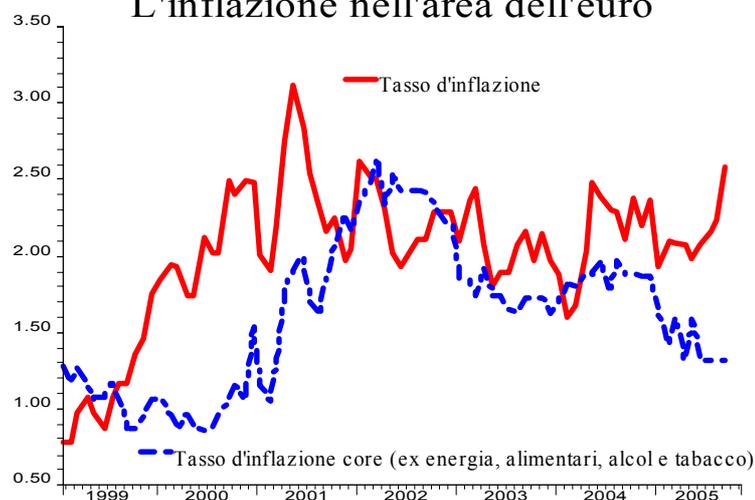


## L'inflazione nell'area dell'euro



Fonte: Datastream

- Una condotta contrassegnata dalla forte vigilanza sulla dinamica dei prezzi al consumo e sui rischi di *second round effects* sulle attese inflazionistiche caratterizza la posizione della politica monetaria in Europa. Ma la permanenza dell'inflazione *core* significativamente al di sotto dei dati dell'inflazione complessiva conforta sulla possibilità che i tassi di *policy* non subiscano drastici incrementi almeno nel breve termine.
- Dalla *maquiladora* ai parchi tecnologici passando attraverso le favorevoli conseguenze del caro-petrolio: un aggiornamento sul Messico.
- Il settore alimentare tra tendenze strutturali e reazioni agli *shock* prodotti dalle epidemie animali.

## Messico tra stabilità e innovazione

A. Sagnotti ☎ 06-4702 8436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

- Nel 2005, l'economia messicana è prevista in rallentamento rispetto all'anno prima. La crescita del prodotto interno lordo dovrebbe superare di poco il 3%, a fronte di oltre il 4% del 2004. Nel 2006, La politica monetaria potrebbe divenire più accomodante in presenza di minori aspettative inflazionistiche. Il deficit di bilancio dovrebbe essere assai ridotto nel biennio 2005-06.
- Il Messico si sta trasformando da paese a basso costo di manodopera in uno con produzioni ad elevato valore aggiunto. Sono stati realizzati parchi industriali che permettono di sviluppare una base produttiva ad alta tecnologia permanente. I parchi includono il settore delle risorse naturali, delle telecomunicazioni, della farmaceutica e dell'industria aerospaziale.
- La situazione finanziaria del Messico resta sostanzialmente favorevole, con un debito estero in diminuzione ed inferiore al 20% del Pil e il servizio del debito che oscilla intorno al 15-16% del totale delle esportazioni. Il debito a breve è pari a un terzo del totale. Le riserve internazionali sono pari a 70 miliardi di dollari e coprono circa quattro mesi di importazioni.

Nel 2005, l'economia messicana è prevista in rallentamento rispetto all'anno prima. La crescita del prodotto interno lordo dovrebbe superare di poco il 3%. Mentre consumi ed investimenti continuerebbero ad alimentare la domanda, lo stimolo proveniente dal settore esterno, in primo luogo dal mercato americano (che da solo assorbe più dell'80% del totale delle esportazioni), dovrebbe perdere un po' di tonicità. Anche l'inflazione è prevista in lieve decelerazione. Obiettivo principale della politica fiscale sarà quello di evitare sostanziali sbilanci nei conti pubblici. Grazie al continuo aumento dei prezzi del petrolio, si prevede che il deficit pubblico continuerà a diminuire, raggiungendo lo 0,2% del PIL nel 2006, nonostante la minor crescita economica. La politica monetaria dovrebbe divenire gradualmente meno restrittiva in presenza di ridotte aspettative inflazionistiche. Il tasso guida potrebbe nel 2006 riportarsi verso i livelli sperimentati fino alla prima metà del 2004.

L'economia messicana è trainata essenzialmente dai servizi, che contribuiscono alla formazione del Pil per quasi i tre quarti; segue l'industria manifatturiera, con circa il 16%; l'agricoltura con poco più del 5%; quindi, l'industria estrattiva e le costruzioni. Le esportazioni messicane segnalano un'economia diversificata, che dispone di valide alternative per resistere agli shock: nel 2004, le vendite all'estero di beni industriali hanno rappresentato l'87% del totale, mentre il petrolio solo il 9%. Venti anni prima, protagoniste dell'export erano le materie prime, con il petrolio che costituiva il 63% e i manufatti solo il 28%.

<b>MESSICO</b>			
	<b>2004</b>	<b>2005*</b>	<b>2006**</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	105		
Pil pro capite (in US\$)	9.700		
Pil (var. % annua)	4,4	3,3	3,1
Prezzi al consumo (var. % annua)	4,7	4,3	4,1
saldo estero conto corrente (%Pil)	-1,1	-1,3	-1,6
Cambio pesos/US\$ (media annua)	11,3	11,0	11,0
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	<b>Moody's</b> Baa1	<b>S&amp;P</b> BBB	<b>Fitch</b> BBB-
Fonti: Eiu Bloomberg e ns.elaborazioni			
*stime			
**previsioni			

Gli investimenti diretti esteri restano un'importante risorsa di finanziamento per il Messico. Nel triennio 2004-06 il flusso annuo netto dovrebbe attestarsi mediamente intorno ai 13,5 miliardi di dollari. Ad attirare i capitali in Messico non sembra più essere il basso costo della manodopera. Fin dalla fine del passato decennio, infatti, il sistema della maquiladora è stato messo a dura prova dalla concorrenza delle imprese asiatiche. E' stata lanciata una grande strategia volta all'innovazione che sta trasformando il Messico da paese a basso costo di manodopera in uno con produzioni ad elevato valore aggiunto. Sono stati realizzati parchi industriali che permettono di sviluppare una base produttiva ad alta tecnologia permanente. I parchi sinora includono il settore delle risorse naturali (gas), delle telecomunicazioni (fibre ottiche), della farmaceutica e dell'industria aerospaziale. Il governo messicano ha inoltre facilitato la creazione di zone franche che consentono l'agevolazione del traffico doganale e l'abbattimento dei costi del commercio intra-regionale.

La situazione finanziaria del Messico resta sostanzialmente favorevole, con un debito estero in diminuzione ed inferiore al 20% del Pil e il servizio del debito che oscilla intorno al 15-16% del totale delle esportazioni. Il debito a breve è pari a un terzo del totale. Le riserve internazionali sono pari a 70 miliardi di dollari e coprono circa quattro mesi di importazioni. Le riserve, insieme alle sostenute rimesse di messicani che lavorano all'estero, dovrebbero favorire la stabilità del cambio. Il differenziale tra i rendimenti dei titoli messicani e quelli dei titoli di stato americani è di circa 140 punti base, tra i più bassi dell'area latino-americana, il cui spread oscilla mediamente intorno ai 400 punti base.

Le elezioni presidenziali di fine 2006 rendono più incerto il quadro macroeconomico di breve-medio periodo. Le previsioni per il prossimo anno restano sostanzialmente buone anche se l'incertezza legata alle elezioni potrebbe riflettersi negativamente sulla crescita, a causa, sia del ritardo nell'attuazione di importanti riforme strutturali, sia di un possibile calo del clima di fiducia da parte di investitori e consumatori.

## L'incertezza politica grava sulla Polonia

A. De Romanis ☎ 06-4702 8441 – amalia.deromanis@bnlmail.com

- **Le elezioni parlamentari di settembre 2005 hanno decretato la vittoria con una netta maggioranza al partito "Legge e Giustizia" seguito da "Piattaforma Civica". Le sostanziali differenze in tema di politica economica hanno impedito la formazione di un'ampia coalizione tra i due partiti.**
- **Le difficoltà di proseguire nel processo di risanamento della finanza pubblica e di convergenza verso l'Unione monetaria europea potrebbero sfociare in una maggiore volatilità dei cambi e dei tassi.**
- **La Banca centrale ha allentato le condizioni monetarie nel 2005 per contrastare il rallentamento economico. Ma le incertezze sul fronte della strategia fiscale potrebbero frenare ulteriori riduzioni del saggio guida.**

La Polonia ha un parlamento bicamerale composto da una Camera Bassa o Sejm che conta 460 seggi e da una Camera Alta o Senato di 100 seggi. Dal 1989 in Polonia si sono alternate al governo coalizioni guidate da partiti ispirati dal "movimento sindacale di solidarietà" oppure dagli ex-comunisti confluiti nel partito Alleanza Democratica di Sinistra (SLD), di ispirazione social-democratica.

Le elezioni parlamentari di settembre 2005 hanno visto l'affermazione del partito di destra Legge e Giustizia, guidato da Yaroslav Kaczinsky. Solo il 40% degli aventi diritto si è recato alle urne, segnando un record di scarsa partecipazione alle votazioni nella storia del paese. Il fratello gemello Lech Kaczinsky è stato eletto circa un mese dopo alla presidenza della Repubblica. Legge e Giustizia, che conta 155 seggi nel Sejm composto da 460 membri, ha vinto le elezioni con un ampio margine sulla seconda forza del paese, Piattaforma Civica, considerato un partito liberale. Alleanza Democratica di Sinistra è passata all'opposizione. Le differenze tra i due partiti che hanno vinto le elezioni sono notevoli. Legge e Giustizia è un partito conservatore che lascia allo Stato un ampio ruolo nella gestione economica, contrariamente a Piattaforma Civica che avrebbe voluto accelerare il piano di privatizzazioni riducendo la presenza statale a pochi settori strategici. All'applicazione di una sola "flat tax" in sostituzione sia delle imposte sulle persone fisiche che su quelle giuridiche e dell'Iva proposta da Piattaforma Civica, il partito che ha vinto le elezioni oppone il mantenimento di aliquote progressive anche se è favorevole alla riduzione degli oneri fiscali da realizzare attraverso una semplificazione che include la riduzione del numero di aliquote. Piattaforma Civica si è dichiarata favorevole all'adozione dell'euro entro il 2009, in sintonia con il programma disegnato dal precedente governo che proponeva di passare alla divisa europea tra il 2009 e il 2010; Legge e Giustizia ha dichiarato di non voler fare programmi in tema di adesione all'Unione monetaria europea nel corso del suo mandato governativo.

Le molte divergenze hanno impedito ai due partiti di trovare un accordo per governare insieme, mettendo Legge e Giustizia nella condizione di formare un governo di minoranza guidato dal Primo Ministro Kazimierz Marcinkiewicz. Se il nuovo governo otterrà la fiducia parlamentare, avrà bisogno per governare del supporto di altri partiti esterni. Si prospettano difficoltà nel percorso di riforme e di correzione dei saldi di finanza pubblica, con il rischio di un rallentamento del processo di convergenza verso i parametri di Maastricht.

<b>Polonia</b>	<b>2004</b>	<b>2005*</b>	<b>2006**</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	38		
Pil pro capite (in \$ Usa - PPP)	11.965		
Pil (var. % annua in termini reali)	5,5	3,2	4,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	3,5	2,1	1,8
Cambio contro \$ Usa (media annua)	3,65	3,24	3,30
Debito estero (in % del Pil)	44,5	37,0	36,9
<b>Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)</b>	<b>Moody's A2</b>	<b>S&amp;P BBB+</b>	<b>FITCH BBB+</b>
Fonte: Eiu, Ocse, IIF, Fmi, Bloomberg, Datastream			
*Stime **Previsioni			

La Polonia è uscita dalla stagnazione del 2001-2002 attraverso un mix di politica monetaria e di bilancio espansive, accompagnato da una fase di debolezza dello zloty (nel 2003). Il ritmo di sviluppo ha così accelerato verso il 3,8% del 2003 e il 5,4% del 2004. Nella prima metà

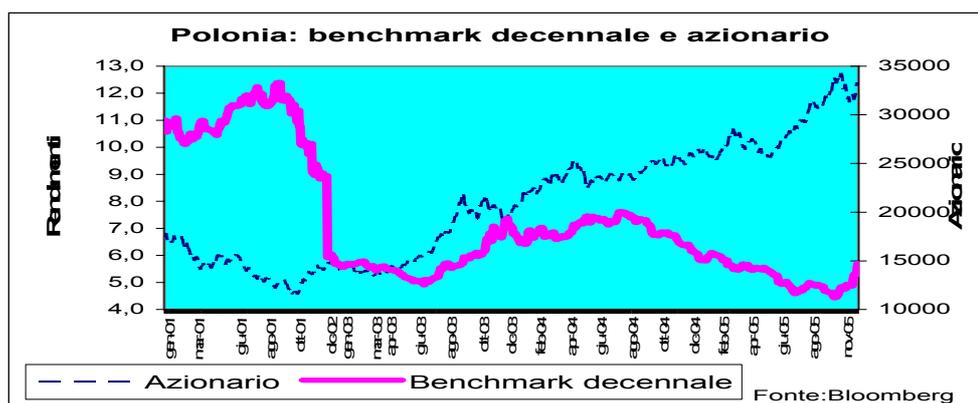
del 2005 si è registrato, per contro, un sensibile rallentamento e la crescita del Pil si è attestata al 2,5% nel primo semestre dell'anno a causa di una rinnovata debolezza di consumi, investimenti ed esportazioni, penalizzate dal rafforzamento dello zloty nel corso del 2005 rispetto all'anno precedente. La Banca centrale polacca ha rivisto al rialzo le stime sul deficit di parte corrente che nel 2004 è salito al 4,3% del Pil. I riflettori sono puntati sul 29 di novembre, quando saranno pubblicati i dati sull'andamento del terzo trimestre del Pil polacco che, si stima, possa evidenziare una moderata accelerazione nella seconda metà dell'anno portando la crescita del 2005 poco oltre il 3%. L'aumento di produttività e salari in termini reali, insieme all'allentamento della politica monetaria realizzato nel corso del 2005, dovrebbe favorire un recupero della domanda interna; mentre il rafforzamento dello zloty potrebbe continuare ad appesantire le vendite all'estero.

L'inflazione ha rallentato nel 2005 fino a toccare un minimo dell'1,3% in luglio, diminuendo dai picchi toccati nel 2004, grazie alla manovra monetaria restrittiva attuata l'anno scorso che ha portato il tasso di riferimento dal 5,25% di giugno 2004 al 6,5% di marzo 2005. Tra luglio e settembre 2005 l'inflazione ha nuovamente accelerato passando dall'1,3% all'1,8%, un livello compreso nella fascia obiettivo stabilita dalla Banca centrale tra l'1,5% e il 3,5%. Gran parte dell'accelerazione dei prezzi al consumo è dovuta all'aumento dei corsi petroliferi e dei prodotti alimentari nazionali. E' inoltre probabile che le spinte inflazionistiche di natura endogena rimangano moderate ed eventuali aumenti salariali nominali si verifichino in modo graduale, rallentati da un tasso di disoccupazione ancora elevato (17,6% in settembre), sebbene in calo a partire da inizio anno. Il moderato profilo inflazionistico del 2005 ha consentito alla Banca centrale di avviare una fase di allentamento monetario da marzo e di tagliare il saggio guida dal 6,25% al 4,5%. Sebbene vi sia spazio per ulteriori allentamenti, l'incertezza sulla strategia fiscale del nuovo governo potrebbe accrescere la prudenza della Banca centrale e renderla riluttante a proseguire la fase di riduzione del saggio guida.

La politica di bilancio è stata a lungo espansiva in Polonia, provocando il rapido aumento del deficit. In base alla classificazione Eurostat (ESA 95), valida con riferimento ai parametri di Maastricht, il deficit/Pil ha oltrepassato il 3% a partire dal 2001, toccando un massimo del 4,8% nel 2003 per scendere al 3,9% nel 2004. Il debito/Pil è stato di poco inferiore al 44% nel 2004. Il governo uscente aveva programmato una graduale riduzione del deficit di bilancio fino a raggiungere il 3% del Pil nel 2007, in modo da poter entrare nell'Unione monetaria entro il 2010 e aveva anche ripagato circa la metà del debito polacco nei confronti del Club di Parigi, finanziandosi anche con l'emissione di eurobond a lungo termine.

Il nuovo governo di minoranza, guidato da Kazimierz Marcinkiewicz che entro il 10 novembre si presenterà al Parlamento per ottenere la fiducia, non ha ancora delineato una chiara strategia fiscale. Il Primo Ministro ha dichiarato di non vedere la necessità di definire una tabella di marcia di avvicinamento ai parametri di Maastricht, un compito che intende lasciare al prossimo governo. I mercati hanno visto in questo atteggiamento il rischio di un rilassamento nella strategia di contenimento del deficit/Pil. Il Primo Ministro ha anche dichiarato di voler contenere la spesa pubblica del 2006 entro i 30 miliardi di zloty (circa 9,4 miliardi di dollari), ma ha incontrato le critiche del nuovo Ministro delle Finanze, Teresa Lubinska, che chiede un aumento delle uscite da investire nell'istruzione e nella tecnologia, evidenziando la scarsa coerenza su questa materia all'interno dell'esecutivo.

L'assenza di chiarezza nella strategia fiscale e l'allontanamento dal processo di convergenza verso l'Unione monetaria europea potrebbe aumentare la volatilità dei tassi e dei cambi polacchi. Nei primi giorni di novembre un flusso di vendite sui bond polacchi ha indotto un aumento del rendimento sul titolo di Stato decennale portandolo a un massimo da circa otto mesi, anche se continua ad oscillare su livelli contenuti in un'ottica di lungo periodo .

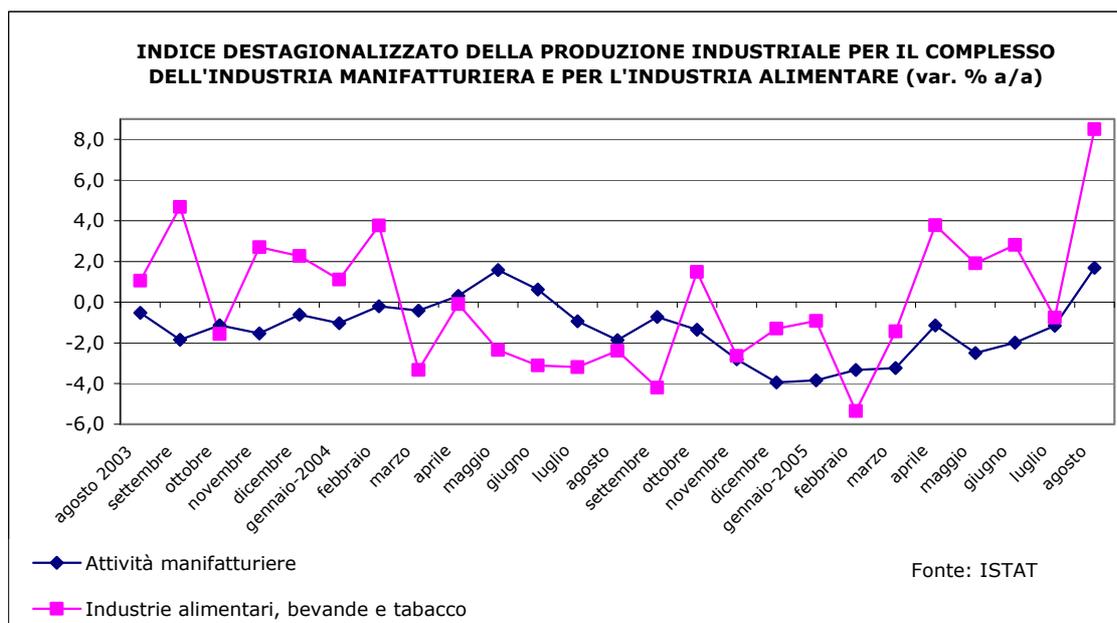


## Alimentare: un settore anticiclico alle prese con shock ciclici

S. Costagli ☎ 06-4702 7054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

- Il settore alimentare conferma il suo andamento tendenzialmente anticiclico. Negli ultimi anni, anche a causa della sempre più frequente abitudine a consumare pasti fuori casa, le famiglie italiane hanno ridotto il volume di prodotti alimentari acquistati.
- La composizione del paniere alimentare e la modifica dei comportamenti derivano anche dalle crisi sanitarie che periodicamente coinvolgono il settore, tra le più recenti la BSE e l'influenza aviaria.
- Le reazioni agli shock sono diverse nei vari paesi; a fine ottobre, in seguito alla diffusione dell'influenza aviaria, mentre in Germania non si sono registrate variazioni sostanziali nel consumo di carni avicole, in Francia si è osservato un calo di circa il 10%, mentre in Italia si è arrivati a -40%.

Il settore alimentare si caratterizza per un andamento di lungo periodo tendenzialmente opposto a quello del ciclo economico. In Italia, dopo la flessione dello 0,5% a/a registrata nel 2004 e quella seguente di inizio 2005, i dati del primo semestre mostrano dinamiche di crescita piuttosto sostenute e superiori a quelle dell'intero comparto manifatturiero.



Negli ultimi anni il settore alimentare in Italia ha assistito a una decisa contrazione dei volumi acquistati dalle famiglie (passati, tra il 2000 e il 2004, da 25 a 23 milioni di tonnellate), cui hanno contribuito quasi tutti i comparti di spesa (ad eccezione delle bevande analcoliche) e in particolare i prodotti ortofrutticoli, secondo una tendenza comune con gli altri paesi della Ue. Nello stesso periodo, la spesa alimentare complessiva risulta cresciuta, anche se con andamenti alterni negli anni. La riduzione in volume, dovuta al generale contenimento dei consumi ma anche alla maggiore diffusione dei pasti extra domestici, ha lasciato sostanzialmente invariata la composizione del paniere alimentare: la carne, con il 25% della spesa totale, rappresenta il capitolo di spesa più consistente, seguito dai comparti latte e derivati, ortofrutta e derivati dei cereali. Pur mantenendo invariate le rispettive quote di mercato, negli ultimi anni alcuni prodotti hanno manifestato una variazione nella diffusione fra la popolazione: la maggiore contrazione si osserva per le carni bovine, per quelle avicole e per il pane (che pure si mantengono tra gli alimenti più diffusi), mentre aumenta la diffusione dell'olio, del vino doc e dell'acqua minerale.

In generale, non solo in Italia, la modifica dei comportamenti alimentari e la conseguente variazione nella diffusione di alcuni prodotti sono state causate anche dalle crisi sanitarie che

periodicamente hanno coinvolto il settore. La BSE rappresenta forse il caso più evidente di uno shock diffuso e prolungato sui consumi alimentari dovuto ai rischi per la salute dei consumatori. Tra il 1995 e il 1998 il consumo pro-capite di carne bovina nella Ue-15 è diminuito (in termini di volumi) in media del 3,5%, con flessioni maggiori in Portogallo (-12%), Germania (-9,9%), Belgio e Lussemburgo (-9,2%). In Italia la flessione è stata quasi del 4%. Contrariamente alle attese, i consumi di carne bovina furono solo in parte sostituiti con quelli di altre carni, tanto che nel complesso il consumo di questo alimento si è ridotto del 4,6%. All'effetto dello shock sulla domanda è seguito quello sui prezzi: in Italia, mentre il prezzo della carne bovina è andato decrescendo fino al minimo del 1998, per le altre varietà di carne i prezzi reali hanno subito un'impennata nel 1996 per poi riprendere una tendenza al ribasso fino ai livelli pre-BSE (o anche meno) nella primavera del 1997. Secondo alcuni studi, al di là degli effetti di breve periodo, la crisi indotta dalla BSE avrebbe favorito un aumento dell'elasticità della domanda di carni rispetto al prezzo.

La più recente crisi sanitaria che coinvolge il settore alimentare, l'influenza aviaria, ha determinato reazioni diverse: a fine ottobre, ad esempio, in Germania non si sono registrate variazioni sostanziali nel consumo di carni avicole, in Francia il calo osservato è stato di circa il 10%, mentre in Italia si è arrivati a -40%.

Nel nostro paese, dove il settore avicolo produce circa 1,3 milioni di tonnellate di carne e un fatturato (3,3 miliardi di euro) pari al 18,3% di quello realizzato nell'intero settore zootecnico, in seguito all'allarme influenza aviaria oltre il 50% della popolazione ha modificato le proprie abitudini di acquisto, determinando un crollo sia dei consumi di carne di pollo sia dei prezzi.

L'impatto economico degli allarmi in campo alimentare/sanitario ovunque non si ferma ai mancati consumi: nel 2003, a causa del virus H5N7, nei Paesi Bassi furono eliminati 30 milioni di polli (su un totale di 100, per un costo pari a 150 milioni di euro). I danni complessivi, per il settore agricolo olandese, arrivarono a 500 milioni di euro. In Asia, dove ha avuto origine l'epidemia attuale, dal precedente allarme (2003-04) a oggi sono stati eliminati oltre 140 milioni di capi di pollame, con perdite complessive, dirette e indirette, dell'ordine di decine di miliardi di dollari. Sebbene infatti le stime abbiano indicato in 10 miliardi di dollari la mancata crescita del Pil dovuta direttamente alla crisi del settore avicolo, i danni indiretti legati soprattutto alla flessione dei flussi turistici sono stati consistenti.

In seguito al più recente allarme, nel mese di settembre la Commissione europea ha bloccato le importazioni di carni di pollo, di prodotti di carne non lavorati e di uccelli vivi dai paesi in cui è stato rilevato il virus (cioè Cambogia, Cina, Hong Kong, Indonesia, Laos, Malaysia, Corea del Nord, Pakistan, Thailandia, Vietnam, Russia e Kazakistan).

Di recente, la FAO si è espressa contro la messa al bando delle importazioni di pollame da paesi in cui la presenza del virus non sia accertata; tale prassi, infatti, aumenterebbe la vulnerabilità dei mercati della carne agli shock di prezzo in un momento in cui il mercato risulta già penalizzato da una scarsità di offerta dovuta ad altre cause. Si pensi in proposito alle ricorrenti restrizioni imposte alle importazioni di manzi dal nord america (a causa della BSE) e dal Brasile (a causa dell'afta epizootica). Secondo la FAO, a livello mondiale le ripercussioni delle restrizioni al commercio di carne degli ultimi mesi avrebbero già determinato il più elevato aumento dei prezzi degli ultimi dieci anni.

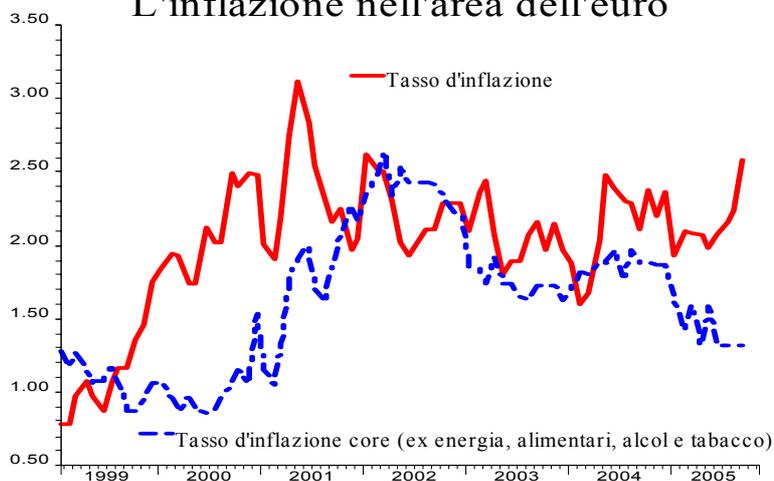
## Le previsioni su tassi e cambi

P. Ciocca ☎ 06-4702 8431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

- **Le attese per la crescita economica potrebbero influenzare le scelte di politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico, in un contesto inflazionistico su cui pesano le tensioni petrolifere ma nel quale non si assiste ancora al manifestarsi di preoccupanti effetti di secondo impatto.**
- **Negli Stati Uniti, con un Pil aumentato del 3,8% nel III trimestre, la Fed ha portato i tassi al 4% preannunciando ulteriori incrementi.**
- **Nell'area euro, sebbene arrivino segnali di ripresa, permangono fattori di incertezza sulla crescita che potrebbero indurre la Bce a mantenere nell'immediato il tasso di riferimento invariato al 2%.**

Nell'area euro, nonostante le pressioni sui prezzi provenienti dai mercati petroliferi, l'orientamento di politica monetaria è stato considerato dalla Bce ancora appropriato. Il tasso di riferimento è stato, pertanto, mantenuto invariato al 2%. Sul fronte della crescita, l'economia ha dimostrato una capacità di recupero dallo shock energetico. Secondo la Bce, dagli ultimi dati disponibili giungono, infatti, indicazioni di una ripresa in corso. Permangono, comunque, fattori di rischio legati in particolare ai prezzi petroliferi, agli squilibri globali e alla debolezza della fiducia dei consumatori. Sul fronte dei prezzi le tensioni energetiche hanno spinto il tasso d'inflazione ampiamente al di sopra dell'obiettivo di politica monetaria fissato al 2%. Non si evidenziano, comunque, pressioni di natura interna sul livello generale dei prezzi. Preoccupazioni vengono dalla forte crescita degli aggregati monetari, con i bassi tassi d'interesse che continuano a stimolare lo sviluppo delle componenti più liquide. Il persistere di rischi al rialzo sui prezzi, legati anche alle future evoluzioni dei corsi petroliferi oltre che ai potenziali effetti di secondo impatto, richiede secondo la Bce una forte ed attenta vigilanza.

### L'inflazione nell'area dell'euro



Fonte: Datastream

L'analisi compiuta dalla Bce trova riscontro nell'evoluzione dei singoli indicatori. Infatti, sebbene la stima flash per l'inflazione di ottobre abbia evidenziato solo un piccolo miglioramento (2,5% a/a dal precedente 2,6%) l'evoluzione della componente core continua a segnalare l'assenza di pressioni di natura interna. Nel corso del 2005 l'indice al netto di alimentari, energia, alcol e tabacco ha conosciuto una graduale riduzione.

Sul fronte della crescita nell'area euro i segnali di ripresa giungono prevalentemente dall'evoluzione degli indicatori di fiducia, che stanno conoscendo negli ultimi mesi una fase di positivo miglioramento. Sulle prospettive di ripresa rimangono, però, elementi di incertezza legati in particolare alla solidità della domanda interna. Appare, dunque, probabile che la Bce mantenga invariati i tassi nell'immediato. Il consolidamento della ripresa potrebbe indurre, nel corso del 2006, un orientamento moderatamente più restrittivo. Sulle future decisioni peseranno le scelte compiute sia in materia fiscale che salariale.

Negli **Stati Uniti**, la Fed ha alzato il tasso di riferimento dello 0,25%, portandolo al 4%. Gli elevati prezzi del petrolio e le distruzioni provocate dagli uragani hanno avuto un effetto limitato sulla crescita. Nei prossimi mesi, al sostegno fornito allo sviluppo dalla politica monetaria e dalla produttività in crescita dovrebbe aggiungersi quello proveniente dalla ricostruzione delle aree devastate. Con un'inflazione core che, nonostante le tensioni sui corsi energetici, è risultata sostanzialmente sotto controllo, la Fed ritiene che la manovra di aumento dei tassi possa proseguire in maniera graduale.

Negli Usa il Pil è cresciuto del 3,8% nel III trimestre. I consumi si sono confermati il fattore trainante della crescita con un contributo pari al 2,7%. Sorgono, però, dubbi in prospettiva sulla tenuta dei consumi. Infatti, mentre i principali indicatori di fiducia evidenziano una tendenza al peggioramento, anche il dato sugli acquisti effettuati dagli americani ha inviato segnali di indebolimento. Nel mese di settembre, nonostante l'incremento del reddito disponibile, la spesa per consumi depurata dall'inflazione ha registrato la seconda contrazione congiunturale consecutiva. Acquista, pertanto, importanza il positivo contributo fornito alla crescita dagli investimenti e dalla spesa pubblica che potrebbe nei prossimi mesi esser sostenuto dagli interventi per la ricostruzione. L'economia americana continua, inoltre, a beneficiare del favorevole andamento della produttività che nel III trimestre è cresciuta di oltre il 4% rispetto al periodo precedente. Anche i dati sul mercato del lavoro confermano la tenuta dell'economia: nonostante l'andamento non entusiasmante degli ultimi mesi, nel periodo gennaio-ottobre la media di posti di lavoro creati nel comparto non agricolo è risultata superiore alle 160 mila unità al mese.

Sul fronte dell'inflazione il dato di settembre sul deflatore dei consumi ha confermato le indicazioni precedentemente fornite dal livello generale dei prezzi. Mentre l'indice complessivo è aumentato in maniera significativa (3,8% a/a dal precedente 2,9%), la componente core si è mantenuta su livelli sostanzialmente in linea con quelli conosciuti nel corso del 2004 (2% la media dei primi nove mesi dell'anno). L'assenza di forti tensioni inflazionistiche di natura interna, congiuntamente ad una domanda per consumi che potrebbe decelerare su ritmi di crescita comunque sostenuti, fanno intravedere la possibilità che la Fed si orienti nel corso del 2006 verso una pausa di riflessione nell'aumento dei tassi. L'ipotesi di un ampliamento del differenziale tra i saggi d'interesse americani e quelli dell'area euro trova riscontro anche nelle recenti evoluzioni dei mercati valutari. Nonostante persistano elementi di debolezza della valuta americana legati in particolare al pesante disavanzo con l'estero, i maggiori rendimenti statunitensi hanno favorito un rafforzamento del dollaro sull'euro superiore al 10% dalla fine del 2004.

	dati storici		07/11/2005	previsoni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	108,8	111,2	117,6	113,0	107,7
dollaro-euro	1,249	1,226	1,179	1,200	1,250
yen-euro	135,9	136,3	138,7	135,6	134,6
sterlina-euro	0,691	0,678	0,676	0,687	0,695
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,08	3,91	4,30	4,55	4,60
euro	2,15	2,14	2,27	2,24	2,35
yen	0,05	0,06	0,06	0,10	0,25
sterlina	4,90	4,60	4,62	4,55	4,53
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,08	4,18	4,64	4,65	4,70
Germania	3,92	3,09	3,50	3,45	3,60
Giappone	1,49	1,34	1,63	1,76	1,81
Italia	4,07	3,29	3,70	3,65	3,80
Gran Bretagna	4,76	4,02	4,43	4,45	4,50

## Previsioni sulla crescita economica

**A. De Romanis** ☎ 06-4702 8441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12, Usa)

**A. Sagnotti** ☎ 06-4702 8436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto: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	0,9	0,9	0,8	0,6	0,4	0,5
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	3,8	3,7	3,2	2,4	1,8	2,2
var.% anno su anno	4,2	3,6	3,0	3,6	3,6	3,6	3,7	3,5	3,3	2,8	2,4

#### AREA EURO

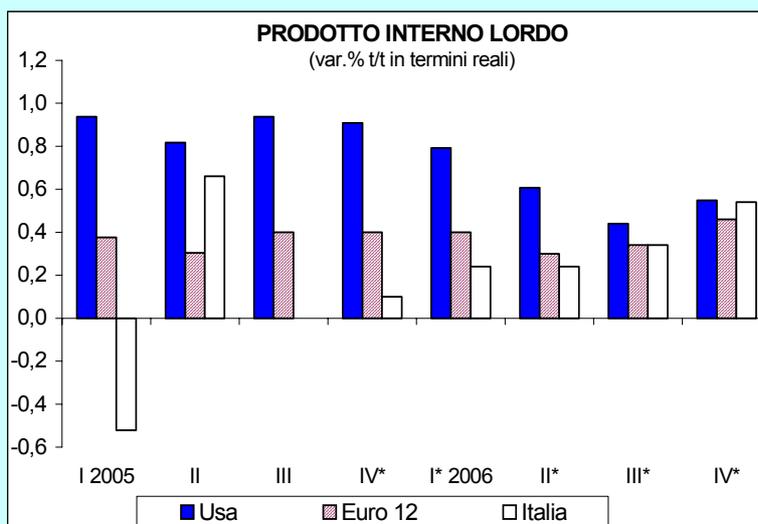
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,2	1,6	1,6	1,6	1,2	1,4	1,9
var.% anno su anno	1,8	1,3	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5

#### 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

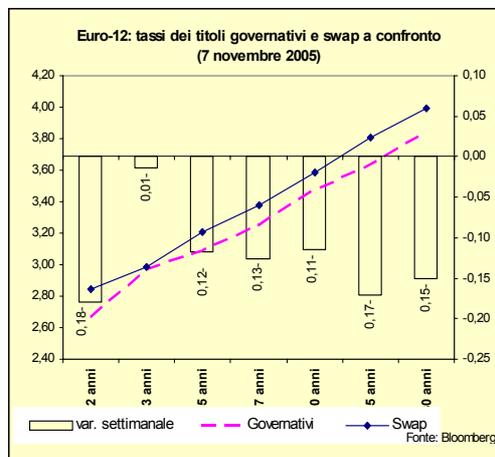
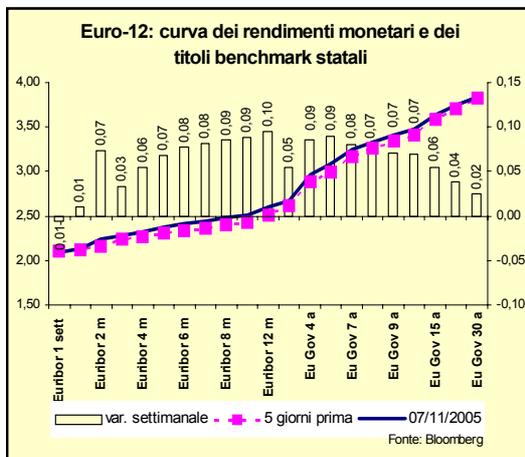
A. Sagnotti ☎ 06-4702 8436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	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	118,5	119,1	119,4	119,3	119,6	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
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,2
2006	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,6	2,5	2,5	2,3	2,2
2006	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,6	1,7	1,8	1,8	2,0
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	117,7	117,5	118,8	119,7	119,9	120,1	119,8	119,6	120,2	120,6	120,8	121,2	119,7
2005	120,0	119,9	121,3	122,3	122,7	122,7	122,4	122,2	122,9	123,6	123,8	124,2	122,3
2006	123,2	122,9	124,0	125,2	125,5	125,6	125,5	125,1	125,8	126,2	126,4	126,8	125,2
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,8	0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,5	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
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,0	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,5	2,5	2,4	2,2
2006	2,6	2,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,3
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	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	127,5	127,7	127,7	128	128,1	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
<b>variazioni congiunturali</b>													
	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	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	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
<b>variazioni tendenziali</b>													
	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	2,2	2,2	2,1	2,0
2006	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Panorama Tassi & Euro

M.L. Quintili ☎ 06-4702 8422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com

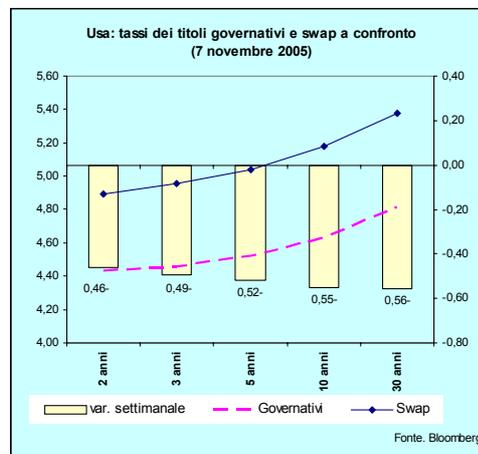
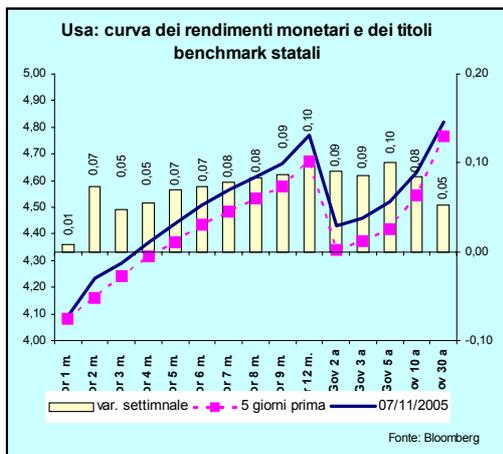


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute												
	Dati storici						Var. %					
							dell'euro contro le altre valute					
	4/11/05	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99	
USA	1,193	1,214	1,194	1,287	1,263	1,179	-1,7	0,0	-7,3	-5,5	1,2	
Canada	1,409	1,421	1,394	1,551	1,623	1,800	-0,9	1,1	-9,1	-13,2	-21,7	
Australia	1,621	1,611	1,563	1,699	1,680	1,910	0,6	3,7	-4,6	-3,5	-15,1	
Nuova Zelanda	1,735	1,719	1,718	1,864	1,924	2,223	0,9	0,9	-6,9	-9,9	-22,0	
Giappone	140,5	140,0	136,4	136,6	135,1	133,7	0,3	3,0	2,8	4,1	5,1	
Argentina	3,526	3,638	3,473	3,808	3,699	1,180	-3,1	1,5	-7,4	-4,7	198,9	
Swizzera	1,544	1,546	1,551	1,530	1,558	1,617	-0,1	-0,4	0,9	-0,9	-4,5	
Regno Unito	0,676	0,681	0,679	0,697	0,705	0,711	-0,7	-0,3	-2,9	-4,0	-4,9	
Svezia	9,592	9,530	9,321	9,079	9,080	9,470	0,7	2,9	5,6	5,6	1,3	
Danimarca	7,464	7,461	7,463	7,433	7,445	7,450	0,0	0,0	0,4	0,3	0,2	
Norvegia	7,798	7,809	7,882	8,154	8,414	8,855	-0,1	-1,1	-4,4	-7,3	-11,9	
Cipro	0,574	0,574	0,573	0,577	0,586	0,582	0,0	0,1	-0,6	-2,2	-1,5	
Repubblica Ceca	29,36	29,69	29,61	31,48	32,41	35,11	-1,1	-0,8	-6,7	-9,4	-16,4	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	249,1	251,4	250,5	245,4	262,5	251,5	-0,9	-0,5	1,5	-5,1	-0,9	
Lettonia	0,696	0,696	0,697	0,679	0,673	0,667	0,0	0,0	2,6	3,6	4,4	
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,429	0,429	0,429	0,431	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-3,1	
Slovacchia	38,93	39,07	38,82	39,89	41,17	42,99	-0,4	0,3	-2,4	-5,4	-9,4	
Slovenia	239,5	239,5	239,5	239,8	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7	
Polonia	3,9903	3,990	3,933	4,314	4,702	4,071	0,0	1,5	-7,5	-15,1	-2,0	
Russia	33,76	34,43	34,16	37,03	36,89	25,32	-1,9	-1,2	-8,8	-8,5	33,3	
EURO	90,3	91,2	90,3	92,9	92,8	93,3	-0,9	0,1	-2,7	-2,7	-3,2	
<i>cambio effettivo nominale</i>												

Fonte: Datastream

## Panorama Tassi & Dollaro USA

M.L. Quintili ☎ 06-4702 8422 – 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
	4/11/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,185	1,177	1,172	1,207	1,293	1,598	-0,7	-1,1	1,8	9,1	34,8
Australia (*)	0,733	0,750	0,763	0,757	0,753	0,516	-2,2	-3,9	-3,2	-2,7	42,2
Nuova Zelanda (*)	0,683	0,704	0,697	0,691	0,656	0,425	-2,9	-2,0	-1,1	4,1	60,6
Giappone	118,3	115,7	114,3	106,1	107,2	131,8	-2,2	-3,3	-10,3	-9,4	11,5
Corea del Sud	1.042	1.045	1.041	1.117	1.198	1.320	0,3	-0,2	7,1	14,9	26,7
Filippine	54,89	54,97	55,99	56,39	55,54	51,60	0,1	2,0	2,7	1,2	-6,0
Indonesia	10.069	10.039	10.194	9.079	8.418	10.370	-0,3	1,2	-9,8	-16,4	3,0
Singapore	1,702	1,690	1,694	1,656	1,700	1,849	-0,7	-0,4	-2,7	-0,1	8,6
Thailandia	41,01	40,76	41,14	40,96	39,61	44,05	-0,6	0,3	-0,1	-3,4	7,4
Cina	8,09	8,08	8,09	8,28	8,28	8,28	0,0	0,1	2,4	2,4	2,4
India	45,49	45,07	44,49	45,12	45,63	48,27	-0,9	-2,2	-0,8	0,3	6,1
Argentina	2,98	3,02	2,91	2,96	2,94	1,00	1,0	-2,4	-0,8	-1,5	-66,6
Brasile	2,22	2,27	2,26	2,82	2,89	2,30	2,2	1,7	27,1	30,5	3,5
Cile	540,7	543,7	529,0	600,9	593,0	646,3	0,5	-2,2	11,1	9,7	19,5
Colombia	2.284	2.292	2.291	2.551	2.780	2.297	0,3	0,3	11,7	21,7	0,6
Messico	10,75	10,85	10,68	11,41	11,24	9,11	0,9	-0,7	6,1	4,5	-15,3
Perù	3,36	3,38	3,35	3,31	3,46	3,44	0,6	-0,2	-1,3	3,1	2,5
Uruguay	23,39	23,29	23,88	27,29	29,32	14,75	-0,4	2,1	16,7	25,4	-36,9
Venezuela	2.853	2.877	2.748	2.429	2.852	759	0,8	-3,7	-14,9	-0,1	-73,4
Israele	4,67	4,65	4,60	4,44	4,39	4,48	-0,3	-1,3	-4,9	-5,9	-4,0
Sud Africa	6,69	6,71	6,44	6,09	6,62	12,37	0,2	-3,7	-8,9	-1,1	84,9
Turchia	1,3465	1,3505	1,3400	1,4617	1,3966	1,4298	0,3	-0,5	8,6	3,7	6,2
Area dell'Euro (*)	1,193	1,214	1,194	1,287	1,263	0,904	-1,7	0,0	-7,3	-5,5	32,1
Regno Unito (*)	1,751	1,774	1,759	1,844	1,786	1,439	-1,3	-0,5	-5,1	-2,0	21,7
Svizzera	1,308	1,281	1,301	1,188	1,239	1,650	-2,1	-0,5	-9,2	-5,3	26,2
Danimarca	6,32	6,19	6,26	5,77	5,91	8,28	-2,1	-0,9	-8,6	-6,5	31,1
Norvegia	6,53	6,43	6,60	6,33	6,68	8,87	-1,5	1,0	-3,1	2,2	35,7
Svezia	8,13	7,90	7,81	7,06	7,18	10,28	-2,7	-3,9	-13,1	-11,6	26,5
Russia	28,55	28,48	28,61	28,78	29,45	30,14	-0,3	0,2	0,8	3,2	5,6
Polonia	3,39	3,31	3,30	3,33	3,73	3,96	-2,4	-2,6	-1,7	10,1	16,7
Repubblica Ceca	24,61	24,47	24,80	24,45	25,65	35,27	-0,6	0,8	-0,6	4,3	43,4
Ungheria	211,3	207,9	210,0	191,0	209,3	272,9	-1,6	-0,6	-9,6	-0,9	29,1
<b>DOLLARO USA</b>	97,6	96,0	96,0	91,7	94,6	122,0	1,7	1,7	6,4	3,2	-20,0
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(\*) Dollaro Usa per valuta locale. Fonte: Datastream.

## Il calendario della settimana economica (dall'8 al 15/11/2005)

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

Giorno	Eventi
Mercoledì 9	Stati Uniti: intervento di Santomero della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Pianalto della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve Area Euro: discorso di Weber della BCE
Giovedì 10	Area Euro: Bini Smaghi della BCE partecipa a conferenza sul sistema bancario italiano Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile Area Euro: intervento di Trichet alla LSE Regno Unito: riunione di politica monetaria della Banca d'Inghilterra Stati Uniti: testimonianza di Bies
Martedì 15	Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Fisher della Federal Reserve

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Mercoledì 9	Germania	Bilancia commerciale	settembre	11,6 mld	13,0 mld
Giovedì 10	Francia	Produzione industriale	settembre	0,8% m/m	0,2% m/m
		Prezzi al consumo armonizzati	ottobre	0,4% m/m; 2,4% a/a	0,2% m/m; 2,2% a/a
Venerdì 11	Germania	Pil (prel.) ☺	III tr. 05	0,1% t/t	0,5% t/t
		Prezzi al consumo armonizzati	ottobre	0,4% m/m; 2,6% a/a	0,2% m/m; 2,6% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Giovedì 10	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	ottobre	2,3% m/m	-0,2% m/m
		Richieste sussidio disoccupaz.	5 novem.	323.000	320.000
		Bilancia commerciale	settembre	-59 mld	-61,4 mld
		Indice fiducia Univ. Michigan	novembre	74,2	76
		Prezzi alla produzione	ottobre	1,9% m/m	0,1% m/m
Venerdì 11	Giappone	Prezzi alla prod. (ex al.& en.)	ottobre	0,3% m/m	0,2% m/m
		Pil	III tr. 05	0,8% t/t; 3,3% a/a	0,3% t/t; 1,1% a/a
Martedì 15	Stati Uniti	Produzione industriale (rev.)	settembre	1,1% m/m	0,3% m/m
		Vendite al dettaglio	ottobre	0,2% m/m	-0,6% m/m
		Vendite al dettaglio (ex. auto)	ottobre	1,1% m/m	0,3% m/m
		Indice Empire Manufacturing	novembre	12,1	15