

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

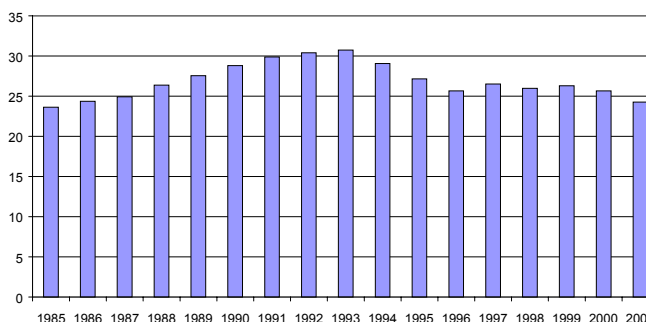
1 febbraio 2005
n. 4 - 2005

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

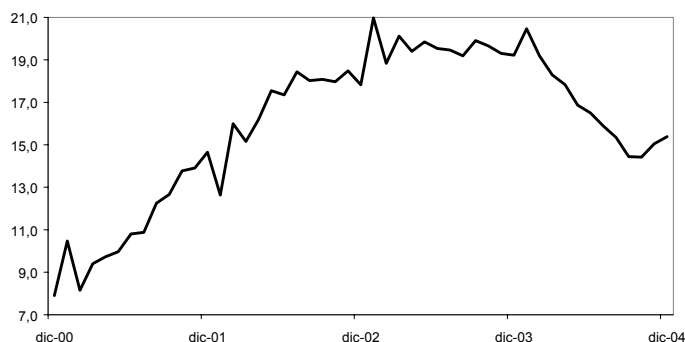
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

**CINA: RISPARMIO DELLE FAMIGLIE IN % DEL REDDITO
DISPONIBILE ANNUO**



CINA: DEPOSITI BANCARI DELLE FAMIGLIE
Variazioni % tendenziali



- ✓ Cina, paese dai molti "record". Anche per quanto riguarda il risparmio delle famiglie che ammonta su base annua a circa il 25% del reddito disponibile e trova precipuo investimento nei depositi bancari mentre cresce l'interesse verso il mercato immobiliare.

CINA: LE RIFORME SPINGONO IL RISPARMIO VERSO L'ALTO

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

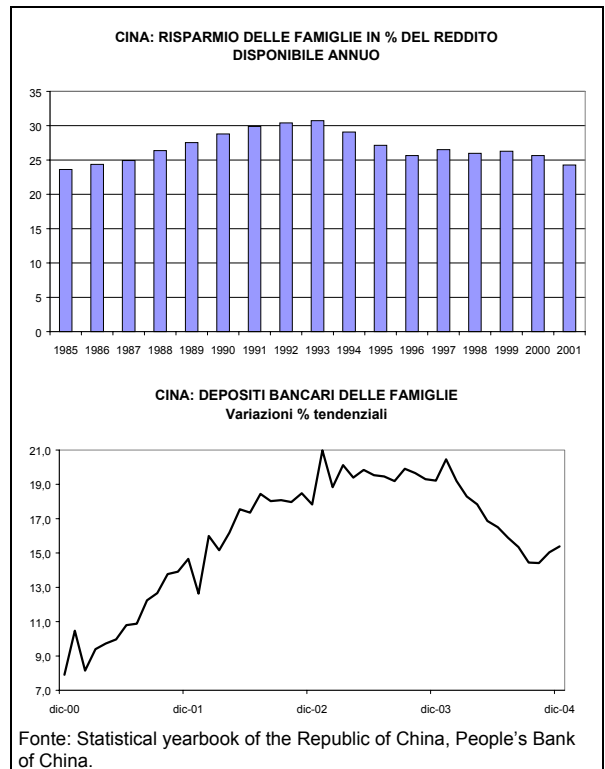
- Dal 1978 il tasso di risparmio nazionale cinese non è più stabilito per decreto statale. L'eliminazione del vincolo e l'attuazione di diverse riforme hanno contribuito a portare al 37% del Pil la quota di reddito annuo non consumato.
- Rispetto al passato le famiglie cinesi contribuiscono molto più attivamente alla crescita dell'aggregato nazionale ma i motivi alla base della maggiore propensione al risparmio sono diversi in città e nei centri rurali.
- La proprietà immobiliare, divenuta possibile solo nell'ultimo decennio dello scorso millennio, cresce a ritmi sostenuti.

Dopo aver sperimentato decenni di economia pianificata, dal 1978 la Cina ha avviato una serie di riforme per orientarsi progressivamente verso un'economia di mercato. Fino a quella data, una gestione totalmente centralizzata, controllata e programmata ha assicurato ai cittadini, attraverso le imprese statali, redditi stabili, seppure bassi, e la garanzia dei principali servizi sociali (casa, istruzione, pensioni e assistenza medica *cradle-to-grave benefits*) in particolare per gli abitanti delle aree urbane. In tale situazione il tasso di risparmio del paese era fissato, per decreto, al 27% del Pil e destinato esclusivamente al finanziamento degli investimenti statali. La composizione del risparmio, ovviamente, vedeva quale principale protagonista lo Stato la cui quota era pari, nel 1978, all'85% con il solo restante 15% quale risparmio delle famiglie.

Negli ultimi anni la rapida crescita che ha caratterizzato il paese, il processo di transizione verso un'economia sempre più industrializzata e privatizzata, e la conseguente costante migrazione della popolazione dalle campagne verso i centri urbani hanno, tra le altre cose, modificato profondamente sia l'ammontare del risparmio cinese (pari oggi al 37% del Pil) sia il peso dei diversi settori istituzionali nella composizione dell'aggregato nazionale. La costante erosione dei surplus delle imprese statali, e il parallelo incremento dei redditi e del tasso di risparmio delle famiglie hanno accresciuto sensibilmente il peso di quest'ultimo settore sul risparmio complessivo. Nelle aree rurali, già storicamente più propense a risparmiare per le minori occasioni di spesa e per fronteggiare l'onere di spese assistenziali e previdenziali non assicurate dallo stato, l'introduzione del diritto alla proprietà privata, il venire meno dell'organizzazione statale della produzione agricola e l'apertura di numerosi sportelli bancari in zone in precedenza non servite hanno ulteriormente stimolato l'accumulazione di risorse da destinare ora però a investimenti in terre e abitazioni. Per le famiglie delle aree urbane, invece, la maggiore incertezza circa il futuro determinata dalla riduzione delle garanzie per i lavoratori statali e alla crescita del numero di occupati nel settore privato, meno prodigo rispetto allo stato, hanno favorito la formazione di risparmio soprattutto per fini precauzionali. Per entrambe le tipologie di famiglie si aggiungono i riflessi della politica del figlio unico che ha innalzato sensibilmente l'indice di dipendenza degli anziani.

Nel complesso, la quota di reddito risparmiata dalle famiglie, anche se in marginale diminuzione negli anni più recenti, rimane elevata (intorno al 25%) specie in confronto ai livelli attuali delle economie sviluppate. Una conferma della crescente importanza delle famiglie nella creazione di ricchezza emerge anche dall'analisi dei depositi bancari: oggi la raccolta di depositi presso le famiglie pesa per oltre la metà del totale (era al 16,2% nel 1975) mentre la porzione di pertinenza delle imprese (69,4% nel '75) e dello stato è nel tempo gradualmente diminuita. Il ritmo di crescita dei depositi delle famiglie è sostenuto e nonostante sia rallentato nel corso del 2004 rimane, comunque, a due cifre. Il diverso profilo dei risparmiatori e le trasformazioni economiche hanno reso necessario un parallelo sviluppo del mercato finanziario per soddisfare la crescente domanda di fondi da parte delle imprese nascenti ma anche per assicurare adeguate garanzie ai depositi delle famiglie. A questo scopo, a partire dal 1978, parallelamente alle riforme del sistema economico sono state adottate importanti innovazioni nel sistema bancario e finanziario allo scopo di facilitare l'intermediazione tra i vari settori. Risalgono all'inizio degli anni '80 i primi collocamenti azionari e obbligazionari verso i quali hanno iniziato a orientarsi, con crescente successo, i risparmi delle famiglie.

Con l'obiettivo di canalizzare il risparmio dei nuclei familiari anche verso l'investimento in attività reali, tra le riforme avviate alla fine degli anni '70 vi è stata quella di promuovere la vendita di immobili statali. Fallito un primo tentativo in questa direzione a causa dell'ancora inadeguato livello dei redditi necessari per sostenere un tale investimento, l'iniziativa (anche per contenere eventuali pressioni inflazionistiche dovute a redditi crescenti) è stata riproposta con maggiore successo all'inizio dello scorso decennio attraverso forme piuttosto complesse di finanziamento statale. Attualmente, i valori del mercato immobiliare nelle principali città cinesi denotano un trend sostenuto e le superfici vendute registrano nuovi record ogni mese: a giugno 2004 il prezzo medio a metro quadrato era di 3.100 yuan (\$374,39), in aumento del 26,1% rispetto all'anno precedente; a Pechino però un appartamento può arrivare a costare anche 5.000 yuan (circa \$600) a metro quadrato a causa della scarsa offerta di terreni, dell'aumento della domanda estera e dello sviluppo delle infrastrutture in vista dei prossimi giochi olimpici. Le ultime rilevazioni di settembre (+9,9% a/a) segnalano, però, un rallentamento degli indici immobiliari dovuto, tra l'altro, a un atteggiamento di *wait-and-see* degli acquirenti intimoriti dalla crescita troppo rapida ed elevata delle quotazioni. L'ultima indagine condotta dalla banca centrale cinese ha comunque confermato che l'acquisto e l'arredamento della casa è, dopo istruzione e previdenza, tra i motivi principali di risparmio delle famiglie abitanti nei centri urbani.



LA RUSSIA TRA PETROLIO E MODERNIZZAZIONE

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

- La Russia ha risanato il bilancio pubblico e ha accumulato nel 2004 riserve in valuta e oro superiori al suo debito estero. Il 31 gennaio 2005 anche Standard & Poor's, dopo Moody's e Fitch, ha elevato il rating a livello *investment grade* (BBB-).
- La forte dipendenza dell'economia dalla produzione di petrolio e di altre materie prime ha sensibilizzato le autorità sull'opportunità di favorire lo sviluppo di ulteriori settori.

La Russia moderna è nata nel 1991 dalla scissione dell'URSS in 15 indipendenti repubbliche. Tra fine 2003 e marzo 2004 la Russia ha affrontato due importanti appuntamenti elettorali. Alle elezioni del 7 dicembre 2003 dedicate al rinnovo della Camera bassa o "Duma", composta da 450 deputati, il popolo russo ha dato una decisa vittoria al partito "Russia Unita" (RU) che appoggia il presidente Putin. RU può contare su circa 300 seggi, parte dei quali sono di deputati indipendenti che alla prima seduta della Duma hanno aderito a RU. Il partito comunista è la forza d'opposizione con il maggior numero di seggi (53), anche se pressoché dimezzati rispetto alla precedente legislatura (113). La camera alta, o "Consiglio della Federazione", è formata da 178 deputati, vale a dire da due rappresentanti per ciascuna delle 89 repubbliche e regioni della Russia. A marzo 2004 Vladimir Putin è stato riconfermato presidente per un secondo mandato di quattro anni. Il presidente, eletto con voto popolare, ha dichiarato di voler migliorare il livello di vita della popolazione e raddoppiare entro il 2010 il prodotto dell'economia russa.

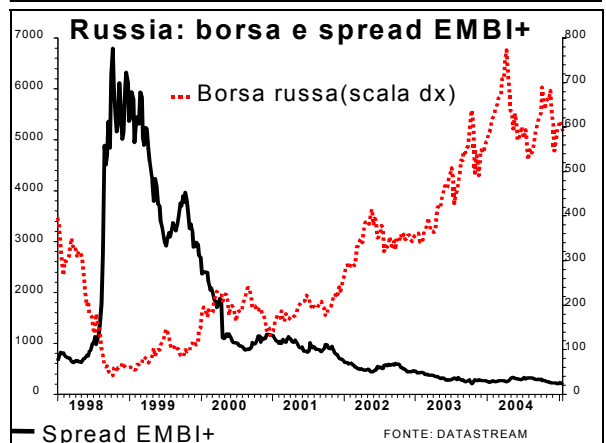
La Russia ha avviato un processo di ammodernamento che è stato accelerato nel corso del primo mandato del presidente Vladimir Putin, eletto il 26 marzo 2000. Tra le più importanti riforme vi è stata la semplificazione del sistema fiscale che ha introdotto un unico livello di prelievo sul reddito delle persone fisiche del 13%, uno dei più bassi nel mondo, ha ridotto a inizio 2002 dal 35% al 24% l'imposta sugli utili societari e, dal gennaio 2004, l'aliquota sull'imposta del valore aggiunto dal 20% al 18%. È stato avviato un processo di semplificazione amministrativa e di snellimento dell'apparato burocratico che richiederà tempo per essere perfezionato. Nonostante rimanga molto da fare, questi progressi hanno valso alla Russia il riconoscimento di economia di mercato da parte della Ue nel novembre del 2002 sulla scia di quanto fatto dagli Usa, nell'intento di accelerare l'adesione del paese al Wto. All'inizio del 2004 è entrata in vigore una legislazione fiscale restrittiva che ha limitato i poteri delle amministrazioni locali in materia di agevolazioni fiscali. I giudici hanno poi focalizzato l'attenzione sull'elusione fiscale mettendo molte società sotto accertamento. Ha così preso avvio il caso Yukos finito con la vendita della principale unità produttiva, Yuganskneftegaz, alla compagnia Baikal poi rilevata dall'azienda a partecipazione statale Rosneft. Anche la Sibneft si è vista richiedere 733 milioni di dollari di tasse arretrate. Lukoil è giunta ad un accordo extragiudiziale per chiudere le pendenze. Vimpelcom, operante nella telefonia mobile, deve rispondere per 300 milioni. Nonostante i crescenti timori, gli afflussi di capitali stranieri non hanno ceduto anche se si è registrato un aumento nei deflussi. Le riforme hanno però subito un rallentamento.

La Russia si è risolleata dal default del 1998 sul debito domestico per 40 miliardi di dollari grazie all'azione di due fattori: il forte deprezzamento del rublo successivo al default e il favorevole andamento dei corsi petroliferi. Nel 1999 la Russia ha segnato una crescita superiore al 6% e ha consolidato i progressi con un aumento record del Pil al 10% nel 2000, il miglior risultato degli ultimi 30 anni. Lo sviluppo è decelerato sulla scia del rallentamento internazionale al 5,1% nel 2001 e al 4,7% nel 2002, ma si è riportato verso il 7% nel 2003-2004 anche se vi sono attese di una decelerazione per il 2005-2006 indotte dall'apprezzamento del rublo e da un probabile calo dei corsi petroliferi. La crescita è sostenuta dai consumi, trainati dagli incrementi salariali, cui si sono aggiunti anche gli investimenti. L'inflazione è scesa all'11,7% a novembre del 2004 dal 21,6% del 2001, pur rimanendo oltre il tetto stabilito dalla Banca centrale. Il bilancio statale è in attivo dal 2000, il debito del governo è stato ridotto dall'oltre il 150% del Pil nel 1998 a poco meno del 40%, nonostante politica fiscale e monetaria siano relativamente accomodanti. Il saldo con l'estero è in attivo nonostante l'incremento delle importazioni. Il problema principale della Russia rimane l'eccessiva dipendenza dalla produzione di petrolio e di altre materie prime. Le autorità puntano a favorire la crescita di altri settori e delle piccole e medie imprese.

La Russia ha accantonato extra-incassi da petrolio nel cosiddetto fondo di stabilizzazione per pagare il debito estero in scadenza e ha dichiarato di voler restituire in anticipo circa 10 miliardi di dollari al Club di Parigi, che riunisce i paesi creditori. A gennaio 2005 il debito russo nei confronti del Club di Parigi ammonta a 46,1 miliardi di dollari, di cui 46 ereditati dall'Urss. Tra i principali creditori vi sono la Germania con 18 miliardi e l'Italia con 6. Con la restituzione anticipata, Mosca punta a ridurre la spesa per interessi, a dissuadere i paesi creditori dall'effettuare ulteriori cartolarizzazioni di debiti russi, come ha fatto la Germania a giugno 2004 e l'Italia a novembre. L'aumento delle riserve in oro e valuta nel 2004 a una cifra eccedente il debito estero ha indotto anche Standard & Poor's, dopo Moody's e Fitch, ad elevare il rating a livello *investment grade* (da BB+ a BBB-).

Russia	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	143,2		
Pil pro capite (in \$ Usa - PPP)	8.350		
Pil (var. % annua in termini reali)	7,3	7,0	6,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	13,7	10,8	8,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	30,7	28,8	27,5
Debito estero (in % del Pil)	41,5	33,2	31,7
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's Baa3	S&P BBB-	FITCH BBB-

Fonte: Ocse, IIF e nostre elaborazioni su dati Datastream (*) Previsioni



UN'EUROPA POCO UNITA NEI PROCESSI DI M&A

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

- Il 2004 ha segnato una fase di marcata ripresa nel processo di fusioni e acquisizioni a livello mondiale. In Europa le operazioni concluse nel solo quarto trimestre permettono una crescita annua del 37% in valore rispetto al 2003.
- Nella Ue le fusioni *cross border* sono spesso frenate dalla mancanza di una legislazione condivisa sul tema. Entro l'estate il Parlamento europeo dovrebbe tuttavia votare una direttiva comune sulla quale però pende ancora il nodo del sistema di *Mitbestimmung* tedesco.
- Anche negli Stati Uniti il processo di aggregazione è ripreso con vigore nel 2004; tuttavia i consumatori statunitensi si dimostrano spesso diffidenti verso le operazioni di fusione, soprattutto nei settori che riguardano l'“*America's daily live*”.

Il mercato europeo delle fusioni e acquisizioni ha chiuso il 2004 con un inaspettato balzo in avanti. Dopo tre anni di flessione, il valore delle operazioni condotte durante l'anno appena concluso è arrivato a oltre 693 miliardi di dollari, con un incremento del 37% rispetto al 2003. La ripresa si deve soprattutto alle operazioni condotte nel

quarto trimestre, pari a circa 299 miliardi di dollari, una cifra che non si registrava dal secondo trimestre del 2000. Rimane comunque piuttosto contenuto il numero delle operazioni (9.379 contro le 9.954 del 2003), cosa che da un lato evidenzia una ripresa delle attività ancora in fase iniziale, dall'altro indica un aumento del valore delle operazioni stesse. In effetti, le fusioni e acquisizioni condotte in Europa sono state finora mediamente inferiori a quelle condotte negli Stati Uniti, anche se nel 2004 le due maggiori operazioni di livello mondiale hanno visto coinvolte imprese europee.

A differenza di quanto avvenuto nel passato, tra le operazioni di fusione e acquisizione che nell'ultimo anno hanno riguardato (come obiettivo) imprese europee non emerge un settore leader: nella classifica per valore delle operazioni, ai primi tre posti compaiono imprese operanti nel settore energetico (21% del valore complessivo), dei servizi finanziari (12%) e della salute (12%); il settore industriale compare al primo posto per numero di operazioni condotte (1.496), seguito dall'alta tecnologia (1.201) e dal settore finanziario (1.059). Le imprese legate ai media e all'intrattenimento risultano al contrario tra le meno coinvolte in processi di aggregazione.

Il paese leader nelle operazioni di fusione e acquisizione nel 2004 è stato il Regno Unito, grazie soprattutto alle aggregazioni condotte negli ultimi tre mesi dell'anno (circa 131 miliardi di dollari, su un totale annuo nazionale pari a 255). Al secondo posto compare la Francia, cui fa capo nel primo trimestre una delle principali operazioni dell'anno, mentre rimangono indietro Germania e Italia. La Russia, dopo essere entrata prepotentemente nel mercato delle aggregazioni europee nel 2003, ha disatteso le aspettative per il 2004 risultando coinvolta solo in 309 operazioni.

Nel complesso, comunque, il mercato europeo è stato finora poco favorevole a processi di aggregazione *cross-border*; le legislazioni nazionali sono spesso incompatibili, e a volte mancano riferimenti normativi chiari sull'argomento. La mancanza di una legislazione di respiro comunitario aumenta notevolmente i costi legali e di consulenza per le imprese che intendono partecipare a processi di aggregazione fuori dai confini nazionali, con un grave svantaggio per le imprese minori, e in generale impedisce di fatto molte possibili operazioni. A fine 2004, tuttavia, i ministri dei 25 paesi membri hanno approvato una direttiva sulle fusioni transfrontaliere che dovrebbe essere votata dal Parlamento entro la prossima estate; il lungo *iter* che ne ha preceduto il varo (circa 20 anni di dibattito) indica le difficoltà nel raggiungere un accordo. Tra i principali nodi da sciogliere a riguardo vi è soprattutto la sorte del cosiddetto sistema di *Mitbestimmung* (o co-determinazione) tedesco, in base al quale i lavoratori hanno un'influenza nella conduzione delle grandi imprese superiore a quella di qualunque altro stato europeo. L'ultima versione della direttiva in effetti, sostiene che in seguito a una fusione che coinvolge un'impresa tedesca debbano essere applicate le regole tedesche; in altri termini, la nuova entità creata dovrebbe adottare il principio della co-determinazione se un terzo o più dei lavoratori sono tedeschi. La norma ha scontentato gli imprenditori tedeschi e rischia di rappresentare un freno alle operazioni con imprese con sede in Germania.

Anche negli Stati Uniti l'ultimo trimestre del 2004 ha segnato una ripresa sostenuta delle attività di fusione e acquisizione: dopo anni di flessione seguiti al 2001 (a causa del ciclo economico negativo, degli scandali societari e della caduta dei corsi azionari), le operazioni che hanno coinvolto imprese americane hanno raggiunto un valore di 250 miliardi di dollari, (809 miliardi di dollari è il valore dell'intero anno). Per il 2005 le stime parlano di una crescita ulteriore del 15-20% a/a, che dovrebbe riguardare soprattutto il settore ancora molto frammentato delle telecomunicazioni, quello finanziario e del software. La ripresa delle operazioni, oltre alla favorevole congiuntura economica, si deve anche alla crescita dei profitti societari, che hanno accresciuto la liquidità disponibile, ma anche alla debolezza del dollaro, che ha reso più appetibili le attività statunitensi agli operatori esteri. Ai dati positivi sulla ripresa delle attività negli Stati Uniti fa tuttavia riscontro un malumore spesso piuttosto diffuso tra gli utenti. Secondo una ricerca condotta nel paese in base alle indicazioni utilizzate dai principali istituti di analisi sulla fiducia dei consumatori, questi ultimi ritengono di aver ottenuto servizi migliori dopo processi di aggregazione solo nel 29% dei casi, mentre nei due anni successivi alle operazioni il 50% si dichiara meno soddisfatto dei servizi offerti dopo la fusione, e molti lamentano la riduzione delle loro possibilità di scelta. L'insoddisfazione raggiunge livelli massimi in corrispondenza di operazioni che coinvolgono imprese i cui servizi hanno un impatto diretto sullo “stile di vita americano”: compagnie petrolifere, servizi legati ai media, vendite al dettaglio e telecomunicazioni; al contrario, la soddisfazione sembra aumentare in seguito a operazioni che coinvolgono il settore alimentare.

PERCENTUALE DI CASI IN CUI UN SETTORE È
RISULTATO COINVOLTO COME "OBIETTIVO" NEI
PROCESSI DI FUSIONE E AGGREGAZIONE IN
EUROPA NEL 2004

ENERGIA	21
SERVIZI FINANZIARI	12
SALUTE	12
IMMOBILIARE	9
INDUSTRIA	9
TELECOMUNICAZIONI	8
MATERIE PRIME	7
CATENE DI VENDITA AL DETTAGLIO	5
ALTA TECNOLOGIA	5
MEDIA E INTRATTENIMENTO	5
PRODOTTI E SERVIZI PER IL CONSUMO	7

Fonte: Thomson financial

MARGINI DA TORO

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

Il ritorno del classico decoupling Usa-Ue sulla scena azionaria non fotografa esattamente il differenziale di ripresa tra le due aree economiche ma tenta piuttosto di seguire le orme tracciate dall'analisi dei multipli che individua come relativamente satura la fascia statunitense e ben più attrattiva quella europea, lasciando poi il Giappone nuovamente fuori dai giochi, alle prese coi problemi di sempre (crisi della domanda interna e trappola della liquidità). In effetti, il decoupling si limita a riprodurre in andamento le aspettative di rialzo o ribasso legate unicamente allo stato dei prezzi di borsa, valutate alla luce dell'ipercomprato o venduto, cioè alla media del loro trascorso, se hanno corso troppo o se invece hanno spazi di rivalutazione. Un'imitazione semplicistica del rischio di downside, quello cioè a cui sono esposti i listini dopo una serie di rialzi susseguenti. Appare quindi fragile la sostenibilità del decoupling pro Europa, perchè, oltre ad ignorare il raffreddamento dell'Euro e i segnali di ripresa degli Stati Uniti (consumi e investimenti), non tiene affatto in considerazione i mutamenti dei fondamentali e gli scricchiolii della struttura dei multipli.

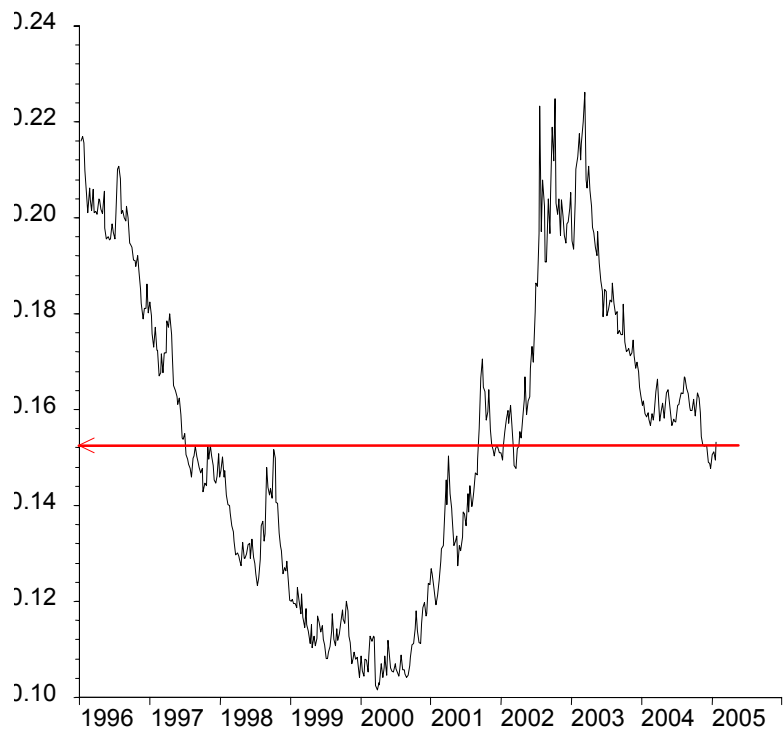
Pari al deterioramento del profilo reddituale dell'obbligazionario, il ritorno ad un premio al rischio favorevole all'azionario Usa (livelli del '98) è evidente e non mancherà di catalizzare risorse sui listini statunitensi, media e tecnologici in primis per le endogene capacità reattive, soprattutto una volta allontanatisi dal warning time.

L'evoluzione del P/e proietta infatti il mercato Usa ai livelli di otto anni fa (cfr. secondo grafico) liberandolo dagli eccessi del 2000 e dalle tossine speculative (bubble free risk).

Vengono così rispolverati i titoli a larga capitalizzazione che possono godere di un ampio credito da multipli, parametri in netta crescita che già anticipano i risultati effettivi del 2005.

Il sentiment rialzista viene poi alimentato dall'enorme liquidità che confluisce in buy-back e operazioni straordinarie, un nuovo contagio da M&A. Fusioni e acquisizioni che, come nel boom del '99, si spalmano su tutti i settori del listino.

Premio al rischio sullo S&P'500



Dieci anni di P/e a Wall Street



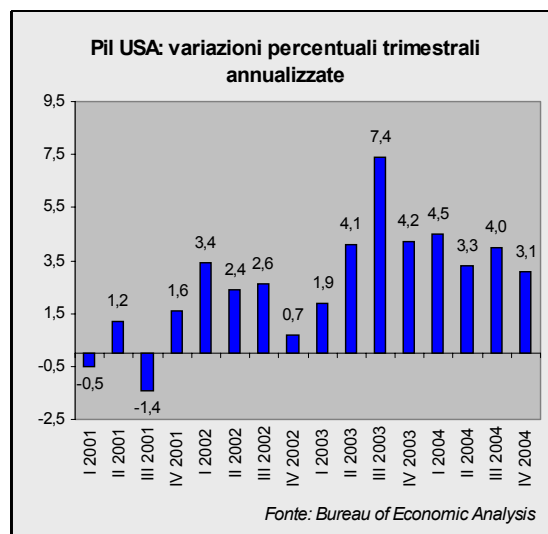
HIGH 45.61 18/4/02, LOW 15.77 9/3/95, LAST 20.32 27/1/05

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 Usa il 2004 si è chiuso con una moderata decelerazione dell'economia. Secondo le stime preliminari del Bureau of Economic Analysis, il Pil nel periodo ottobre-dicembre è cresciuto del 3,1% trimestrale annualizzato, dal 4% di luglio-settembre. I consumi privati (+4,6%) hanno contribuito al dato complessivo per il 3,2%. Gli investimenti privati hanno registrato un'accelerazione (+9,2% dal precedente +2,4%) fornendo un apporto pari all'1,5%, di cui circa lo 0,4% proveniente dalla variazione delle scorte. La componente estera ha sottratto alla crescita l'1,7%. Il forte aumento delle importazioni (+9,1%) e la contrazione delle esportazioni (-3,9%) hanno determinato il peggioramento del contributo esterno rispetto al III trimestre.
- Gli Stati Uniti continuano, quindi, ad essere caratterizzati da una crescita robusta. Nel 2004 il Pil è aumentato del 4,4%, dal 3,0% del 2003. La domanda interna si conferma principale traino dell'economia. A dicembre, infatti, le spese personali sono aumentate dello 0,8% m/m (+6,4% a/a). E' migliorata, inoltre, la fiducia dei consumatori; l'indice del Conference Board a gennaio è passato da 102,7 a 103,4. Anche dal lato dell'offerta giungono segnali positivi: gli ordini di beni durevoli, seppur in rallentamento nel IV trimestre, sono cresciuti a dicembre dello 0,6% m/m (8,7% a/a).
- Sul fronte dell'inflazione, i prezzi americani rimangono sostanzialmente sotto controllo. Il deflatore delle spese per consumi a dicembre ha conosciuto una contrazione congiunturale dello 0,1% (2,4% a/a dal 2,7% di novembre). La variazione congiunturale della componente *core* è stata pari a zero (+1,5% a/a). In tale contesto continuiamo a ritenere che la Fed prosegua il cammino verso un tasso neutrale con un ulteriore aumento già nella prossima riunione del FOMC del 2 febbraio.
- Nell'area dell'euro la crescita economica risulta ancora contrastata. L'indicatore di fiducia della Commissione Europea è migliorato a gennaio (100,6 da 100,2). La componente relativa all'industria è peggiorata (da -4 a -5) mentre quella riferita ai consumatori è rimasta invariata. Nello stesso mese la fiducia degli imprenditori tedeschi è inaspettatamente cresciuta; l'indice IFO è passato da 96,2 a 96,4 con un miglioramento della componente delle aspettative. Anche l'evoluzione del mercato del lavoro continua ad essere incerta. Il tasso di disoccupazione rimane su livelli alti sia in Francia che in Germania, mentre in Spagna prosegue la fase di miglioramento.
- Dal lato dell'inflazione l'area euro continua ad essere caratterizzata da una sostanziale stabilità. In Germania i primi dati di gennaio provenienti dai Laender hanno segnalato una contrazione congiunturale grazie al positivo andamento del comparto dell'abbigliamento, del tempo libero e del turismo. Nello stesso mese in Spagna la variazione tendenziale del livello generale dei prezzi è passata da +3,3% a +3,1%. A dicembre, inoltre, i più bassi costi energetici hanno favorito il calo dei prezzi alla produzione in Francia (-0,4% m/m e +3% a/a), in Italia (-0,2% m/m e +4,2% a/a) e in Spagna (-0,3% m/m e +5% a/a).
- Con una crescita economica che prosegue contrastata in un contesto caratterizzato da una sostanziale stabilità dei prezzi continuiamo a ritenere che la Bce proseguirà nei prossimi mesi la politica di invarianza dei tassi prestando, però, particolare attenzione all'evoluzione della quantità di liquidità in circolazione all'interno dell'area euro.
- Notizie positive provengono dall'economia inglese. Le stime sul Pil del IV trimestre hanno evidenziato una crescita dello 0,7% t/t e 2,8% a/a. Dopo il rallentamento del periodo luglio-settembre (+0,5% t/t da +0,9%) l'economia inglese ha conosciuto, quindi, una nuova fase di accelerazione che le ha consentito di chiudere il 2004 con una crescita del 3,1%, dal 2,2 del 2003.
- Dal Giappone giungono segnali di decelerazione. Nonostante un mercato del lavoro in miglioramento la domanda interna appare debole; a dicembre è diminuita sia la spesa delle famiglie di lavoratori (-3,8% m/m) che le vendite al dettaglio (-0,5% m/m). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale, nonostante la forte crescita del 2004 ha decelerato nel IV trimestre. Inoltre, continua a preoccupare l'andamento dell'inflazione. A dicembre l'indice dei prezzi al consumo al netto degli alimentari freschi, rimasto invariato rispetto a novembre, continua a registrare una variazione tendenziale negativa (-0,2%).



	dati storici		previsioni		
	- 12 mesi	- 3 mesi	0 1 / 0 2 / 0 5	+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	106,68	104,69	103,8	102,0	104,0
dollaro-euro	1,265	1,299	1,304	1,350	1,330
yen-euro	134,9	136,0	135,3	137,7	138,3
sterlina-euro	0,677	0,699	0,693	0,700	0,704
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,12	2,31	2,77	3,10	3,14
euro	2,07	2,17	2,14	2,17	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,17	4,88	4,86	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,06	4,19	4,14	4,60	4,30
Germania	4,13	3,80	3,53	3,75	4,00
Giappone	1,25	1,46	1,31	1,75	1,50
Italia	4,25	3,95	3,65	3,90	4,15
Gra Bretagna	4,81	4,68	4,58	4,80	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	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,1	3,1	3,8	3,5	3,6
var.% anno su anno	3,0	4,4	3,5	5,0	4,8	4,0	3,7	3,4	3,5	3,4	3,5

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

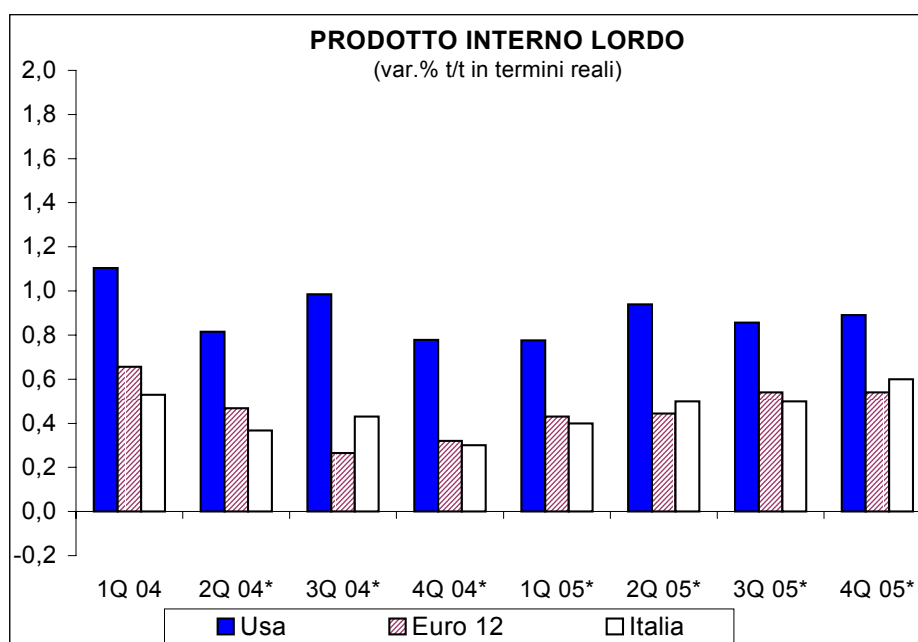
	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,1	1,5	1,7	1,2	1,6	2,0	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,3	1,3	1,6	0,8	1,3	1,3	1,7	1,4	1,5	1,5	1,9

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

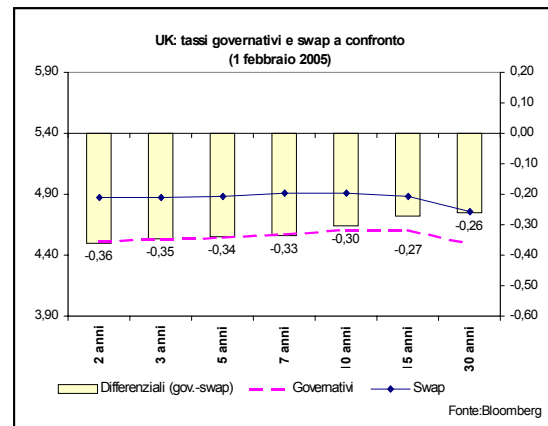
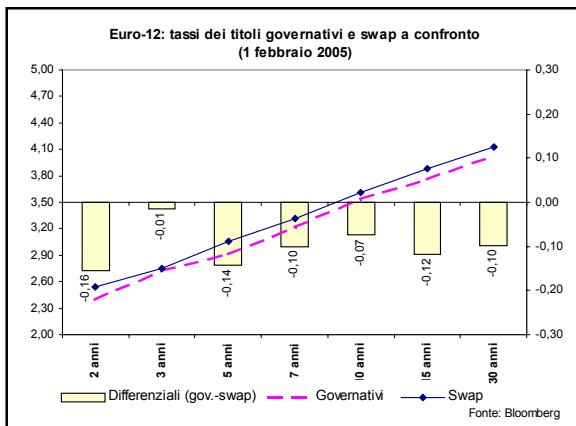
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	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



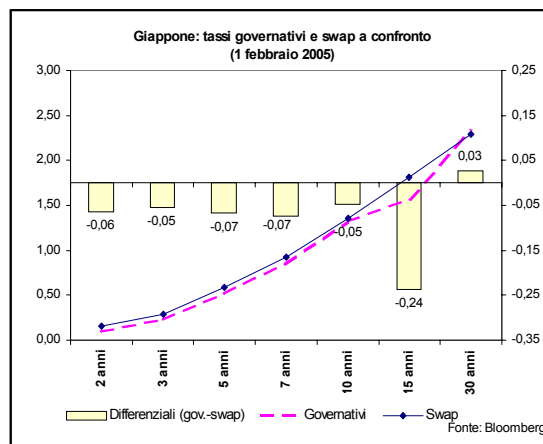
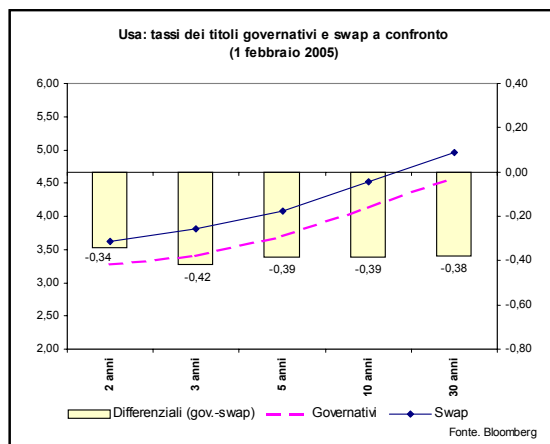
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	31/1/05	- 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	1,304	1,307	1,362	1,238	1,049	1,179	-0,2	-4,3	5,3	24,3
Canada	1,617	1,594	1,642	1,652	1,655	1,800	1,4	-1,5	-2,2	-2,3	-10,2
Australia	1,683	1,700	1,746	1,640	1,856	1,910	-1,0	-3,6	2,6	-9,3	-11,9
Nuova Zelanda	1,830	1,829	1,887	1,863	1,998	2,223	0,0	-3,0	-1,7	-8,4	-17,7
Giappone	135,0	134,3	139,7	131,1	124,4	133,7	0,5	-3,4	3,0	8,5	0,9
Argentina	3,815	3,830	4,040	3,634	3,531	1,180	-0,4	-5,6	5,0	8,0	223,3
Svizzera	1,547	1,544	1,543	1,563	1,452	1,617	0,2	0,3	-1,0	6,5	-4,3
Regno Unito	0,691	0,696	0,705	0,685	0,651	0,711	-0,6	-2,0	1,0	6,3	-2,8
Svezia	9,106	9,062	9,021	9,194	9,153	9,470	0,5	0,9	-1,0	-0,5	-3,8
Danimarca	7,442	7,443	7,439	7,450	7,429	7,450	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,1
Norvegia	8,260	8,192	8,237	8,719	7,276	8,855	0,8	0,3	-5,3	13,5	-6,7
Cipro	0,583	0,582	0,580	0,586	0,573	0,582	0,2	0,6	-0,5	1,8	0,2
Repubblica Ceca	30,14	30,28	30,46	33,32	31,58	35,11	-0,5	-1,1	-9,6	-4,6	-14,1
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	245,6	246,4	246,0	264,6	236,3	251,5	-0,3	-0,2	-7,2	3,9	-2,3
Lettonia	0,696	0,696	0,698	0,663	0,614	0,667	0,0	-0,3	5,0	13,4	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,454	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,431	0,432	0,434	0,429	0,418	0,443	-0,1	-0,7	0,6	3,1	-2,7
Slovacchia	38,17	38,62	38,75	40,93	41,50	42,99	-1,2	-1,5	-6,7	-8,0	-11,2
Slovenia	239,8	239,8	239,8	237,3	230,2	189,0	0,0	0,0	1,0	4,2	26,8
Polonia	4,0806	4,075	4,085	4,775	4,021	4,071	0,1	-0,1	-14,5	1,5	0,2
Russia	36,53	36,52	37,68	35,44	33,53	25,32	0,0	-3,1	3,1	8,9	44,3
EURO cambio effettivo nominale	93,0	93,0	95,0	91,5	84,5	93,3	0,0	-2,2	1,7	10,1	-0,4

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 valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa					
	31/1/05	- 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	1,241	1,225	1,202	1,324	1,572	1,598	-1,2	-3,1	6,7	26,7	28,8
Australia (*)	0,775	0,770	0,781	0,763	0,562	0,516	0,6	-0,7	1,6	38,1	50,3	
Nuova Zelanda (*)	0,711	0,714	0,718	0,675	0,524	0,425	-0,5	-1,0	5,4	35,6	67,2	
Giappone	103,6	102,7	102,6	105,8	118,8	131,8	-0,9	-1,0	2,1	14,6	27,2	
Corea del Sud	1.026	1.038	1.044	1.174	1.200	1.320	1,1	1,7	14,3	17,0	28,6	
Filippine	55,08	55,40	56,28	55,88	53,60	51,60	0,6	2,2	1,5	-2,7	-6,3	
Indonesia	9.165	9.135	9.272	8.456	8.950	10.370	-0,3	1,2	-7,7	-2,3	13,1	
Singapore	1,638	1,633	1,632	1,694	1,734	1,849	-0,3	-0,4	3,5	5,9	12,9	
Thailandia	38,55	38,43	38,89	39,25	43,11	44,05	-0,3	0,9	1,8	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	43,65	43,70	43,45	45,29	47,97	48,27	0,1	-0,5	3,8	9,9	10,6	
Argentina	2,92	2,93	2,97	2,93	3,36	1,00	0,3	1,7	0,2	15,0	-65,9	
Brasile	2,61	2,68	2,66	2,93	3,54	2,30	2,7	1,7	12,4	35,6	-12,1	
Cile	580,6	581,5	556,8	584,1	720,3	646,3	0,2	-4,1	0,6	24,1	11,3	
Colombia	2.366	2.373	2.354	2.738	2.867	2.297	0,3	-0,5	15,8	21,2	-2,9	
Messico	11,22	11,24	11,15	11,02	10,46	9,11	0,2	-0,6	-1,7	-6,7	-18,8	
Perù	3,27	3,27	3,28	3,50	3,50	3,44	0,1	0,5	7,2	7,3	5,4	
Uruguay	25,08	25,13	26,41	29,41	27,20	14,75	0,2	5,3	17,3	8,5	-41,2	
Venezuela	2.855	2.768	2.578	3.076	1.387	759	-3,0	-9,7	7,8	-51,4	-73,4	
Israele	4,39	4,39	4,32	4,49	4,75	4,48	0,1	-1,5	2,3	8,3	2,2	
Sud Africa	5,97	5,94	5,65	7,07	8,57	12,37	-0,6	-5,5	18,4	43,5	107,1	
Turchia	1,3327	1,3396	1,3395	1,3402	1,6437	1,4298	0,5	0,5	0,6	23,3	7,3	
Area dell'Euro (*)	1,304	1,307	1,362	1,238	1,049	0,904	-0,2	-4,3	5,3	24,3	44,3	
Regno Unito (*)	1,884	1,878	1,919	1,825	1,610	1,439	0,3	-1,8	3,2	17,0	30,9	
Svizzera	1,188	1,185	1,140	1,257	1,383	1,650	-0,3	-4,0	5,8	16,4	38,9	
Danimarca	5,70	5,71	5,48	5,97	7,08	8,28	0,0	-3,9	4,7	24,1	45,2	
Norvegia	6,34	6,27	6,04	7,04	6,97	8,87	-1,1	-4,7	11,1	9,9	39,9	
Svezia	6,99	6,95	6,65	7,39	8,69	10,28	-0,5	-4,8	5,8	24,4	47,1	
Russia	28,08	28,16	27,75	28,49	31,78	30,14	0,3	-1,2	1,4	13,2	7,3	
Polonia	3,11	3,12	3,00	3,85	3,81	3,96	0,1	-3,6	23,7	22,4	27,1	
Repubblica Ceca	23,12	23,17	22,37	26,89	30,14	35,27	0,2	-3,3	16,3	30,4	52,6	
Ungheria	188,3	188,6	180,7	211,1	224,9	272,9	0,2	-4,0	12,1	19,4	44,9	
DOLLARO USA	91,1	90,6	88,6	95,3	110,5	122,0	0,6	2,8	-4,4	-17,6	-25,3	







(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 1° AL 7/2/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 2	Stati Uniti: riunione FOMC 
Giovedì 3	Stati Uniti: discorso sullo Stato dell'Unione del Presidente Bush Area Euro: riunione BCE 
Venerdì 4	Stati Uniti: intervento di Greenspan 
Domenica 6	Riunione dei ministri finanziari dei G7 a Londra Stati Uniti: intervento di Greenspan su Adam Smith

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 1	Area Euro	PMI (manifatturiero) 	gennaio	51,4	51,9
	Regno Unito	PMI (manifatturiero)	gennaio	53,3	51,8
	Area Euro	Tasso di disoccupazione	dicembre	8,8%	8,9%
Mercoledì 2	Germania	Variazione numero disoccupati	gennaio	+17.000	+150.000
		Tasso di disoccupazione	gennaio	10,8%	11,3%
Giovedì 3	Area Euro	PMI (servizi)	gennaio	52,7	53,6
		PMI (composito) 	gennaio	52,5	53,4
Venerdì 4	Italia	PMI (servizi)	gennaio	54,9	55,3
		Prezzi al consumo (città campione) 	gennaio	0,2%/m/m;2,0% a/a	0,2%/m/m;2,1% a/a
	Area Euro	IPCA	gennaio	0,4%/m/m;2,3% a/a	-0,5%/m/m;2,4%a/a
		Prezzi al consumo (stima flash) 	gennaio	2,3% a/a	2,2% a/a
	Germania	Vendite al dettaglio	dicembre	0,0% m/m	0,5% m/m
		Ordini all'industria 	dicembre	-2,4% m/m	1,5% m/m
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 1	Stati Uniti	Indice ISM (manifatturiero)	gennaio	57,3	57
		Spesa in costruzioni	dicembre	-0,4%	0,5%
		Vendite di automobili	gennaio	18,4 mln	16,3 mln
Giovedì 3	Stati Uniti	Produttività (escl. agricoltura)	IV tr.04	1,8% t/t	2,0% t/t
		Costo unitario del lavoro	IV tr. 04	1,8% t/t	1,8% t/t
		Richieste sussidio di disoccupazione	29 gennaio	325.000	330.000
		Indice ISM non manifatturiero	gennaio	63,9	61,0
		Ordinativi industriali	dicembre	1,2%	0,6%
Venerdì 4	Giappone	Indice anticipatore	dicembre	36,4	40,0
	Stati Uniti	Nuovi lavoratori dipendenti 	gennaio	157.000	250.000
		Tasso di disoccupazione	gennaio	5,4	5,4
		Indice di fiducia Università Michigan	gennaio	95,8	96,0