

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

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

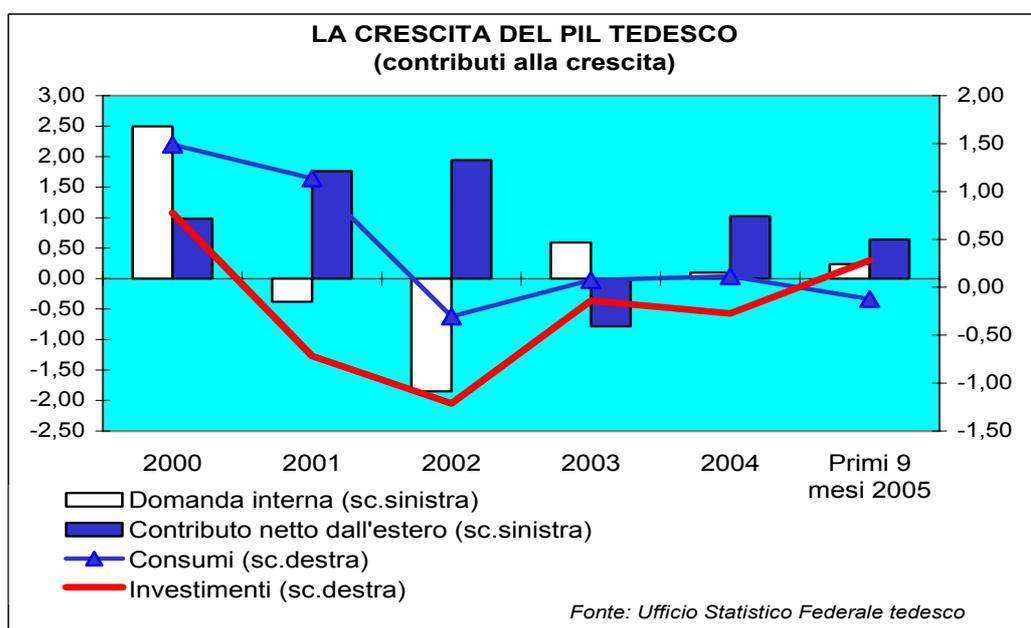
Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

40
2005

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



- Economia tedesca sempre più *export-led*. Per la Germania la globalizzazione si traduce in un rafforzamento della presenza esportatrice del paese sui mercati internazionali e nella conferma del forte contributo della domanda estera alla crescita del prodotto lordo.
- Un aggiornamento sullo stato di salute dell'economia britannica, alle prese con un rallentamento della crescita ma con un mercato del lavoro piuttosto vivace.

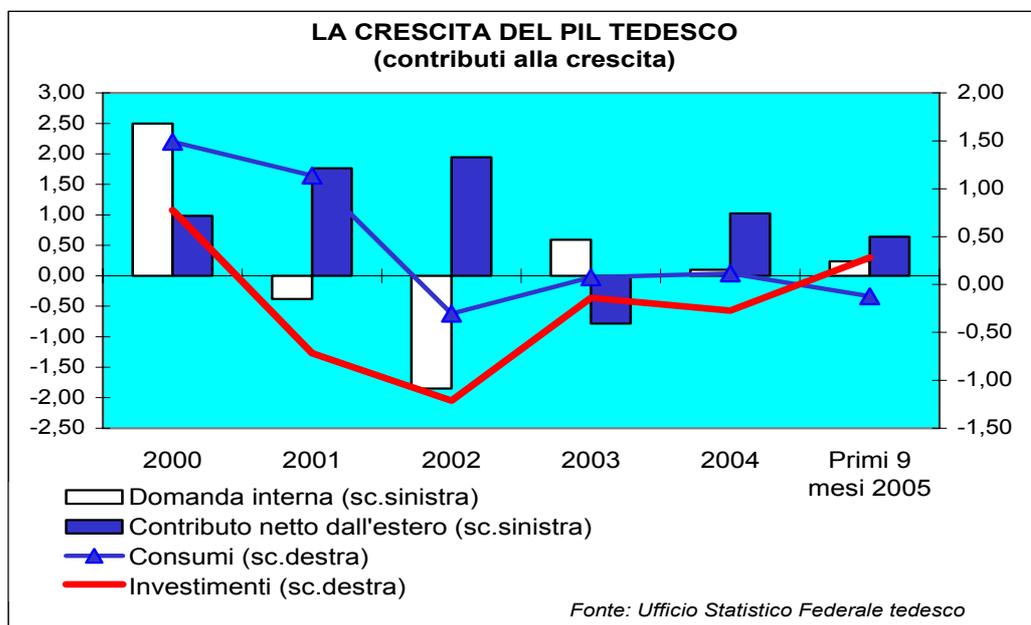
La Germania marcia con l'export

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

- **L'economia tedesca, trainata dalla domanda internazionale, ha evidenziato i primi cenni di risveglio degli investimenti nel terzo trimestre del 2005. Non si rilevano ancora segnali di rilancio dei consumi privati.**
- **Il nuovo cancelliere, Angela Merkel, alla guida di un governo formato da una grande coalizione tra i due principali partiti Cdu e Spd, si trova di fronte al difficile compito di conciliare rilancio dell'occupazione e risanamento dei conti pubblici.**

Nell'ultimo quinquennio la Germania si è caratterizzata per la crescente capacità di attrarre la domanda internazionale. Oltre ad avere aumentato la propria quota di mercato sulle esportazioni internazionali ed essersi portata in cima alla classifica degli esportatori mondiali, la Germania ha trovato nel contributo netto dall'estero il principale volano di una crescita economica che rimane modesta, prevalentemente a causa della debolezza della domanda interna. La crescente importanza che ha assunto la capacità di imporre i propri prodotti all'attenzione dei mercati esteri emerge anche dal peso che le esportazioni sono andate assumendo sul Pil tedesco, praticamente raddoppiato nell'arco di un decennio passando da poco più del 20% nel 1995 ad oltre il 40% nel 2005.

Il modello di sviluppo tedesco ha accelerato lo schema basato sulla sostenuta espansione dell'export dal 2001, con la sola eccezione del 2003 anno in cui la diminuzione del Pil (-0,2% su base annua) ha trovato prevalente motivazione in un aumento più vigoroso dell'import rispetto all'export. Bisogna risalire al 2000, anno in cui il Pil tedesco era aumentato del 3,5%, per trovare nella domanda interna l'elemento di maggior traino della crescita cui aveva contribuito per il 2,5%, sostenuta anche dall'1% prodotto dalle esportazioni nette.

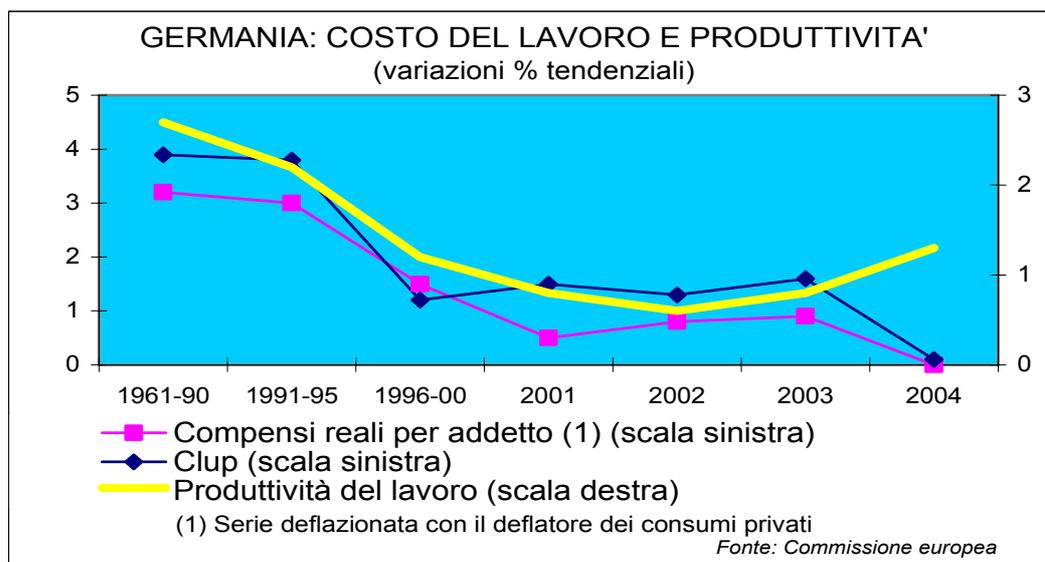


Le industrie tedesche hanno risposto alla crisi internazionale del 2001 puntando sul contenimento dei costi e sulla moderazione salariale. I lavoratori, pur di evitare l'esodo di impianti produttivi in paesi a costo del lavoro più contenuto, hanno accettato negli ultimi anni di lavorare più ore a parità di remunerazione favorendo un'accelerazione degli incrementi di produttività che, dopo aver toccato un minimo nel 2002, hanno ripreso a migliorare (secondo grafico). Insieme alla tradizionale qualità dei prodotti tedeschi, moderazione salariale e produttività in aumento hanno migliorato la competitività internazionale del paese e hanno messo l'export tedesco in grado di intercettare crescenti quote di mercato.

Lo stesso modello di sviluppo spiega in gran parte la debolezza dei consumi interni dovuta, oltre che alla moderazione della dinamica salariale, anche ad un mercato del lavoro scarso di opportunità. L'OCSE sottolinea che il tasso di disoccupazione tedesco al 9,9% nel 2004 è elevato rispetto agli *standard* dell'area di riferimento. Oltre la metà dei disoccupati tedeschi ha dovuto cercare per più di un anno prima di trovare un'occupazione, mentre nei paesi OCSE i tempi di ricerca di lavoro si riducono a un terzo. Inoltre, le riforme mirate a limitare l'eccessivo intervento del *welfare* a favore dei disoccupati, sebbene utili nel medio periodo, nell'immediato hanno probabilmente accresciuto il senso di insicurezza della popolazione deprimendo l'attitudine a consumare.

L'aumento delle esportazioni tedesche ormai in atto da diversi anni avrebbe dovuto stimolare un incremento più sostenuto degli investimenti, che invece ha tardato a materializzarsi. Nel terzo trimestre del 2005 si è registrato un primo, sensibile aumento degli investimenti dello 0,4% congiunturale e dello 0,9% tendenziale, che si contrappone a quattro anni e mezzo di cali consecutivi su base annua. A trainare la buona *performance* degli investimenti sono stati in primo luogo macchinari ed impianti, ma anche il settore delle costruzioni da anni in difficoltà ha mostrato cenni di miglioramento con un aumento congiunturale dell'1,1% che è il primo in sei anni. Per contro, i consumi hanno evidenziato il terzo calo congiunturale consecutivo (-0,1%). La ritrovata vivacità degli investimenti ha fatto sì che la crescita congiunturale dello 0,6% registrata nel terzo trimestre del 2005 sia stata sostenuta per lo 0,3% sia dalla componente estera che da quella interna.

Uno sviluppo equilibrato e quindi più facilmente sostenibile richiede il supporto simultaneo di tre pilastri: consumi, investimenti ed esportazioni nette. Per ora l'economia tedesca è trainata dalla domanda internazionale, ha evidenziato i primi cenni di risveglio degli investimenti nel terzo trimestre del 2005 che necessitano di ulteriori conferme, ma soffre di una persistente debolezza dei consumi privati.



L'opinione prevalente è che principalmente dal lato degli investimenti esistano ulteriori potenzialità di sviluppo che dovrebbero confermarsi nel prossimo biennio, agevolate anche da condizioni di finanziamento giudicate favorevoli nonostante le attese di aumenti dei tassi sui mercati monetari. La Commissione europea sostiene che esistono anche margini per un aumento dei consumi che sono stati penalizzati dai rincari dei corsi energetici e potrebbero esserlo ancora nei mesi invernali del 2005/2006, per poi risalire successivamente. Se le esportazioni continueranno a crescere in modo vivace, è verosimile aspettarsi un aumento degli investimenti e infine un maggior numero di posti di lavoro a tempo indeterminato che favorirebbe il miglioramento del clima di fiducia e i consumi.

Germania	2004	2005*	2006**
Popolazione (milioni di abitanti)	83		
Pil pro capite (in \$ Usa - PPP)	27.666		
Pil (var. % annua in termini reali)	1,6	0,8	1,2
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,8	2,0	1,6
Saldo di bilancio (in % del Pil)	-3,7	-3,9	-3,7
Debito pubblico (in % del Pil)	66,4	68,6	70,0
*Stime **Previsioni	Fonte: Commissione europea, Ocse		

Nel frattempo però la Germania deve cimentarsi anche con una complessa situazione politica. Dopo le elezioni di settembre, che non hanno assegnato una chiara maggioranza a un contendente, il nuovo cancelliere Angela Merkel, leader della Cdu, ha formato un governo di grande coalizione tra i due partiti maggiori della Cdu e della Spd che si erano presentati come avversari alle elezioni. Il nuovo governo, che potrebbe trovarsi a gestire non poche differenze, ha dichiarato di voler proseguire sulla via delle riforme con la priorità di combattere la disoccupazione, ma senza trascurare il risanamento dei conti pubblici che presentano saldi negativi superiori al 3% dal 2002. Tra le proposte per migliorare la posizione di bilancio figurano aumenti dell'Iva e tagli dei sussidi. Un piano di investimenti da 25 miliardi di euro in infrastrutture, ricerca e sviluppo viene visto come una replica di misure adottate nella precedente legislatura senza riuscire a incidere sul numero dei senza lavoro (circa 5 milioni). La riforma del sistema sanitario è stata rinviata al prossimo anno e l'aumento dell'età pensionabile da 65 a 67 anni è stato dilazionato in un arco di tempo superiore alle attese, tra il 2012 e il 2035. Intanto la Commissione europea sottolinea che in assenza di misure correttive più incisive, il deficit/Pil è destinato ad oscillare vicino al 4% nel periodo di previsione.

Regno Unito: come va la “nice economy”?

P. Verduci ☎ 06-47027281 – paola.verduci@bnlmail.com

- **Dai dati recentemente pubblicati emerge il quadro di una crescita dell'economia inglese ancora debole, che non fornisce segnali né di ripresa né di ulteriore rallentamento.**
- **La combinazione tra il rallentamento dell'economia e l'andamento sostenuto del mercato del lavoro genera una deludente crescita della produttività e un aumento del costo unitario del lavoro, con conseguenti pressioni inflazionistiche oggetto di costante monitoraggio.**
- **Le preoccupazioni sull'inflazione e la convinzione della Banca centrale che il rallentamento dell'economia sia parzialmente sovrastimato inducono a ritenere che non vi saranno interventi di politica monetaria a breve.**

La crescita dell'economia inglese per il terzo trimestre 2005 è stata confermata allo 0,4% t/t, mentre è stata rivista leggermente al rialzo la stima del dato tendenziale (1,7%, rispetto all'1,6% della stima preliminare), grazie al contributo del settore dei servizi (0,6% t/t, 2,3% a/a). La prossima settimana il Cancelliere, Gordon Brown, presenterà la relazione annuale con le nuove previsioni economiche del Tesoro e nuove stime per l'anno in corso. Nella relazione presentata a marzo, come noto, le previsioni di crescita di breve periodo erano state troppo ottimistiche (3% - 3,5% per il 2005 e 2,5% - 3% per il 2006).

Alla luce dei dati dei primi tre trimestri, per raggiungere il 3% annuo, il quarto trimestre del 2005 dovrebbe far segnare circa il 6%. Le attese sono invece per un 2005 in crescita intorno all'1,7%.

La pubblicazione delle minute dell'ultimo meeting e dell'Inflation Report di novembre conferma la visione di un'economia ancora debole, soprattutto dal lato della domanda, per la quale il terzo trimestre non fornisce segnali né di una ripresa, né di un ulteriore rallentamento. I consumi delle famiglie, infatti, nonostante un ritocco all'insù del tasso di crescita nel terzo trimestre (1,6%, contro 1,5% nel secondo) sono quasi ai minimi degli ultimi dieci anni. Il trend riflette principalmente la debole crescita dei redditi da lavoro, i precedenti aumenti dei tassi di interesse e il rallentamento del mercato immobiliare.

Per il futuro i dati sono contrastanti, da un lato infatti le vendite al dettaglio di ottobre hanno fatto registrare una crescita trimestrale dello 0,7% t/t (1,1% rispetto allo stesso trimestre del 2004) che, seppur modesta, è di rilievo se confrontata con l'andamento negativo o di crescita pressoché nulla in atto dalla fine dello scorso anno fino alla prima metà del 2005. A sostegno della possibile futura ripresa dei consumi, il mercato immobiliare mostra qualche segnale di recupero (*Nationwide house price index* è aumentato ad ottobre dell'1,3%). Diversamente, altri indicatori della domanda delle famiglie mostrano una certa debolezza (nel mese di ottobre si è registrata una consistente riduzione delle vendite di automobili e un'ulteriore riduzione degli indici di fiducia delle famiglie).

Dal lato dell'offerta la Bank of England continua a sottolineare di attendersi revisioni al rialzo del Pil, considerando il persistere di differenze tra le cifre ufficiali sulla crescita dell'economia ed altri indicatori dell'attività economica. In particolare, la maggior parte delle indagini riferite al settore dei servizi continuano a suggerire un'attività più solida di quella implicita nelle cifre ufficiali. Tale scostamento non è mai stato molto ampio, ma la persistenza appare insolita.

L'indagine del Chartered Institute of Purchasing and Supply (CIPS), riferita ai servizi è rimasta su livelli stabili negli ultimi 18 mesi, a fronte di un rallentamento della crescita economica. Anche ad ottobre il CIPS dei servizi è in aumento (56,1, contro 55 di settembre), così come sono in aumento i nuovi ordinativi (55,9 ad ottobre, 55,3 a settembre).

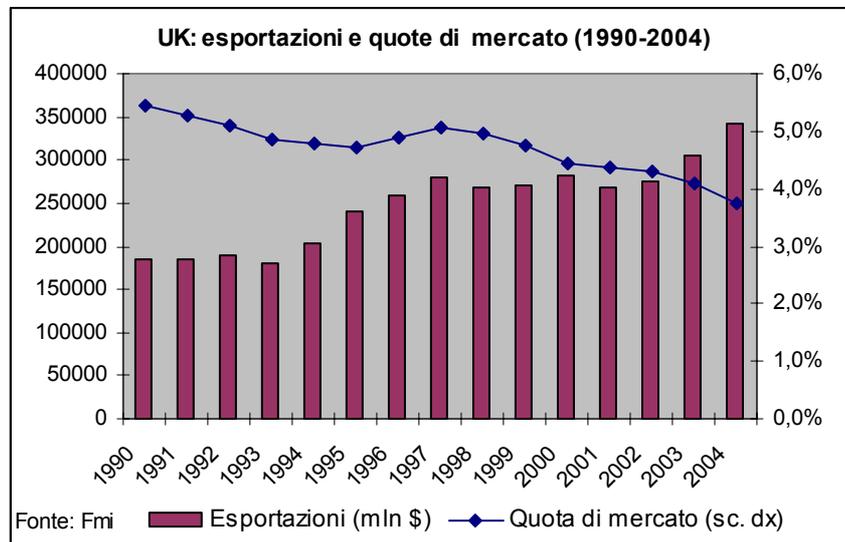
Anche il rallentamento dell'economia nel complesso appare eccessivo rispetto ai dati sul mercato del lavoro, il che implica che o la crescita è sottostimata o i dati sull'occupazione sono sovrastimati, oppure che le imprese hanno ricominciato ad assumere ritenendo che il rallentamento dell'economia sia solo temporaneo. Nel terzo trimestre, infatti, il tasso di disoccupazione è stato pari al 4,7%; per trovare un tasso più basso occorre tornare indietro di trenta anni al trimestre giugno-agosto del 1975 quando era pari al 4,6%.

Il risultato combinato dei dati relativi alla produzione e al mercato del lavoro, sostenuto dall'immigrazione, è rappresentato da una deludente crescita della produttività e un aumento del costo unitario del lavoro, con conseguenti pressioni inflazionistiche.

Nello scorso decennio il tasso medio annuo di crescita della produttività è stato infatti del 2%. Il Regno Unito è al 15° posto tra i paesi dell'OCSE per produttività oraria dopo paesi quali gli Stati Uniti e la Germania.

Per la prima volta da settembre 2004, il dato dell'inflazione ad ottobre segna una minor crescita (2,3%, contro il 2,5% di settembre), e per il futuro dovrebbe rimanere sopra l'obiettivo governativo del 2% nel breve periodo. Per una conferma di tali prospettive e per valutare il realizzarsi degli effetti di secondo impatto dei rialzi petroliferi, occorre però aspettare il primo trimestre 2006, poiché solitamente gennaio è un mese rilevante per le contrattazioni nel settore privato.

Il rialzo dei corsi petroliferi rimane il principale rischio al ribasso sulla domanda mondiale e al rialzo sui prezzi all'esportazione. Per il 2006, la debole crescita dei consumi privati dovrebbe essere in parte compensata da maggiori investimenti (3,4% nel 2006 contro il 3% atteso per il 2005) e le esportazioni nette dovrebbero recuperare per fornire un contributo parzialmente positivo, dopo avere contribuito negativamente negli scorsi anni. Da tempo, infatti il Regno Unito continua a perdere quote di mercato sull'export, passate dal 5,4% del 1990 al 3,8% del 2004.



Lo stesso governatore della Bank of England non ritiene replicabile la performance economica di grande stabilità che ha caratterizzato il periodo 1992-2002, e che egli stesso, nel suo discorso di insediamento nel 2003 definì con un gioco di parole "nice", cioè un periodo caratterizzato da una crescita economica "non - inflationary consistently expansionary".

Sulla base di questo quadro dell'economia, un intervento di politica monetaria a breve appare poco probabile, così come evidenziato nelle minute del meeting di novembre, nel quale, nuovamente all'unanimità, il Comitato di politica monetaria della Bank of England ha mantenuto i tassi invariati e ancora una volta l'ipotesi di un taglio dei tassi non è stata neanche discussa.

Rally senza volumi

G. Pedone ☎ 06-47027055 – giovanni.pedone@bnlmail.com

Dopo i primi inaspettati allarmi utile e gli inciampi sulle delusioni provocate dai titoli delle telecomunicazioni (su tutti France Telecom e Alcatel) le borse statunitensi ed europee sono apparse in difficoltà, già gravate dai nuovi scenari di tassi d'interesse in rialzo e dalla crescente attenzione ai livelli d'inflazione.

Ma nonostante il singolo effetto depressivo dei tassi non sia stato di breve durata, anche se ampiamente scontato e prezzato nei precedenti ribassi, i listini hanno saputo legarsi al traino della ripresa delle attività di fusioni e acquisizioni, non solo europea, e alle buon bilancio complessivo dei conti trimestrali.

Pur con le dovute eccezioni in negativo (Intel, Microsoft e Texas instruments), la stagione degli utili americani ha supportato i listini proprio nel momento più delicato come quello del rialzo dei tassi e inflazione in aumento.

Un primo sentiment depressivo è derivato da aspettative troppo alte, ma in seguito si è delineato un aumento medio degli utili, di almeno il 15%, soprattutto per il grande traino dei profitti delle energy company e dei gruppi petroliferi.

La dinamica resta positiva. Oltre il 68% ha battuto le attese, ben superiore alla media a 10 anni, contro un 19% che invece ha deluso ed un 13% in linea.

Ma più che quello degli utili aziendali il fattore chiave resta sempre quello dei tassi d'interesse e quindi dei prezzi al consumo. Infatti, l'inflazione negli Stati Uniti ha accelerato il passo con un boom di rialzi che non si registravano da 15 anni.

Un surriscaldamento che riflette in gran parte i danni alle infrastrutture petrolifere lasciati dagli uragani nel Golfo del Messico e che poi è stato guidato da un rincaro di oltre il 7% nei prodotti energetici finali.

Senza considerare che anche altri settori, come quello agricolo, sono stati direttamente coinvolti dagli uragani (Katrina e Rita) ed i prezzi alimentari ne hanno risentito con un incremento dell'1,5%, il più forte nell'anno. Ma il caro prezzi si nasconde ormai anche nei dati depurati dalle componenti energetica e alimentare, le più volatili, come si vede dal core-rate dei prezzi alla produzione che continua a lievitare come quello dei prezzi al consumo, sempre su record storici.

Inoltre, per la prima volta nella storia dei conti nazionali Usa il risparmio delle famiglie è stato negativo per un intero trimestre. Un eccesso di spesa confermato a livello Paese, con il deficit corrente intorno a livelli record (6,5% del Pil).

Quindi, per rischiare di non alleggerire il servizio del debito, un Paese così indebitato dovrà sempre maneggiare con cura la leva dei tassi d'interesse.

Ma il rally di Natale sembra già essersi esaurito o comunque ristrettosi a scambi e volumi ridotti.

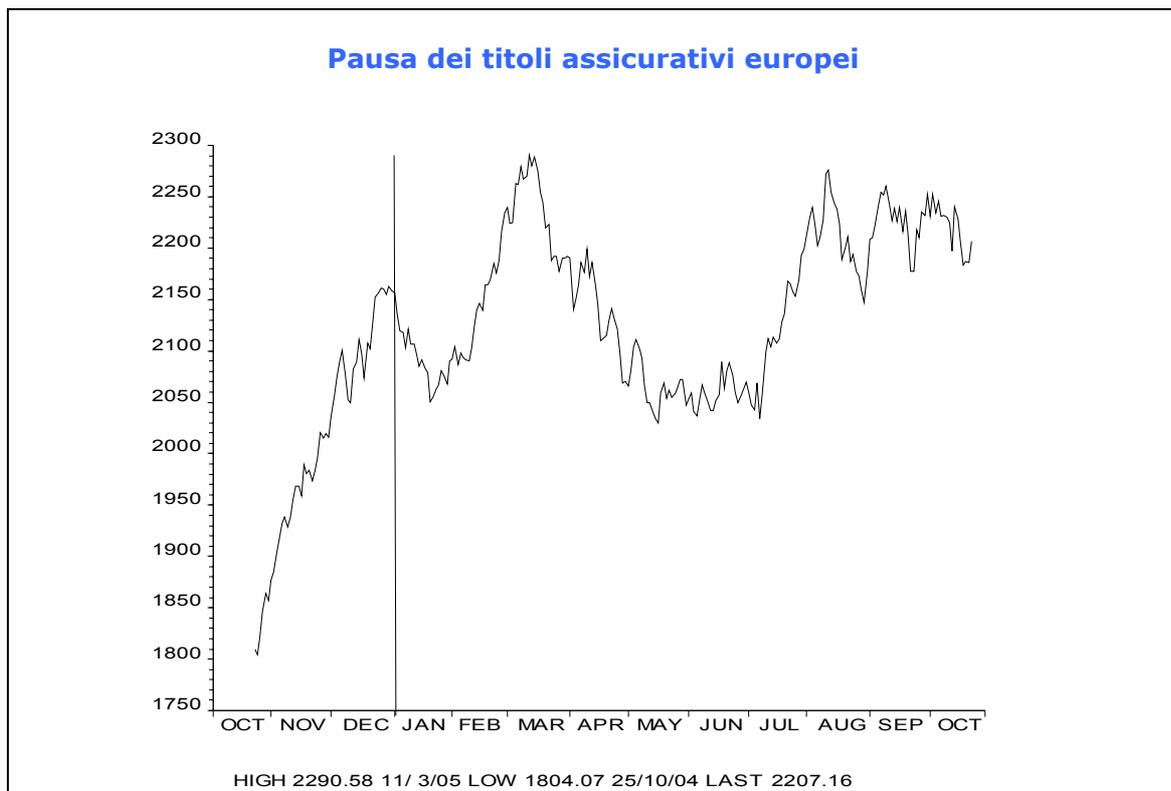
Il livello sottile delle contrattazioni non appoggia quindi il trend di fondo, isolando le prospettive di rialzo a breve termine. La liquidità resta a margine lasciando ai listini scarse garanzie di tenuta. Dinamica che rientra perfettamente nell'ottica di tassi d'interesse crescenti.

La speculazione si concentra sui titoli tecnologici, che possono beneficiare della forza relativa del Nasdaq e dell'indice dei semiconduttori in particolare. La rottura al rialzo del Sox di Philadelphia di importanti resistenze psicologiche apre nuovi scenari per il comparto high tech in generale.

Mood supportato da giganti del calibro di Ibm, Motorola e Yahoo che hanno conseguito nel terzo trimestre utili superiori alle attese risolvendo l'umore di Wall Street.

Il prepotente ritorno del gettito pubblicitario ha sorpreso e galvanizzato i conti delle net company come Google e Yahoo mentre profitti triplicati e utili netti a \$1,75 miliardi (da 479 milioni) hanno spinto Motorola e il suo nuovo modello RAZR al record di vendite.

I bilanci di Intel, invece, nonostante il fatturato sia salito a \$9,96 miliardi, non hanno convinto gli investitori. L'utile per azione (32 centesimi), infatti, è stato inferiore anche se di un solo centesimo alle previsioni.



Nel corso del 2005 il valore di mercato di Intel è rimasto pressoché invariato mentre quello della sua storica rivale, la AMD, ha guadagnato l'8% col lancio di prodotti innovativi e la stipula di contratti importanti, come la fornitura di chip ai portatili HP. Ma Intel è già corsa ai ripari indirizzandosi sul mercato di frontiera delle telecomunicazioni con l'offerta delle nuove soluzioni per la telefonia economica su Internet, come la tecnologia VoIP.

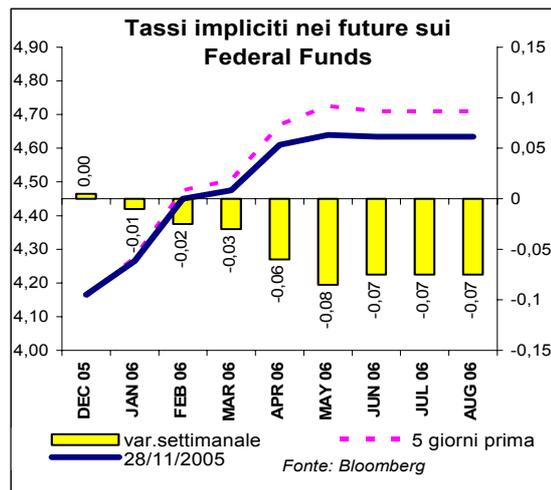
	Dati storici e variazioni percentuali			
	25/11/05	-1 sett	-1 anno	Max a 52 sett
MIBTEL	26.134	1,09 %	11,05 %	26.912
MIB 30	34.434	1,29 %	10,29 %	35.109
DOW JONES	10.939	1,61 %	0,98 %	10.941
NASDAQ 100	1.701	1,23 %	4,53 %	1.697
NASDAQ COMP	2.264	1,64 %	3,72 %	2.260
FTSE 100	5.524	0,45 %	14,60 %	5.532
CAC 40	4.600	0,97 %	20,18 %	4.650
DAX 30	5.194	1,38 %	22,04 %	5.196
IBEX 35	10.656	1,23 %	17,35 %	10.919
NIKKEI 225	14.784	1,10 %	26,68 %	14.743
TOPIX	1.530	-0,13 %	33,06 %	1.532
SINGAPORE	2.296	0,11 %	11,36 %	2.377
HONG KONG	15.081	1,33 %	6,48 %	15.451

Le previsioni su tassi e cambi

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

- Negli Usa, la lettura dei verbali del FOMC di novembre fa intravedere l'ipotesi di un'interruzione nel corso del 2006 della manovra di graduale aumento dei tassi iniziata dalla Fed a giugno del 2004.
- Nell'area dell'euro, appare molto probabile un aumento dei tassi della Bce alla riunione del primo dicembre. L'incertezza sulle successive scelte di politica monetaria è legata sia alla persistente debolezza dei consumi privati che agli effetti sull'inflazione del permanere dei prezzi del petrolio su livelli elevati.

Negli **Stati Uniti**, la lettura dei verbali del FOMC di novembre fa intravedere l'ipotesi di una Fed che nel corso del 2006 potrebbe orientarsi verso una pausa di riflessione dopo il lungo cammino percorso nell'aumento dei tassi iniziato a giugno 2004. È stata sottolineata l'importanza di un ulteriore graduale irrigidimento della politica monetaria evidenziando, però, l'esigenza di divenire sempre più sensibili alle future evoluzioni dello scenario economico. Alcuni partecipanti hanno, inoltre, enfatizzato l'opportunità di valutare i rischi che potrebbero emergere qualora si andasse troppo oltre nell'aumento dei tassi.



Le aspettative per l'economia Usa rimangono orientate verso una decelerazione nel 2006. Potrebbe rallentare la crescita dei consumi anche a causa di una politica monetaria più restrittiva. La spesa delle famiglie, fattore di traino dello sviluppo americano, contribuirebbe quindi in maniera ridotta alla crescita che rimarrebbe, comunque, sostenuta grazie anche all'attività di ricostruzione delle aree colpite dagli uragani.

Riteniamo, pertanto, che la Fed prosegua la manovra di aumento dei tassi già nella prossima riunione. Ma, qualora si dovesse effettivamente consolidare l'ipotesi di una decelerazione dei consumi si potrebbe assistere nel corso del 2006 ad un'interruzione della manovra di aumento dei tassi.

Nell'area euro, il presidente della Bce ha fornito ulteriori indicazioni sull'attuale orientamento della politica monetaria. L'incremento dei tassi, prospettato da Trichet nel corso dell'ultima audizione di fronte al Parlamento europeo, deriverebbe dall'esigenza di impedire che i rischi di aumento dei prezzi più volte sottolineati si materializzino. La Bce non avrebbe, però, un progetto di graduale innalzamento dei tassi con una serie già definita di manovre. L'obiettivo è la stabilità monetaria al fine di mantenere intatta la fiducia, fattore essenziale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro; è importante che l'aumento dei prezzi di oggi non si traduca in un processo inflazionistico persistente.

I dati provenienti dall'area euro pur confermando i segnali di ripresa dell'economia, più volte sottolineati dalla stessa Bce, mantengono alcuni elementi d'incertezza legati in particolare alla solidità dei consumi. Nella prima metà del 2005 il contributo fornito alla crescita dell'area dell'euro dalla spesa delle famiglie è risultato debole. Nel III trimestre l'economia ha conosciuto una fase di accelerazione ma, non essendo disponibili i dati sulle singole

componenti, è impossibile individuarne il principale fattore trainante. L'analisi delle due più grandi economie dell'area segnala, però, il ruolo significativo svolto dalle esportazioni. In Germania i consumi privati hanno registrato tre contrazioni consecutive nei primi nove mesi dell'anno. L'economia tedesca è riuscita, però, a conquistare quote crescenti sui mercati internazionali favorendo uno sviluppo delle esportazioni che hanno fornito un contributo fondamentale alla crescita. Anche in Francia, dove il ruolo dei consumi privati nel trainare lo sviluppo si è consolidato nel corso degli anni, nel periodo luglio-settembre l'accelerazione della crescita (+0,7% t/t dal precedente 0,1%) è stata favorita dal contributo delle esportazioni nette divenuto positivo per la prima volta dal III trimestre del 2003. Preoccupazione viene anche dall'andamento della spesa in prodotti manifatturieri delle famiglie francesi che nel mese di ottobre ha registrato il secondo calo consecutivo iniziando il quarto trimestre con un forte rallentamento. Appare, quindi, fondamentale conoscere il dato aggregato dell'intera area per verificare l'effettivo stato di salute dei consumi delle famiglie. Sul fronte dell'inflazione, nell'area dell'euro sono giunte positive indicazioni dai prezzi tedeschi: il calo di novembre (-0,4% m/m e +2,4% a/a) è stato favorito dall'andamento della componente energetica. Nei primi undici mesi del 2005 la media annua dell'inflazione tedesca (1,9%) è risultata sostanzialmente in linea con quella del 2004.

Alla luce delle recenti parole di Trichet, la politica monetaria nell'area euro appare orientata verso un aumento del tasso di riferimento alla prossima riunione, ma permane incertezza sulle scelte successive. Nei prossimi mesi la politica monetaria sarà sempre più guidata dall'evoluzione del contesto macroeconomico. Sarà fondamentale verificare sia la qualità della ripresa che gli effetti, sul processo di formazione dei prezzi finali e dei salari, del permanere dei corsi petroliferi su livelli elevati.

Nel **Regno Unito** l'economia ha conosciuto nei primi nove mesi dell'anno un significativo rallentamento. Nel III trimestre il Pil è cresciuto dello 0,4% t/t (1,7% a/a) trainato in particolare dagli investimenti. Le prospettive rimangono, comunque, positive. Nell'*Inflation report* di novembre la Banca d'Inghilterra prevede una graduale accelerazione della crescita del Pil grazie in particolare ai consumi delle famiglie, alla spesa pubblica e ad un modesto miglioramento del comparto estero. Sul fronte dei prezzi permane una profonda incertezza sull'impatto complessivo dei corsi energetici. Con un'inflazione che durante il 2006 dovrebbe tornare al di sotto dell'obiettivo di politica monetaria e con una crescita che potrebbe accelerare solo gradualmente la Banca centrale dovrebbe mantenere invariati i tassi d'interesse nei prossimi mesi.

	dati storici		28/11/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,8	111,2	119,2	113,0	107,7
dollaro-euro	1,249	1,226	1,182	1,200	1,270
yen-euro	135,9	136,3	140,8	135,6	136,8
sterlina-euro	0,691	0,678	0,686	0,687	0,695
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	2,08	3,91	4,41	4,55	4,60
euro	2,15	2,14	2,46	2,50	2,90
yen	0,05	0,06	0,07	0,09	0,25
sterlina	4,90	4,60	4,62	4,55	4,55
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,08	4,18	4,39	4,65	4,70
Germania	3,92	3,09	3,42	3,50	3,65
Giappone	1,49	1,34	1,47	1,70	1,81
Italia	4,07	3,29	3,59	3,70	3,85
Gran Bretagna	4,76	4,02	4,21	4,52	4,50

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

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

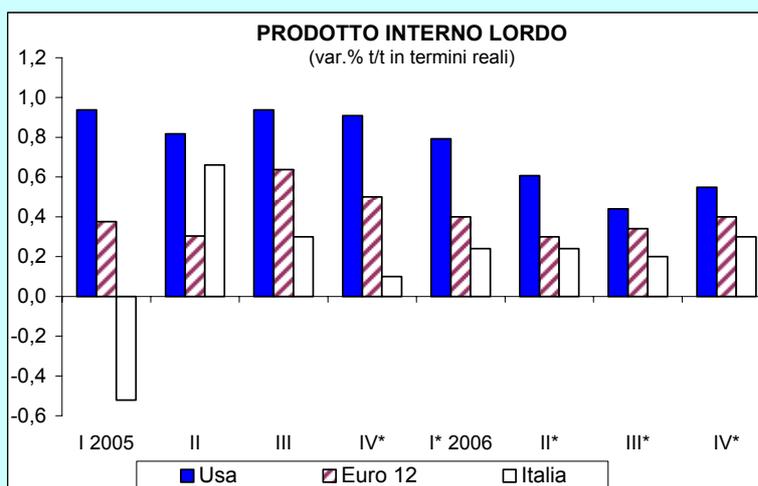
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,3	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,2	2,6	2,0	1,6	1,2	1,4	1,6
var.% anno su anno	1,8	1,4	1,7	1,3	1,1	1,5	1,8	1,9	1,8	1,5	1,4

ITALIA

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

* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.609
Italia	1.351



Le previsioni sui prezzi

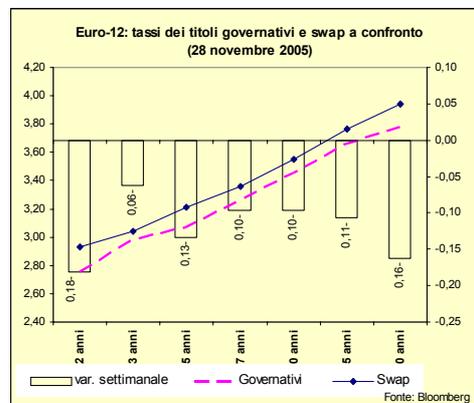
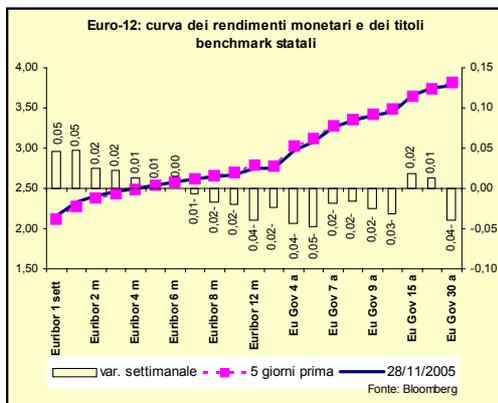
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

PREZZI AL CONSUMO													
EURO (indice MUICP - EUROSTAT)													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,5	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
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,3	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
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,6	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
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,8	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,4	110,3	110,6	110,6	110,4	110,2	110,8	111,5	111,7	112,0	110,3
2006	111,1	110,9	111,9	112,9	113,2	113,3	113,2	112,9	113,5	113,8	114,0	114,4	112,9
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,5	0,6	0,2	0,3	0,2
2006	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,6	2,6	2,5	2,3
2006	2,7	2,6	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,4
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	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
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	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
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	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 ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com

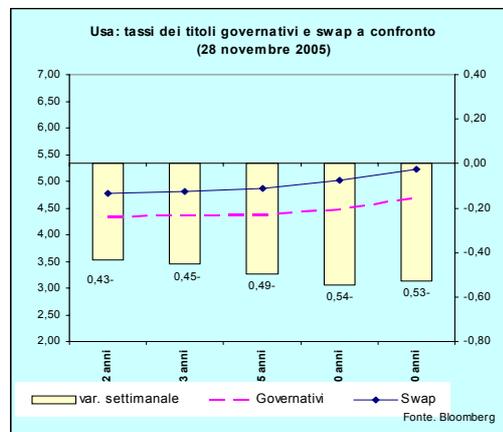
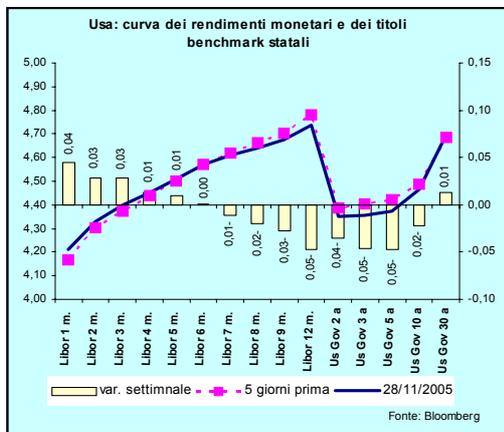


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	25/11/05	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,176	1,168	1,202	1,321	1,263	1,179	0,7	-2,1	-11,0	-6,9
Canada	1,376	1,389	1,426	1,557	1,623	1,800	-0,9	-3,5	-11,6	-15,2	-23,6
Australia	1,598	1,597	1,598	1,670	1,680	1,910	0,1	0,0	-4,4	-4,9	-16,4
Nuova Zelanda	1,690	1,703	1,711	1,846	1,924	2,223	-0,8	-1,3	-8,5	-12,2	-24,0
Giappone	140,4	139,3	138,8	135,8	135,1	133,7	0,8	1,2	3,5	4,0	5,0
Argentina	3,469	3,446	3,598	3,896	3,699	1,180	0,7	-3,6	-11,0	-6,2	194,0
Swizzera	1,547	1,547	1,544	1,511	1,558	1,617	0,0	0,2	2,4	-0,7	-4,3
Regno Unito	0,683	0,682	0,677	0,701	0,705	0,711	0,3	1,0	-2,5	-3,0	-3,9
Svezia	9,465	9,568	9,488	8,926	9,080	9,470	-1,1	-0,2	6,0	4,2	-0,1
Danimarca	7,460	7,456	7,459	7,429	7,445	7,450	0,0	0,0	0,4	0,2	0,1
Norvegia	7,877	7,882	7,834	8,120	8,414	8,855	-0,1	0,5	-3,0	-6,4	-11,0
Cipro	0,574	0,573	0,573	0,579	0,586	0,582	0,0	0,1	-1,0	-2,2	-1,5
Repubblica Ceca	29,08	29,35	29,67	30,99	32,41	35,11	-0,9	-2,0	-6,2	-10,3	-17,2
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	251,6	252,6	253,1	245,7	262,5	251,5	-0,4	-0,6	2,4	-4,2	0,0
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,684	0,673	0,667	0,0	0,0	1,7	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,433	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,8	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,46	38,68	38,94	39,26	41,17	42,99	-0,6	-1,3	-2,0	-6,6	-10,6
Slovenia	239,5	239,5	239,5	239,8	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7
Polonia	3,9156	3,973	3,927	4,217	4,702	4,071	-1,5	-0,3	-7,2	-16,7	-3,8
Russia	33,78	33,77	34,46	37,49	36,89	25,32	0,1	-1,9	-9,9	-8,4	33,4
EURO	90,5	90,5	90,9	93,3	92,8	93,3	0,0	-0,4	-2,9	-2,5	-3,0

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				
	25/11/05	- 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	1,170	1,189	1,176	1,177	1,293	1,598	1,7	0,5	0,6	10,6	36,6
Australia (*)	0,736	0,735	0,756	0,793	0,753	0,516	0,2	-2,6	-7,1	-2,3	42,7
Nuova Zelanda (*)	0,697	0,687	0,705	0,717	0,656	0,425	1,5	-1,2	-2,8	6,3	63,9
Giappone	119,6	119,1	115,0	102,4	107,2	131,8	-0,4	-3,9	-14,4	-10,4	10,2
Corea del Sud	1,037	1,035	1,060	1,065	1,198	1,320	-0,2	2,2	2,7	15,5	27,3
Filippine	54,17	54,53	55,23	56,27	55,54	51,60	0,7	2,0	3,9	2,5	-4,7
Indonesia	10,057	10,084	9,979	8,960	8,418	10,370	0,3	-0,8	-10,9	-16,3	3,1
Singapore	1,693	1,700	1,690	1,640	1,700	1,849	0,4	-0,2	-3,1	0,4	9,2
Thailandia	41,24	41,17	40,83	39,55	39,61	44,05	-0,2	-1,0	-4,1	-4,0	6,8
Cina	8,08	8,08	8,09	8,28	8,28	8,28	0,0	0,1	2,4	2,4	2,4
India	45,81	45,74	44,99	45,03	45,63	48,27	-0,1	-1,8	-1,7	-0,4	5,4
Argentina	2,96	2,94	2,99	2,94	2,94	1,00	-0,6	1,0	-0,6	-0,7	-66,3
Brasile	2,23	2,23	2,26	2,74	2,89	2,30	-0,2	1,4	22,9	29,5	2,8
Cile	523,8	527,7	543,6	588,3	593,0	646,3	0,7	3,8	12,3	13,2	23,4
Colombia	2,276	2,279	2,288	2,499	2,780	2,297	0,1	0,5	9,8	22,1	0,9
Messico	10,61	10,65	10,84	11,26	11,24	9,11	0,3	2,2	6,1	5,9	-14,2
Perù	3,40	3,38	3,39	3,31	3,46	3,44	-0,5	-0,2	-2,6	1,9	1,3
Uruguay	23,59	23,59	23,44	27,04	29,32	14,75	0,0	-0,6	14,6	24,3	-37,5
Venezuela	2,523	2,663	2,694	2,503	2,852	759	5,5	6,8	-0,8	13,0	-69,9
Israele	4,70	4,72	4,63	4,37	4,39	4,48	0,5	-1,5	-6,9	-6,5	-4,6
Sud Africa	6,51	6,68	6,61	5,90	6,62	12,37	2,6	1,5	-9,4	1,7	90,0
Turchia	1,3542	1,3677	1,3580	1,4250	1,3966	1,4298	1,0	0,3	5,2	3,1	5,6
Area dell'Euro (*)	1,176	1,168	1,202	1,321	1,263	0,904	0,7	-2,1	-11,0	-6,9	30,2
Regno Unito (*)	1,717	1,716	1,784	1,893	1,786	1,439	0,0	-3,8	-9,3	-3,9	19,3
Svizzera	1,320	1,314	1,276	1,138	1,239	1,650	-0,5	-3,3	-13,8	-6,1	25,0
Danimarca	6,36	6,33	6,16	5,60	5,91	8,28	-0,5	-3,2	-12,0	-7,1	30,2
Norvegia	6,70	6,75	6,52	6,15	6,68	8,87	0,8	-2,6	-8,2	-0,3	32,4
Svezia	8,08	8,15	7,85	6,72	7,18	10,28	0,8	-2,8	-16,8	-11,1	27,2
Russia	28,74	28,88	28,62	28,41	29,45	30,14	0,5	-0,4	-1,1	2,5	4,9
Polonia	3,34	3,38	3,24	3,17	3,73	3,96	1,3	-2,9	-5,0	11,8	18,5
Repubblica Ceca	24,73	25,12	24,69	23,47	25,65	35,27	1,6	-0,1	-5,1	3,7	42,7
Ungheria	215,0	215,2	208,2	184,6	209,3	272,9	0,1	-3,2	-14,1	-2,7	26,9
DOLLARO USA	98,2	98,7	95,7	89,1	94,6	122,0	-0,5	2,6	10,2	3,8	-19,5
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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

Il calendario della settimana economica (dal 29/11 al 5/12/2005)

D. Felicetti ☎ 06-47028424 - daniela.felicetti@bnlmail.com

Giorno	Eventi
Mercoledì 30	Area Euro: intervento di Mersch della Banca del Lussemburgo Stati Uniti: Beige Book 📌
Giovedì 1	Area Euro: la Bce annuncia i tassi di interesse 📌 Area Euro: conferenza stampa di Trichet 📌
Venerdì 2	Area Euro: Trichet partecipa a una conferenza in Lussemburgo Stati Uniti: intervento di Greenspan 📌 Stati Uniti: intervento di Yellen della Federal Reserve Stati Uniti: interventi di Santomero e Fisher della Federal Reserve

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Martedì 29	Area Euro	M3 ds	ottobre	8,4% a/a	8,0% a/a
	Italia	Prezzi alla produzione	ottobre	0,3% m/m; 3,8% a/a	0,7% m/m; 3,9% a/a
	Francia	Prezzi alla produzione	ottobre	0,6% m/m; 3,3% a/a	0,2% m/m; 2,9% a/a
Mercoledì 30	Francia	Indice fiducia consumatori	novembre	-30	-30
	Area Euro	Indice fiducia economica 📌	novembre	100,5	100,5
		PIL (2 stima)	III tr. 05	0,3% t/t; 1,1% a/a	0,6% t/t; 1,5% a/a
		Fiducia industria	novembre	-6,0	-6,0
		Prezzi al consumo (flash) 📌	novembre	2,5% a/a	2,4% a/a
		Fiducia servizi	novembre	15,0	15,0
	Italia	IPCA	novembre	0,6% m/m; 2,6% a/a	0,2% m/m; 2,6% a/a
Giovedì 1	Area Euro	PMI (manifatturiero) 📌	novembre	52,7	52,8
		Tasso di disoccupazione	ottobre	8,4	8,4
Venerdì 2	Area Euro	Prezzi alla produzione	ottobre	0,5% m/m; 4,4°/a	0,4% m/m; 3,9% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 29	Stati Uniti	Ordinativi (ex trasp)	ottobre	-1,1% m/m	1% m/m
		Ordinativi	ottobre	-2,4% m/m	1,5% m/m
		Vendita di nuove case (mln)	ottobre	1,2	1,2
Mercoledì 30	Stati Uniti	Pil (2 stima) 📌	III tr. 05	3,3 % a/a	4,0% a/a
		PMI (Chicago) 📌	novembre	62,9	60,0
Giovedì 1	Stati Uniti	Spesa per consumi	ottobre	0,5% m/m	0,2% m/m
		Deflatore spese consumi core	ottobre	0,2% m/m; 2% a/a	0,2% m/m; 1,9% a/a
		Indice ISM (non manifatt.) 📌	novembre	59,1	58
		Richieste sussidio disoccup.	26 nov.	335.000	325.000
Venerdì 2	Stati Uniti	Nuovi lavoratori dipendenti	novembre	56,0	210,0