 mld. di Usd. nel 2004, mentre per il 2005 si prevede una leggera contrazione a 53 mld. di Usd. Il surplus di bilancia dei pagamenti ha contribuito ad aumentare le riserve ufficiali che a dicembre 2004 ammontavano a 609 mld. di Usd. in crescita rispetto ai 408 mld. di Usd a fine 2003. La banca centrale, dopo oltre 10 anni, ha alzato i tassi di 27 punti base lo scorso ottobre, facendo seguito a un'altra manovra restrittiva: il rialzo del coefficiente di riserva obbligatoria dal 7 al 7,5 per cento deciso nel mese di aprile.

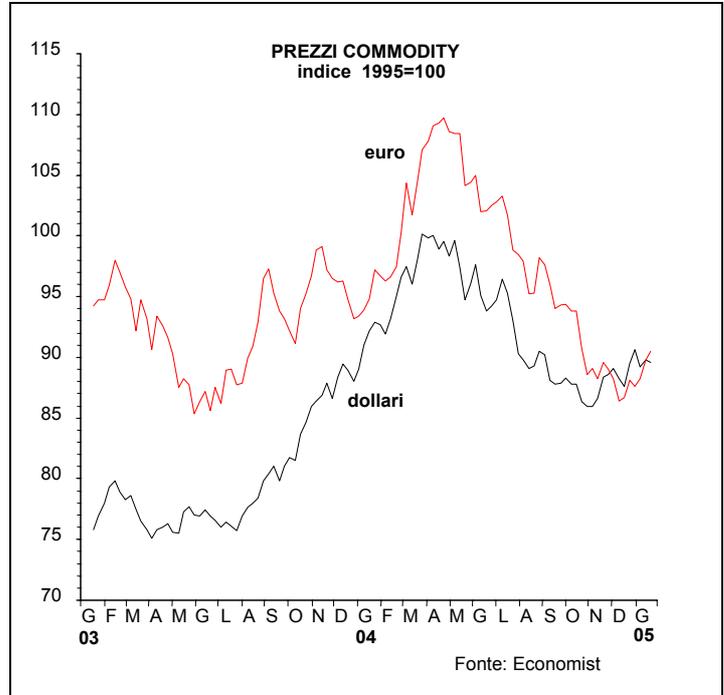
Permangono le incertezze relative al tasso di cambio. Le autorità cinesi appaiono restie a modificare il *currency peg* che lega il renminbi al dollaro statunitense con un tasso di cambio pari a 8,28 RMB/1\$. Nonostante le dichiarazioni di apertura nei confronti di un sistema di tasso di cambio flessibile, il governo non ha ancora preso alcuna decisione in merito a una revisione dell'attuale regime. Le attese sembrano orientate verso un aggiustamento contenuto del cambio, che continuerebbe comunque ad incoraggiare afflussi di capitale verso la Cina in attesa di un aggiustamento più marcato in futuro. Il governo cinese ha comunque sottolineato che la possibilità di cambiamenti nel rapporto di cambio con il dollaro statunitense è subordinata anche all'attuazione di alcune riforme che possano portare a progressi nella ristrutturazione del sistema bancario e nel processo di liberalizzazione dei capitali.



MATERIE PRIME PIU' CALME NEL 2005

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

- Lo scorso anno, i prezzi in dollari delle commodity hanno subito una forte accelerazione, quasi pari a quella sperimentata nel 2003. Tuttavia, nella parte centrale del 2004 si è assistito a una flessione delle quotazioni e a un riequilibrio tra i prezzi espressi in dollari e in euro.
- Negli ultimi tre mesi, le quotazioni sembrano aver trovato un assestamento, anche se la tendenza all'aumento dovrebbe riprendere in forma più moderata nel corso del 2005.
- I prezzi degli acciai, pur se previsti in aumento, dovrebbero mostrare una progressiva decelerazione rispetto ai recenti massimi. Una diversa dinamica potrà essere sperimentata dai prezzi di alcuni metalli non ferrosi, determinata dalla persistenza di condizioni produttive deficitarie che tenderanno a riflettersi in scorte ancora contenute nel 2005.



Nella media del 2004, i prezzi delle commodity espressi in dollari rilevati dall'indice generale *Economist* hanno evidenziato un incremento di oltre il 15%, quasi pari a quello registrato nel 2003. Il picco è stato rilevato ad aprile, quando l'indice aveva segnato un aumento complessivo di circa il 30% rispetto allo stesso mese dell'anno prima. Il

deprezzamento della valuta statunitense ha attenuato l'incremento dei corsi delle commodity espressi in euro, che è comunque risultato superiore al 5%. Tuttavia, nella parte centrale del 2004, il trend delle quotazioni delle principali materie prime ha iniziato un'inversione di rotta: a ottobre, l'indice *Economist* mostrava una flessione, rispetto ai massimi di aprile, del 15 e del 25% rispettivamente per i prezzi delle commodity espresse in dollari e in euro. Negli ultimi tre mesi, le quotazioni sembrano aver trovato un assestamento, anche se la tendenza all'aumento dovrebbe proseguire, sia pure moderatamente, nel corso del 2005.

Nell'ultimo biennio, il rialzo dei prezzi delle commodity è senz'altro da ascrivere alla forte crescita della domanda mondiale, sempre più attivata dalla produzione industriale dei paesi emergenti, soprattutto asiatici, e ad un'offerta potenziale di materie prime insufficiente, a causa della riduzione degli investimenti attuata dall'inizio del decennio. Ne è derivata una marcata contrazione delle scorte mondiali di commodity e un forte rialzo dei prezzi prevalentemente concentrato tra la metà del 2003 e i primi mesi del 2004.

Per il 2005, gli analisti sono piuttosto concordi nel ritenere un mercato delle commodity meno caldo, con quotazioni in aumento, ma lontane dai picchi da primato raggiunti nel 2004. E' l'indicazione proveniente nelle ultime settimane dal *Commodity Research Bureau* e da uno studio di *Barclays Capital*. I fattori che stanno orientando le previsioni verso una maggiore cautela sono soprattutto la ripresa della capacità produttiva delle commodity a livello mondiale e un tasso di crescita dei consumi asiatici meno brillante. Qualche incognita comunque non manca. I prezzi delle materie prime, infatti, potrebbero salire ancora nel caso in cui le scorte dovessero mantenersi sotto i livelli medi e si verificasse una interruzione dell'offerta. Ci saranno tuttavia settori ancora sotto pressione, come i grandi utilizzatori di acciaio. I prezzi degli acciai, soprattutto quelli lunghi, dovrebbero comunque mostrare una progressiva decelerazione rispetto ai recenti massimi (tra il 2002 e il 2004 le quotazioni di questi materiali sono pressochè raddoppiate). La dinamica ribassista sarà però rallentata dall'aumento atteso per i prezzi dei minerali di ferro nel 2005 e dal mantenimento del prezzo dei rottami su livelli medi non inferiori a quelli del 2004. Per una flessione dei prezzi degli acciai si dovrà forse attendere il 2006. Una dinamica simile potrà essere sperimentata dai prezzi di alcuni metalli non ferrosi, determinata dalla persistenza di condizioni produttive deficitarie che tenderanno a riflettersi in scorte ancora contenute nel 2005. Un maggiore rientro delle quotazioni è atteso per i prezzi di nickel e zinco, che saranno interessati da un mercato in maggiore equilibrio, mentre su livelli più elevati sono ancora previsti i prezzi del piombo, stagno e alluminio. Un caso a parte dovrebbe essere costituito dal rame, i cui prezzi nell'ottobre 2004 sono volati ai massimi da nove anni (130 cents per libbra). I produttori stanno massimizzando la produzione nel tentativo di raccogliere i frutti di questo ciclo positivo. Per il 2005 la media delle quotazioni del rame potrebbe posizionarsi almeno un 5% al di sotto dei massimi di ottobre; una più consistente flessione è prevista solo nel 2006. All'interno della filiera chimica, sono previste riduzioni dei prezzi degli organici di base e delle commodity plastiche soprattutto a partire dalla seconda parte del 2005, per effetto della progressiva riduzione delle quotazioni petrolifere e dei combustibili rispetto ai massimi del 2004. Nel comparto delle commodity agricole, condizioni di offerta eccedentarie dovrebbero mantenere su livelli contenuti i prezzi di cereali, coloniali, lana e cotone. Le materie prime agricole non alimentari stanno infatti sperimentando un recupero dell'offerta anticipato rispetto a quello prevedibile per altri materiali, con uno sfasamento rispetto al ciclo dell'offerta connesso agli investimenti nel settore metallifero e petrolifero. Solo per le quotazioni delle pelli è probabile un riequilibrio verso l'alto nel prossimo biennio, sostenuto dal deprezzamento del dollaro.

MOBILE ITALIANO, DI QUALITÀ

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

- L'industria italiana del legno-arredamento è tra le poche del *made in Italy* a non aver risentito eccessivamente della congiuntura stagnante e del rafforzamento della competizione asiatica. I preconsuntivi del 2004 mostrano un fatturato in aumento del 2,7% trainato dalle vendite all'estero.
- La comparsa di nuovi produttori sui mercati internazionali ha determinato una riduzione della quota italiana sulle esportazioni mondiali di mobili mentre sono avanzate le produzioni di Canada e Messico di alcuni paesi dell'Europa Centro-orientale e della Cina, divenuta primo fornitore dell'Italia.

I dati preconsuntivi del 2004 dell'industria italiana del legno-arredamento mostrano un settore in ripresa, tra i pochi del *made in Italy* a non aver risentito eccessivamente della congiuntura stagnante in Europa e del rafforzamento della competizione da parte dei paesi asiatici. Il fatturato dell'intera filiera ha raggiunto, nell'anno appena trascorso, un valore superiore ai 38 miliardi euro, pari a una crescita su base annua del 2,7%.

Il comparto a monte della filiera - la lavorazione e la produzione del legno - ha mostrato un incremento lievemente superiore (+3,6%) a quello del comparto arredo (+2,1%). Su questo risultato ha influito la congiuntura positiva del settore edilizio, come pure la forte crescita dei paesi asiatici che ha reso insufficiente la capacità produttiva interna di semilavorati in quei paesi, offrendo opportunità di vendite ai produttori italiani. Nel complesso, a fronte di un mercato interno scarsamente dinamico, anche in questo settore la ripresa è stata determinata dalla favorevole evoluzione delle vendite all'estero, per quanto non sempre positiva sui principali mercati di sbocco. In Europa si è assistito a un incremento degli acquisti da parte di Regno Unito (+5,9%) e Francia (+3,2%) ma anche a un arretramento da parte della Germania (-6,8%). Tra i mercati emergenti, quello russo si è mostrato tra i più ricettivi nei confronti dei mobili italiani come dimostra la costante crescita di marchi ed imprese italiane in territorio russo e l'aumento delle esportazioni di mobili che nei primi nove mesi del 2004 hanno registrato un incremento del 32,3%. Il successo dell'arredo italiano in Russia, dove il nostro paese è *leader* con una quota di mercato del 60% (la Germania, secondo paese fornitore, detiene una quota del 13%) è legato a una serie di fattori che vanno dal dinamismo del mercato immobiliare interno al miglioramento del tenore di vita dei cittadini russi che ha spostato la domanda di mobili dalla fascia medio-bassa a quella medio-alta avvantaggiando i produttori esteri di arredi di qualità, settore in cui il *made in Italy* è da sempre *leader* indiscusso.

Sebbene i dati dello scorso anno evidenzino una situazione di recupero rispetto alle flessioni del biennio precedente e l'industria dell'arredamento italiano mantenga una posizione competitiva di rilievo a livello internazionale (primo paese esportatore, quarto produttore), la comparsa di nuovi produttori ha determinato una riduzione della quota italiana sulle esportazioni mondiali. Nel corso degli anni '90, questa è passata dal 18,6% del 1990 al 13,6% del 2003. Ancor più è scesa quella della Germania e complessivamente quella della UE, mentre sono avanzate le produzioni di Canada e Messico nel mercato NAFTA, di alcuni paesi dell'Europa Centro-orientale come la Polonia, diventato il primo fornitore della Germania sull'intera filiera e, soprattutto, di alcune economie dinamiche dell'Asia come quella thailandese. La Cina, in particolare, ha aumentato significativamente la sua presenza sul mercato europeo: nel '90 esportava mobili nella Ue per 26 milioni di dollari, saliti a 141 nel '96, poi balzati a 801 nel 2002. Parallelamente, tra il '90 e il 2002 la quota dell'Italia nell'import della Ue è scesa dal 20,5% al 14,8%, mentre quella cinese è salita dallo 0,4% al 6,1%. Se la Cina nel 2003 era al terzo posto nella classifica dei paesi dai quali l'Italia maggiormente importa mobili, dall'anno scorso è salita al primo posto, superando Germania e Austria (nel periodo gennaio-settembre 2004 l'Italia ha importato dalla Cina mobili per 124 milioni di euro con un aumento del 42% su base annua). La competizione cinese, sta avendo tuttavia un impatto significativo nella fascia medio-bassa del mercato, mentre resta limitato nella fascia medio-alta e quasi nullo nel segmento alto.

Nel 2005, il rincaro delle materie prime e l'euro forte, potrebbero limitare il tasso di crescita produttiva del settore che continuerà comunque a contare sull'apporto positivo del mercato interno e di quello estero. Grazie al contenimento dei prezzi e all'impegno degli imprenditori nel diversificare i mercati e nel porre attenzione agli aspetti della distribuzione del prodotto, le esportazioni risentiranno limitatamente del leggero rallentamento del commercio internazionale. Per quanto riguarda le importazioni, la forza dell'euro rispetto al dollaro e l'ulteriore guadagno di competitività della Cina (la cui divisa è agganciata a quella Usa) continueranno a favorire l'incremento della quota di mobili importati sul consumo. A livello dei principali paesi produttori di mobili, le prospettive di crescita sono migliori per i paesi in via di sviluppo, rimangono favorevoli per Stati Uniti mentre in Europa sono più rosee per i nuovi paesi UE. Un caso particolare sarà la Germania, in crescita grazie all'integrazione di industrie polacche. Si prospetta inoltre una crescita sostenuta in Oriente (Cina e India principalmente).

IL SISTEMA LEGNO-ARREDAMENTO

	2003	2004*	var% 04/03
Fatturato	37.170	38.179	2,7
Esportazioni	11.805	12.018	1,8
Importazioni	5.284	5.590	5,8
Saldo commerciale	6.521	6.428	-1,4
Export/ fatturato	31,8%	31,5%	-0,9
Addetti	411.562	411.562	0,0

* Preconsuntivi 2004

Fonte: Cosmit/Federlegno-Arredo

TORO IN DECOUPLING

G. Pedone ☎ 06-4702 7055
 giovanni.pedone@bnlmail.com

Gli ingenti debiti (commerciale e federale) degli Stati Uniti continuano a pesare sulle prospettive dei mercati correlati anche se l'appiattimento dei tassi d'interesse è in grado di sterilizzarne in parte gli effetti. Saggi reali bassi però, sfavoriscono nel contempo l'allocatione sul comparto obbligazionario e sul reddito fisso, perchè limitano le possibilità di ulteriori rialzi di rendimento. Restano intatte, piuttosto, le pressioni nel tratto lungo della curva dei rendimenti Usa, che inizia a scontare il peggioramento delle attese inflazionistiche deteriorate dalla debolezza del dollaro. Flussi favorevoli invece all'obbligazionario giapponese, sospinto dal livello "nullo" dei rendimenti e dagli ultimi smobilizzi sul Nikkei.

I mercati azionari vivono una nuova stagione di decoupling, dove l'allocatione geografica torna protagonista dopo un decennio di globalizzazione finanziaria a stelle e strisce ad unico driver (Wall Street).

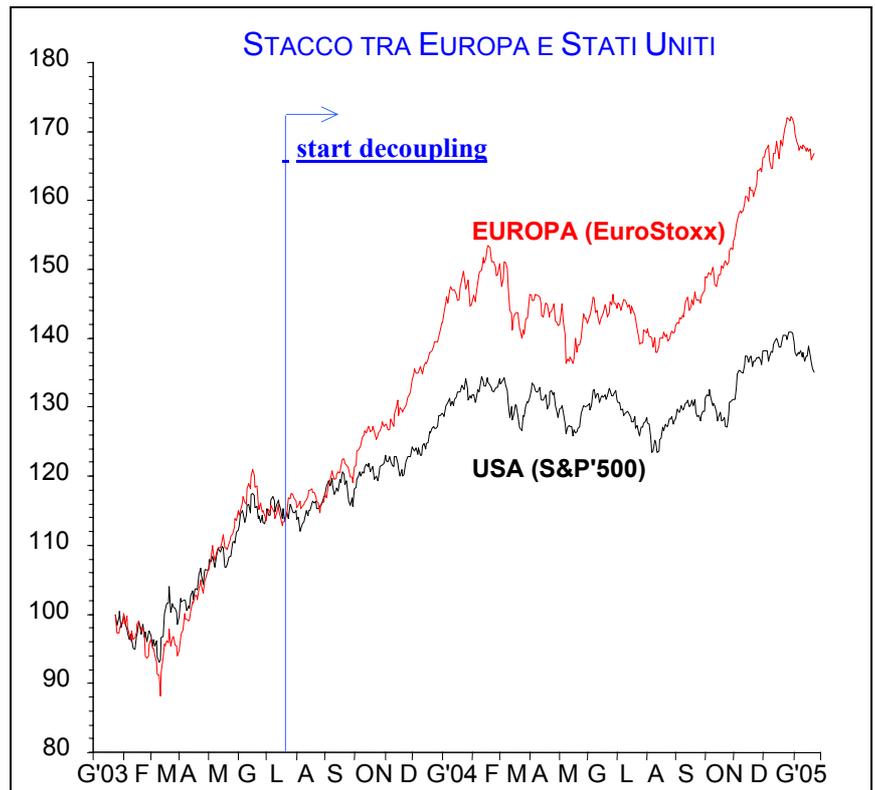
Il 2005 è iniziato con una marcata supremazia delle borse europee su quelle statunitensi che ha riportato alla ribalta le preferenze geografiche degli investitori.

Se i confini sono ora evidenti, il distacco effettivo è avvenuto da tempo, già nel corso del 2003 (luglio), consolidandosi poi gradualmente in un flusso pro-Europa, in primis Londra e Francoforte (cfr. primo grafico).

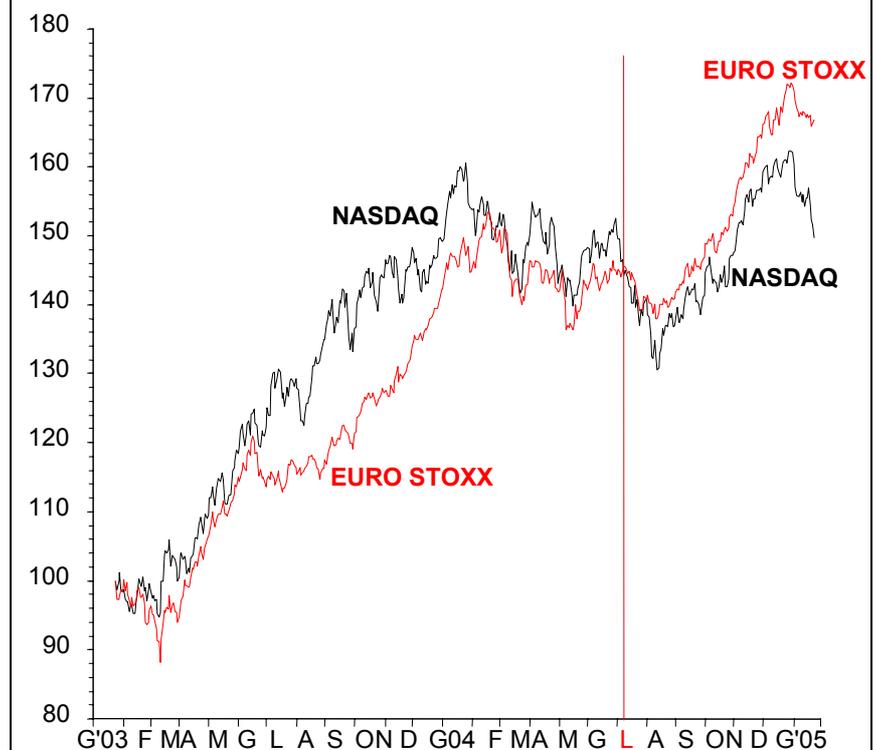
Dopo anni di simbiosi gli indici del Vecchio Continente hanno deciso di prendere la via del rialzo relativo sulla scia dei nuovi rapporti di forza valutari e ignorando il differenziale di crescita con gli Stati Uniti.

Dall'analisi sui mercati tecnologici il decoupling appare alternato e più ritmato (cfr. secondo grafico) per la differente reattività implicita del Nasdaq. Solo recentemente infatti (dal luglio 04) si è offuscata la stella del Nasdaq a vantaggio della galassia Europa, che catalizza ora maggior risorse ma esce da un periodo (secondo semestre 03) di grande forza del Nasdaq e scarso appeal degli asset europei (già logori da dollaro e petrolio).

L'attuale supremazia europea in termini di flussi non è destinata ad esaurirsi in tempi brevi ma seguirà, seppur a distanza, l'andamento del dollaro e le modalità di trasmissione della politica monetaria. Resta auspicabile un morbido, graduale, ("smooth trend") aumento dei tassi d'interesse Usa invece di manovre più brusche e repentine.



Nasdaq più resistente

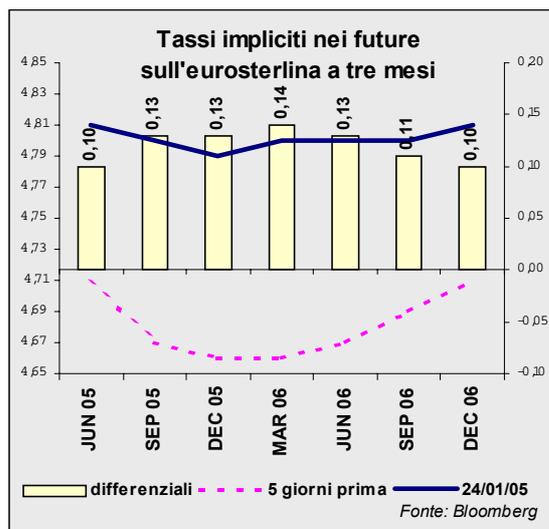


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, S&P's

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Negli Stati Uniti, dalla lettura del *Beige Book* di gennaio è emerso uno scenario caratterizzato da un'attività economica che sta proseguendo la fase di crescita. I consumi sono risultati in miglioramento in alcuni distretti rispetto al precedente rapporto. Anche l'attività manifatturiera si è rafforzata nella maggior parte delle aree interessate dall'indagine. Il mercato del lavoro ha continuato a migliorare, con una dinamica salariale moderata.
- Gli indicatori di fiducia del comparto manifatturiero americano segnalano però una decelerazione su valori, comunque, indicativi di una fase di espansione. L'Empire manufacturing è passato a gennaio da 27,1 a 20,1 e il Philadelphia Fed da 25,4 a 13,2. La fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan, ha subito una contrazione da 97,1 a 95,8. L'economia Usa sembrerebbe indirizzata verso una crescita solida, ma maggiormente in linea con il potenziale di lungo periodo.
- Sul fronte dei prezzi, il rapporto della Fed ha evidenziato come le pressioni inflazionistiche rimangano sotto controllo. In alcuni distretti, le imprese continuano ad apparire in difficoltà nel trasferire sulla clientela i maggiori costi sopportati. I dati sull'inflazione americana di dicembre hanno confermato tale scenario. I prezzi al consumo hanno registrato una contrazione congiunturale dello 0,1%. La variazione tendenziale è passata dal 3,5% di novembre al 3,3% con una media per l'intero 2004 del 2,7%. Il valore di dicembre è stato favorito dal calo della componente energetica, mentre il comparto alimentare è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. La componente *core*, al netto di alimentari ed energia, è cresciuta dello 0,2% m/m e del 2,3% a/a con una media annua dell'1,8%.
- Negli Usa nel mese di novembre gli afflussi netti di capitale dall'estero hanno registrato un sensibile incremento, passando dai 48,3 miliardi di dollari di ottobre a 81 miliardi. Sembrerebbe essersi, quindi, interrotto quel trend discendente che aveva caratterizzato l'ultimo periodo. Si sono, quindi, attenuate le preoccupazioni sulla capacità degli Stati Uniti di continuare ad attrarre un volume di capitali sufficiente a finanziare il pesante squilibrio dei conti con l'estero.
- L'area dell'euro continua ad essere caratterizzata da uno scenario che invia segnali contrastanti sul fronte della crescita in un contesto di sostanziale stabilità dei prezzi. La produzione industriale dei paesi aderenti alla moneta unica a novembre si è ridotta su base stagionalizzata dello 0,3%, dopo il -0,6% di ottobre. Nello stesso mese mentre i nuovi ordini industriali dell'area euro sono inaspettatamente aumentati dell'1,7% m/m (dal precedente -0,2%) quelli tedeschi hanno registrato un -2,4% m/m. In Francia, la spesa per consumi delle famiglie ha, invece, chiuso il 2004 con un inatteso +0,2% m/m (+6,6% a/a).
- Sul fronte dei prezzi europei, l'inflazione di dicembre è stata rivista al rialzo rispetto alla stima flash di Eurostat (+2,3% a/a) con una variazione congiunturale del +0,4% e del 2,4% a/a, da -0,1% m/m +2,2% a/a di novembre. La componente *core*, al netto di alimentari ed energia, è cresciuta dello 0,5% m/m e dell'1,9% a/a. Sull'indice generale hanno pesato i forti aumenti registrati nel comparto alcool e tabacco (+8,4% a/a) influenzati anche dall'incremento della tassazione indiretta in alcuni paesi. L'indice al netto del tabacco ha, infatti, conosciuto una decelerazione al 2% a/a, dal precedente 2,1%.
- Il differente orientamento della politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico dovrebbe portare ad un graduale ulteriore aumento del differenziale tra i tassi americani e quelli europei. La Fed dovrebbe proseguire nel proprio cammino verso un tasso ritenuto neutrale con un ritmo che sarà dettato prevalentemente dai prossimi dati in uscita. La Bce, al contrario, dovrebbe mantenere invariato il tasso di riferimento nei prossimi mesi al fine di non sottrarre il sostegno monetario ad una crescita economica che prosegue contrastata.
- Nel Regno Unito il livello generale dei prezzi ha registrato a dicembre un aumento dello 0,5% m/m +1,6% a/a. Il dato è stato influenzato dal comparto casa (+2,2% m/m), dai trasporti (+1,7% m/m). Sul fronte della crescita mentre le vendite al dettaglio hanno subito una brusca contrazione (-1% m/m) in dicembre, le condizioni del mercato del lavoro sono migliorate ulteriormente con il numero dei senza lavoro ridotti di oltre 6 mila unità. In tale scenario riteniamo che la Banca d'Inghilterra manterrà invariato il tasso di riferimento anche nei prossimi mesi, come sembra evidenziato dalle variazioni subite dai tassi impliciti nei future sull'eurosterlina a 3 mesi.



	dati storici		24/01/05	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen - dollaro	106,45	108,82	102,8	102,0	104,0
dollaro - euro	1,261	1,249	1,304	1,350	1,340
yen - euro	134,3	135,9	134,0	137,7	139,4
sterlina - euro	0,693	0,691	0,695	0,703	0,704
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,13	2,08	2,70	2,90	3,15
euro	2,09	2,15	2,14	2,15	2,35
yen	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,06	4,90	4,87	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,13	4,08	4,14	4,60	4,30
Germania	4,19	3,92	3,55	3,70	4,00
Giappone	1,33	1,49	1,36	1,65	1,50
Italia	4,32	4,07	3,68	3,85	4,15
Gran Bretagna	4,78	4,76	4,59	4,70	4,80

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	1,0	0,8	0,7	0,8
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,8	3,9	3,1	2,9	3,2
var.% anno su anno	3,0	4,4	3,5	5,0	4,8	4,0	3,9	3,7	3,7	3,4	3,2

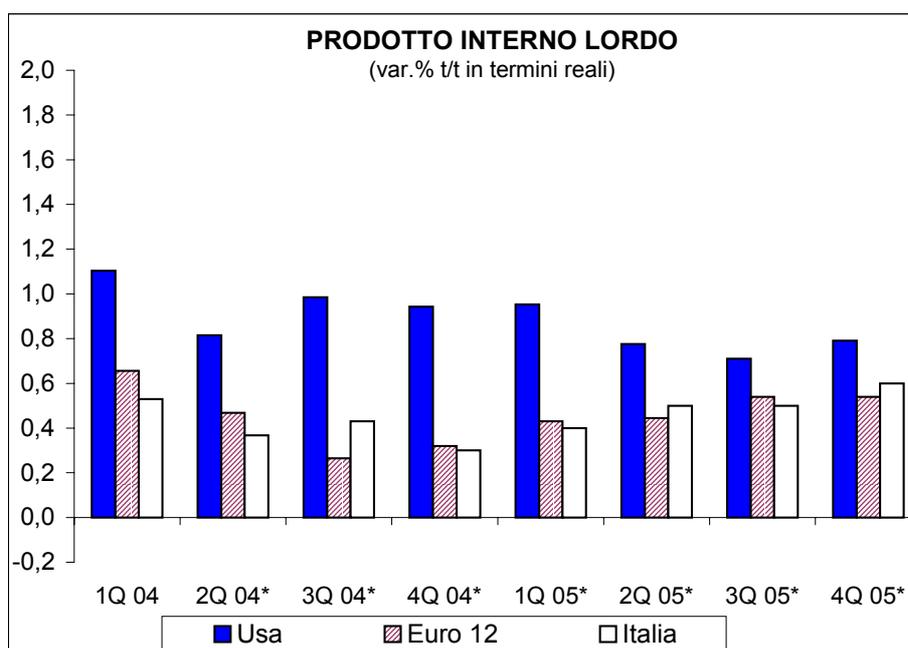
AREA EURO

	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	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
var.% trim su trim annualizzato				2,7	1,9	1,1	1,3	1,7	1,8	2,2	2,2
var.% anno su anno	0,5	1,7	1,7	1,4	2,1	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	2,0

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	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,1	1,5	1,7	1,2	1,6	2,0	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,3	1,3	1,6	0,8	1,3	1,3	1,7	1,4	1,5	1,5	1,9

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



LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,5	116,7	117,3	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
variazioni congiunturali													
	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	-0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
variazioni tendenziali													
	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	2,2	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	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	108,6	108,4	109,4	110,2	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,3
variazioni congiunturali													
	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	-0,6	-0,2	0,9	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	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	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,2	2,2

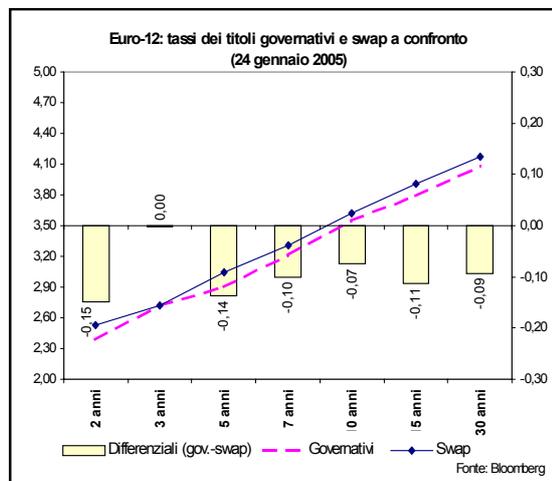
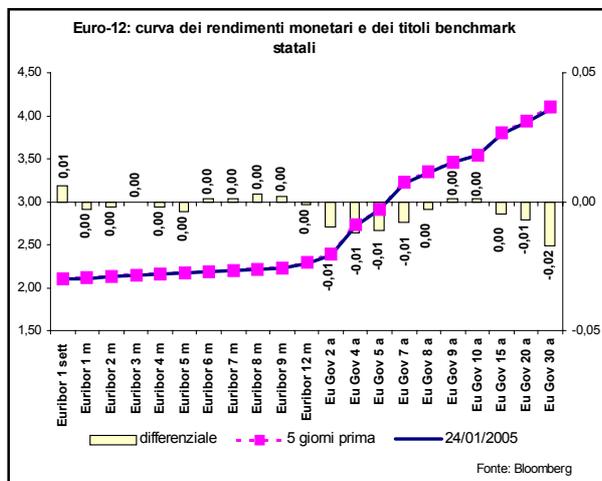
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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	125,8	126,2	126,6	126,8	127,2	127,4	127,5	127,6	127,8	128	128,3	128,5	127,3
variazioni congiunturali													
	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	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
variazioni tendenziali													
	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	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1	2,2	2,4	2,3	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



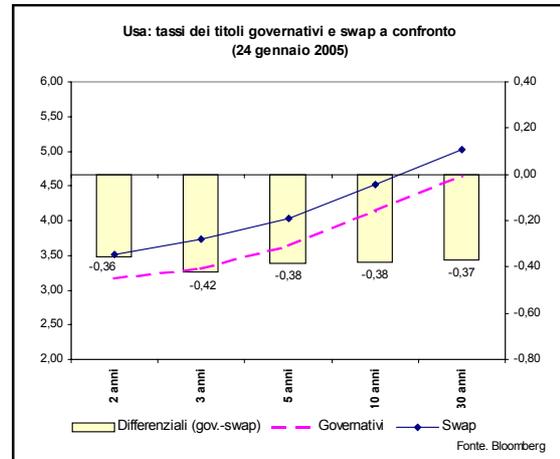
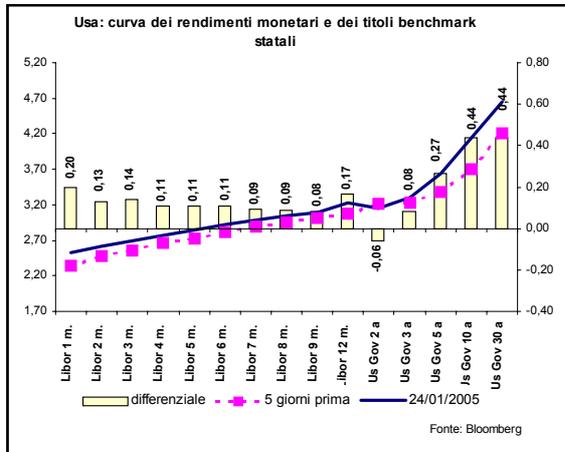
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	21/1/05	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,296	1,309	1,339	1,261	1,049	1,179	-1,0	-3,2	2,8	23,6
Canada	1,594	1,586	1,642	1,631	1,655	1,800	0,5	-3,0	-2,3	-3,7	-11,5
Australia	1,698	1,724	1,748	1,633	1,856	1,910	-1,5	-2,8	4,0	-8,5	-11,1
Nuova Zelanda	1,831	1,873	1,878	1,874	1,998	2,223	-2,3	-2,5	-2,3	-8,4	-17,7
Giappone	134,6	134,3	139,9	134,9	124,4	133,7	0,2	-3,8	-0,2	8,2	0,7
Argentina	3,826	3,848	3,944	3,652	3,531	1,180	-0,6	-3,0	4,8	8,4	224,3
Swizzera	1,549	1,549	1,540	1,569	1,452	1,617	0,0	0,6	-1,3	6,7	-4,2
Regno Unito	0,695	0,701	0,692	0,690	0,651	0,711	-0,8	0,4	0,8	6,9	-2,2
Svezia	9,057	9,048	8,970	9,164	9,153	9,470	0,1	1,0	-1,2	-1,0	-4,4
Danimarca	7,442	7,440	7,434	7,447	7,429	7,450	0,0	0,1	-0,1	0,2	-0,1
Norvegia	8,197	8,175	8,258	8,640	7,276	8,855	0,3	-0,7	-5,1	12,7	-7,4
Cipro	0,582	0,582	0,579	0,587	0,573	0,582	0,0	0,6	-0,8	1,5	-0,1
Repubblica Ceca	30,37	30,37	30,49	32,77	31,58	35,11	0,0	-0,4	-7,3	-3,8	-13,5
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	246,6	247,0	245,1	263,9	236,3	251,5	-0,1	0,6	-6,5	4,4	-1,9
Lettonia	0,696	0,696	0,689	0,671	0,614	0,667	0,0	1,0	3,7	13,4	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,431	0,432	0,432	0,430	0,418	0,443	-0,2	-0,2	0,3	3,2	-2,7
Slovacchia	38,66	38,58	38,57	40,59	41,50	42,99	0,2	0,2	-4,7	-6,9	-10,1
Slovenia	239,8	239,8	239,8	237,4	230,2	189,0	0,0	0,0	1,0	4,2	26,8
Polonia	4,0763	4,063	4,102	4,708	4,021	4,071	0,3	-0,6	-13,4	1,4	0,1
Russia	36,49	36,59	37,23	36,33	33,53	25,32	-0,3	-2,0	0,4	8,8	44,1
EURO	92,9	93,3	94,0	92,4	84,5	93,3	-0,5	-1,2	0,6	10,0	-0,4
<i>cambio effettivo nominale</i>											

Fonte: Datastream

PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	21/1/05	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,222	1,217	1,229	1,301	1,572	1,598	-0,4	0,6	6,5	28,6	30,7
Australia (*)	0,768	0,759	0,766	0,773	0,562	0,516	1,1	0,2	-0,7	36,7	48,8
Nuova Zelanda (*)	0,715	0,700	0,711	0,671	0,524	0,425	2,1	0,5	6,5	36,3	68,1
Giappone	102,7	102,0	104,5	106,9	118,8	131,8	-0,6	1,7	4,1	15,7	28,4
Corea del Sud	1.032	1.037	1.058	1.186	1.200	1.320	0,4	2,5	14,9	16,3	27,9
Filippine	55,51	55,75	56,18	55,57	53,60	51,60	0,4	1,2	0,1	-3,4	-7,0
Indonesia	9.149	9.160	9.322	8.403	8.950	10.370	0,1	1,9	-8,2	-2,2	13,3
Singapore	1,633	1,639	1,642	1,699	1,734	1,849	0,4	0,5	4,0	6,2	13,2
Thailandia	38,56	38,73	39,04	39,02	43,11	44,05	0,4	1,2	1,2	11,8	14,3
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,70	43,60	43,75	45,40	47,97	48,27	-0,2	0,1	3,9	9,8	10,5
Argentina	2,94	2,94	2,96	2,90	3,36	1,00	-0,1	0,7	-1,4	14,2	-66,1
Brasile	2,69	2,70	2,70	2,84	3,54	2,30	0,5	0,5	5,7	31,8	-14,6
Cile	577,3	573,1	567,5	566,2	720,3	646,3	-0,7	-1,7	-1,9	24,8	11,9
Colombia	2.375	2.357	2.338	2.739	2.867	2.297	-0,8	-1,6	15,3	20,7	-3,3
Messico	11,26	11,24	11,18	10,95	10,46	9,11	-0,2	-0,7	-2,8	-7,1	-19,1
Perù	3,27	3,26	3,26	3,47	3,50	3,44	-0,2	-0,1	6,1	7,2	5,3
Uruguay	25,38	25,29	26,61	29,52	27,20	14,75	-0,4	4,8	16,3	7,2	-41,9
Venezuela	2.723	2.729	2.541	3.180	1.387	759	0,2	-6,7	16,8	-49,1	-72,1
Israele	4,37	4,36	4,34	4,43	4,75	4,48	-0,2	-0,8	1,3	8,6	2,5
Sud Africa	5,99	6,02	5,67	7,11	8,57	12,37	0,5	-5,3	18,8	43,2	106,7
Turchia	1,3396	1,3528	1,3881	1,3295	1,6437	1,4298	1,0	3,6	-0,8	22,7	6,7
Area dell'Euro (*)	1,296	1,309	1,339	1,261	1,049	0,904	-1,0	-3,2	2,8	23,6	43,5
Regno Unito (*)	1,877	1,870	1,928	1,832	1,610	1,439	0,4	-2,6	2,5	16,6	30,5
Svizzera	1,185	1,180	1,154	1,240	1,383	1,650	-0,4	-2,6	4,6	16,7	39,3
Danimarca	5,71	5,68	5,56	5,89	7,08	8,28	-0,5	-2,5	3,3	24,1	45,2
Norvegia	6,32	6,24	6,17	6,85	6,97	8,87	-1,2	-2,5	8,4	10,2	40,2
Svezia	6,94	6,92	6,73	7,21	8,69	10,28	-0,2	-3,0	4,0	25,3	48,1
Russia	28,16	27,87	27,89	28,79	31,78	30,14	-1,0	-1,0	2,2	12,9	7,0
Polonia	3,13	3,11	3,07	3,73	3,81	3,96	-0,7	-2,0	19,3	21,8	26,4
Repubblica Ceca	23,43	23,19	22,77	26,00	30,14	35,27	-1,0	-2,8	11,0	28,7	50,6
Ungheria	189,3	188,6	183,3	208,1	224,9	272,9	-0,4	-3,2	9,9	18,8	44,1
DOLLARO USA	90,9	90,3	90,2	94,4	110,5	122,0	0,7	0,8	-3,7	-17,7	-25,5

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 25 AL 31/1/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 25	Stati Uniti: discorso di Hoenig della Fed sulla politica monetaria
Mercoledì 26	Regno Unito: verbali dell'ultimo incontro di politica monetaria della Banca d'Inghilterra Area Euro: intervento di Weber della Bce a Berlino

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 25	Italia	Indice di fiducia dei consumatori destag.	gennaio	103,5	103,3
Mercoledì 26	Germania	Ifo ☺	gennaio	96,2	96,0
		Ifo (attese)	gennaio	96,4	96,7
		Ifo (sit. corrente)	gennaio	96,0	95,7
		Regno Unito	Pil (revisione)	III tr. 04	0,5% t/t; 3,1% a/a
Giovedì 27	Italia	Indice di fiducia delle imprese	gennaio	88,9	89,2
		Bilancia commerciale (non EU)	dicembre	129 mln euro	160 mln euro
Venerdì 28	Francia	Indice di fiducia delle imprese	gennaio	104,0	104,0
	Area Euro	M3 ds	dicembre	6,0% a/a	6,1% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 25	Stati Uniti	Indice di fiducia dei consumatori	gennaio	102,3	101,0
Giovedì 27	Stati Uniti	Ordinativi, beni durevoli	dicembre	1,4% m/m	0,7% m/m
		Ordinativi, beni durevoli (ex. trasporti)	dicembre	-1,4% m/m	1,3% m/m
		Richieste sussidio di disoccupazione	22 gennaio	319.000	330.000
Venerdì 28	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	dicembre	0,8% a/a	0,2% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo)	gennaio	0,0% a/a	-0,1% a/a
		Consumi delle famiglie	dicembre	-0,7% a/a	0,2% a/a
		Produzione industriale	dicembre	1,7% m/m	-1,2% m/m
	Stati Uniti	Pil (1 stima) ☺	IV tr. 04	4,0% t/t	3,5% t/t
		Pil, deflatore	IV tr. 04	1,4% t/t	2,1% t/t
		Costo del lavoro	IV tr. 04	0,9% t/t	0,8% t/t