

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto, 119  
00187 Roma

Direttore Responsabile:  
Giovanni Ajassa  
Autorizzazione del  
Tribunale di Roma  
n. 159/2002  
del 9/4/2002

Le opinioni espresse  
non impegnano la  
responsabilità  
della Banca

# focus

## settimanale del Servizio Studi BNL

41  
2005

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



- Prosegue il rally delle materie prime non petrolifere. In evidenza appaiono le quotazioni del rame, cresciute di oltre il 60% dall'inizio dell'anno. Il forte fabbisogno industriale espresso da paesi come la Cina sostiene gli acquisti presso i grandi produttori mondiali del metallo (Cile e Zambia, ad esempio). Ma ad incidere sui prezzi sono anche forti correnti speculative.
- USA ed Area dell'euro alla prova della produttività. Negli ultimi venti anni la crescita potenziale degli Stati Uniti si è mantenuta intorno al 3% annuo mentre per gli Euro-12 è scesa dal 2,7% a poco meno del 2%. In America si spostano in avanti sia produttività sia occupazione. In Europa buoni risultati sul piano dell'occupazione non si associano necessariamente con risultati dello stesso segno sul piano della produttività.

## Non si placa la febbre del rame

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

- Negli ultimi due anni, i prezzi dei metalli, al pari di quelli del petrolio, hanno mostrato una crescita consistente. L'indice Economist evidenzia come le quotazioni di queste commodity, dalla fine del 2003 ad oggi, abbiano subito incrementi per circa il 70%. Nella sola seconda parte del 2005, l'aumento è risultato superiore al 20%.
- Il balzo più evidente è stato quello del rame, le cui quotazioni negli ultimi due anni sono più che raddoppiate e nel solo 2005 sono aumentate di oltre il 60%. Il picco, di oltre 4500 dollari la tonnellata, è stato raggiunto nei giorni scorsi e rappresenta un record assoluto dopo i 4000 dollari toccati nel 1996.

Negli ultimi due anni, il petrolio non è stata l'unica commodity a mostrare chiari segni di surriscaldamento. Anche i metalli hanno fatto la loro parte. L'indice Economist che rileva l'andamento in dollari delle quotazioni dei metalli evidenzia come i prezzi di queste commodity dalla fine del 2003 ad oggi siano cresciuti di circa il 70%. Particolarmente tonica è stata la dinamica dei metalli non ferrosi (alluminio, nichel, stagno, zinco) che hanno tutti evidenziato incrementi compresi tra il 20 e il 60%.



Il balzo più evidente è stato quello del rame, le cui quotazioni negli ultimi due anni sono più che raddoppiate e nel solo 2005 sono aumentate di oltre il 60%. Il picco, di oltre 4500 dollari la tonnellata, è stato raggiunto nei giorni scorsi e rappresenta un record assoluto dopo i 4000 dollari toccati nel 1996. Per capire la portata della spinta al rialzo dei corsi di questo metallo basti pensare che i prezzi relativi del rame nei confronti di quelli del petrolio nell'ultimo anno sono raddoppiati. La febbre del rame è da ricercarsi essenzialmente nella forte spinta da domanda presente in Russia India e soprattutto in Cina dove nel primo semestre del 2005 si è registrato un incremento prossimo al 14%.

Dal lato dell'offerta, le statistiche dell'International Copper Study Group (ICSG) riguardanti la prima parte del 2005 evidenziano una produzione mineraria in flessione rispetto al semestre precedente. La produzione di metallo raffinato mostra anch'essa un andamento stagnante. La capacità produttiva presso le miniere e i raffinatori è rimasta sottoutilizzata nei primi tre

trimestri dell'anno, a causa di scioperi e problemi estrattivi che si sono susseguiti nei maggiori paesi produttori tra cui USA, Cile, Zambia. La forte domanda proveniente dall'Asia e dalla Russia e il rallentamento dell'offerta avrebbero procurato un deficit produttivo di circa 220 mila tonnellate nei primi sei mesi dell'anno in corso. Nonostante l'entità dello squilibrio sia risultata inferiore a quella relativa allo stesso periodo del 2004, essa si è inserita in un contesto caratterizzato da scorte piuttosto contenute, fattore che normalmente alimenta la volatilità delle quotazioni.

I prezzi del rame appaiono sopravvalutati alla luce delle dinamiche, attuali e previste, della domanda industriale internazionale e dell'offerta del metallo. Nel medio periodo, la corsa delle quotazioni dovrebbe certamente frenare. Più incerta e soggetta a rischi è invece la dinamica delle quotazioni nel breve termine. Il Cile, tradizionale grande fornitore del metallo a livello mondiale, avrebbe a tutt'oggi concluso con la Cina contratti di catodi per il 2006 per poco più di 100 mila tonnellate, in luogo delle stimate 200-250 mila. Non si può certo pensare a un effettivo calo del fabbisogno cinese. In Cina, infatti, i consumi di rame crescono in misura annua di circa il 10-12% e la produzione interna è insufficiente a soddisfare la domanda: il fabbisogno dovrebbe assestarsi per il 2006 intorno a 1,3 milioni di tonnellate.



Si può immaginare che l'azione di ritardare la conclusione dei contratti da parte dei cinesi sia tesa - oltre che a far ridurre i premi - anche a far calare i prezzi del metallo. Il mercato non sembra al momento recepire questi segnali e continua ad esser in tensione, visto anche che, sempre l'International Copper Study Group, stima come media 2005 un deficit produttivo mondiale di circa 200 mila tonnellate. La Cina dovrà inoltre fronteggiare con forti acquisti sia la chiusura delle precedenti vendite allo scoperto, sia la ricostituzione delle scorte che proprio in questi giorni sta utilizzando per calmierare il mercato locale.

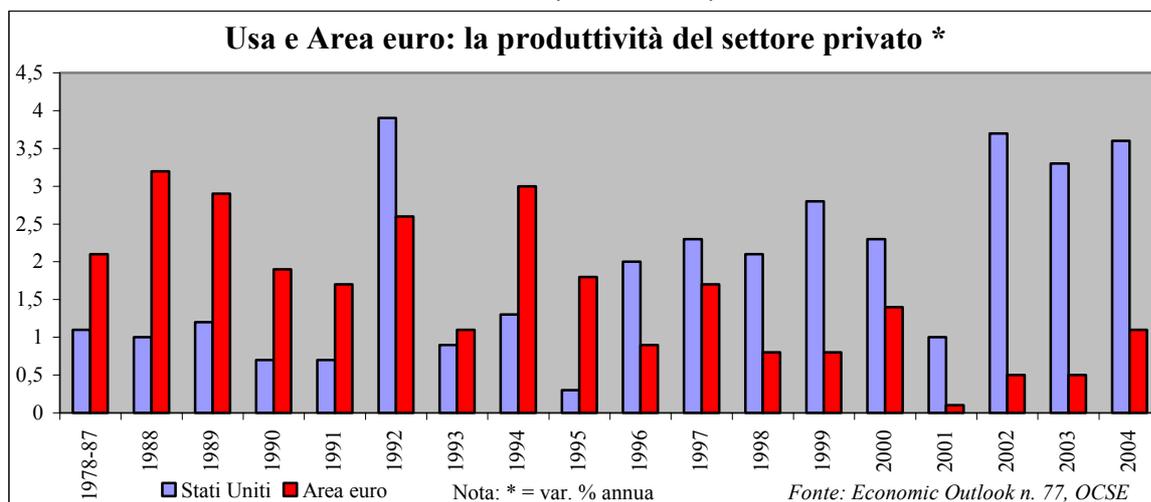
Nel 2006, il deficit potrebbe attenuarsi. La domanda, pur se prevista in crescita di circa il 4%, dovrebbe essere soddisfatta da un'offerta vista in possibile recupero. Questo dipenderà sia da una maggiore utilizzazione della capacità esistente, dovuta al superamento dei problemi incontrati nel corso del 2005, sia da un'espansione del potenziale produttivo a seguito degli importanti investimenti in corso nell'attività estrattiva e in quella di raffinazione.

## Area euro e Usa: il diverso cammino della produttività

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

- **Sulle prospettive di sviluppo dell'area euro pesa la sfavorevole dinamica della crescita potenziale, ridottasi negli ultimi venti anni dal 2,7% del periodo 1983-92 all'1,9% del 2005. Si è ampliato, quindi, il divario tra la ricchezza pro capite europea e quella americana.**
- **L'economia dell'area euro continua ad essere frenata dal rallentamento della crescita della produttività del lavoro.**

Nel corso degli ultimi venti anni le potenzialità di sviluppo dell'area euro hanno conosciuto un graduale e moderato peggioramento. La stima della crescita potenziale, considerata come livello di prodotto che non genera pressioni inflazionistiche o deflazionistiche, effettuata dall'OCSE evidenzia anche un ampliamento del differenziale nei confronti degli Usa. Infatti, mentre la crescita potenziale americana si è mantenuta intorno al 3%, negli Euro-12 è passata dal 2,7% del periodo 1983-92 all'1,9% del 2005. Conseguentemente i cittadini dell'area hanno conosciuto un graduale peggioramento in termini relativi del proprio tenore di vita, misurato come quantità di beni e servizi di cui ciascun individuo teoricamente dispone. Analizzando, infatti, l'andamento del Pil pro capite in parità di potere d'acquisto si evidenzia come mentre nei primi anni ottanta il valore dell'area euro rappresentava quasi l'80% del dato americano nel 2004 è stimato poco al di sopra del 70%.



La determinante principale del miglioramento del prodotto potenziale e del tenore di vita di un'economia nel lungo periodo è la produttività del lavoro, intesa come relazione tra la quantità di prodotto ottenuta e l'input di lavoro utilizzato. Secondo i dati OCSE, a partire dalla seconda metà degli anni novanta gli Stati Uniti hanno conosciuto una crescita della produttività superiore a quella dell'area euro, a differenza di quanto accaduto in precedenza. Il declino della produttività conosciuto dall'area euro nel corso degli anni è indiscutibile. Tale andamento si riscontra sia misurandola in termini di prodotto per occupato che in termini di prodotto per ora lavorata. Quest'ultimo indicatore presenta, comunque, un tasso di crescita superiore al dato per occupato a causa del progressivo calo registrato nel numero di ore medie lavorate dagli europei. Infatti, un lavoratore dell'area euro che nel 1970 lavorava circa lo stesso numero di ore di un americano oggi ne lavora il 15% in meno.

La non favorevole dinamica dell'area non ha però accomunato tutti i paesi membri. Belgio, Francia, Irlanda e Lussemburgo presentano, infatti, valori di Pil per ora lavorata, stimati da Eurostat (in p.p.s.), superiori al dato americano. L'area nel suo complesso si posiziona, invece, intorno al 90% del livello statunitense.

La Bce ha analizzato l'andamento della produttività del lavoro nell'area euro confrontandolo con quello relativo agli Stati Uniti ed evidenziandone gli impatti sulla crescita. È stato esaminato il trend a partire dall'inizio degli anni ottanta, considerando due cicli economici di lungo periodo, definiti ovviamente in maniera differente per le due aree. Analizzando la dinamica del Pil pro capite reale si nota come negli anni ottanta la minore crescita della ricchezza europea sia stata determinata dall'impatto negativo della componente occupazionale bilanciato dalla maggiore crescita del prodotto per ora lavorata. Negli anni

novanta, invece, il miglioramento riscontrato nell'utilizzo del lavoro nell'area euro è stato accompagnato da un peggioramento della crescita della produttività. I dati relativi al periodo 1996-2003 confermano il negativo impatto del rallentamento della produttività sulla crescita dell'area euro: nonostante il contributo fornito dall'utilizzo del lavoro abbia superato in quegli anni il dato americano, il forte rallentamento del prodotto per ora lavorata ha penalizzato la crescita della ricchezza europea. Molto interessante risulta, inoltre, l'evoluzione del mercato del lavoro nell'area euro. Il miglioramento della dinamica del contributo dell'utilizzo del lavoro è derivato dall'accelerazione della crescita del numero di occupati sul totale della popolazione attiva che rimane, comunque, inferiore agli Stati Uniti (63% contro oltre il 70%). Per contro il numero di ore lavorate per occupato ha registrato una costante riduzione, anche a causa della crescente incidenza degli impieghi a tempo parziale passata da circa il 14% del totale della forza lavoro nel 1995 a quasi il 18% del 2004.

Scomposizione del Pil pro capite in termini reali nell'Area euro e negli Stati Uniti					
Ciclo economico	Pil pro capite reale	Pil reale per ora lavorata	Utilizzo del lavoro	Ore lavorate per occupato	Occupati su popolazione totale
	a=b+c	b	c=d+e	d	e
anni 80					
Area euro	1,8	2,3	-0,4	-0,6	0,2
Usa	2,5	1,6	1,0	0,0	0,9
anni 90					
Area euro	1,7	1,4	0,3	-0,3	0,6
Usa	2,1	1,4	0,7	0,4	0,3
1996-2003					
Area euro	1,6	1,2	0,5	-0,4	0,8
Usa	2,2	1,9	0,3	0,2	0,1
1996-2004					
Area euro	1,3				

Fonte: Bce, Bollettino mensile, luglio 2004 e marzo 2005  
 I valori indicano le var. % annue; le somme delle componenti potrebbero non corrispondere a causa degli arrotondamenti  
 Note: Per l'Area euro: anni 80=1981-1993; anni 90=1993-2003  
 Per gli Usa: anni 80=1982-1991; anni 90=1991-2001

Visto il ruolo significativo svolto dalla produttività nel miglioramento del tenore di vita di un'economia diviene importante analizzarne le determinanti. La crescita della produttività del lavoro dipende prevalentemente da due elementi: la produttività totale dei fattori (PTF, grado di efficienza con cui capitale e lavoro sono utilizzati) e l'intensità del capitale (quantità di capitale utilizzata per lavoratore occupato). Quest'ultima può essere suddivisa in servizi della tecnologia e della comunicazione (TIC) e altri servizi da capitale (non TIC).

Il rallentamento della crescita della produttività del lavoro osservato nell'area euro fra gli anni ottanta e gli anni novanta è dipeso da una flessione sia del contributo della PTF che di quello dell'intensità di capitale. Quest'ultimo è stato influenzato da una dinamica salariale moderata che ha scoraggiato la sostituzione del lavoro con capitale favorendo la crescita dell'occupazione e generando, quindi, un effetto frenante sulla produttività anche a causa della maggiore quota di lavoratori meno qualificati impiegati nell'economia.

Al contrario, gli Stati Uniti a partire dalla seconda metà degli anni novanta hanno conosciuto una crescita sia dell'occupazione che della produttività. È opinione diffusa che questa differente evoluzione sia il frutto del diverso impatto delle nuove tecnologie.

La produttività dell'area euro avrebbe beneficiato di un maggior contributo dell'intensità di capitale TIC ma sarebbe stata penalizzata da un calo sostanziale del contributo dell'accumulazione di capitale non TIC. Il rallentamento della produttività dipenderebbe, quindi, da uno spostamento verso un più intenso utilizzo del lavoro e dal ridotto impiego nell'economia delle nuove tecnologie. Infatti, a fronte di miglioramenti nel contributo fornito dai settori produttori di TIC si è assistito ad un peggioramento dei comparti utilizzatori delle nuove tecnologie. Tutto ciò è in contrasto con quanto accaduto negli Usa dove i settori con un uso intensivo di TIC (commercio al dettaglio e all'ingrosso e i servizi ausiliari all'intermediazione finanziaria) hanno conseguito significativi incrementi della produttività, forse collegati al maggiore uso delle nuove tecnologie.

La Bce ha, quindi, sottolineato come al fine di incrementare la crescita della produttività nel più lungo termine le politiche economiche dovrebbero puntare a stimolare l'innovazione e a promuovere l'utilizzo delle nuove tecnologie.

## **Famiglie coreane: una bolla finanziaria non ancora riassorbita**

**C. Russo ☎ 06-47028418 – [carla.russo@bnlmail.com](mailto:carla.russo@bnlmail.com)**

- **I progressi ottenuti dalla Corea hanno portato il paese a occupare la 49<sup>a</sup> posizione per reddito pro capite.**
- **Tra il 2000 e il 2002 l'abbondanza di credito erogata alle famiglie ha determinato un repentino aumento del rapporto tra indebitamento e reddito disponibile, cresciuto nel periodo di oltre 35 p.p.; dal 2002, però, tale indicatore è rimasto fermo al 130%.**
- **L'allocazione della ricchezza delle famiglie è piuttosto tradizionale: immobili e depositi bancari sono gli investimenti prevalenti. Ai titoli obbligazionari e azionari è riservata solo una quota marginale del portafoglio finanziario.**

L'evoluzione della dimensione economica della Corea è stata tale che oggi il paese occupa l'11<sup>a</sup> posizione per prodotto interno lordo (\$576,4 mld, World Bank Atlas Method) e la 49<sup>a</sup> per reddito pro capite (\$12mila, World Bank Atlas Method). Il ritmo della sostenuta crescita economica della Corea nel 2004 (+4,6%) e della positiva previsione per l'anno in corso e per il prossimo (+3,8% e +5% rispettivamente) sono tuttavia inferiori a quelli conosciuti dal paese nei periodi precedenti e immediatamente successivi alla crisi del periodo 1997-98. Infatti, la recessione economica che in quel periodo interessò l'area asiatica colpì la Corea in misura particolarmente intensa (nel 1998 il Pil diminuì del 6,9%), ma la ripresa che seguì fu altrettanto vivace e repentina grazie, soprattutto, ai consumi privati che arrivarono a rappresentare il 60% del Pil, livello mai raggiunto negli ultimi venti anni. Tale risultato fu reso possibile dalla concomitanza di diversi fattori che consentirono, in particolare alle famiglie, di disporre di ampie disponibilità finanziarie. Da una parte, infatti, negli anni successivi la crisi le banche adottarono politiche di credito molto prudenti nei confronti delle imprese ma concessero generosi finanziamenti alle famiglie, settore considerato, fino ad allora, a basso rischio. Dall'altra, il trend crescente del prezzo delle abitazioni consentì ai nuclei familiari, nei casi di prestiti garantiti da immobili, di ottenere importi correlati alle valutazioni sempre più elevate delle abitazioni poste a garanzia. Ne è conseguito che la quota dei finanziamenti destinati alle famiglie sul totale raddoppiò tra il 1998 e il 2002 (dal 24% al 45%) grazie anche alla diffusione delle carte di credito (aumentate da 39 a 89 milioni) il cui utilizzo arrivò a coprire un terzo dei consumi privati. Deduzioni dal reddito imponibile pari al 10% degli acquisti effettuati tramite carte di credito e tassi di interesse in riduzione favorirono il ricorso a questa tipologia di finanziamento: l'abuso che ne venne fatto portò nel 2002 ad una grave crisi determinata dal dissesto finanziario di milioni di persone. A fine 2004 circa 3,6 milioni di individui risultavano ancora insolventi (il 16% della popolazione attiva). Tuttavia, il peso di situazioni personali critiche sta gradualmente riducendosi come segnalato da diversi indicatori: nei primi nove mesi dell'anno in corso i consumi privati sono tornati a crescere (+4%, dopo un biennio di flessione) e l'indebitamento delle famiglie, dal 2002, è rimasto stabile al 130% del reddito disponibile (era al 94% nel 2000), mentre le passività sono aumentate in misura contenuta (+5,3%). Inoltre, il saldo tra attività e passività finanziarie dei nuclei familiari sta ulteriormente aumentando dopo essere tornato positivo già dal 2003 (l'anno precedente era in deficit per circa 20 mld. di won) nonostante la lenta crescita del reddito disponibile e la preferenza per gli investimenti immobiliari. È anche per tale scelta che il rapporto tra debiti e attività finanziarie (al 48,6%) in Corea è stabile su un livello sensibilmente più elevato rispetto a quello registrato in diversi altri paesi (Stati Uniti, Regno Unito e Giappone).

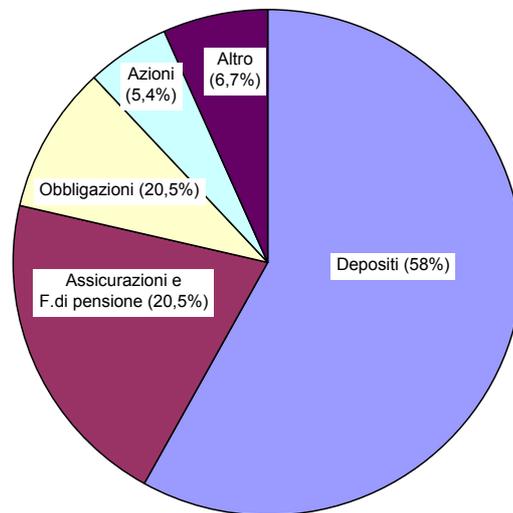
Oltre il 60% dei debiti contratti dalle famiglie è relativo a finanziamenti con garanzie immobiliari: nel paese oltre il mutuo per l'acquisto dell'abitazione, infatti, è molto diffuso il prestito garantito da ipoteca, tanto che quest'ultima tipologia concentra oltre un terzo del totale dei crediti erogati.

Negli ultimi cinque anni il mercato immobiliare ha seguito l'evoluzione dell'economia del paese: in forte espansione fino al 2003 si è, attualmente, stabilizzato grazie ad alcune iniziative governative tese a controllare l'aumento dei prezzi degli immobili, soprattutto nella capitale e nelle aree limitrofe dove si sono registrati gli incrementi più sensibili. Per il momento, tuttavia, il livello dei prezzi reali delle abitazioni in queste zone risulta ancora elevato e il processo di raffreddamento delle quotazioni procede solo lentamente.

Le attività che compongono il portafoglio finanziario delle famiglie si sono mantenute relativamente stabili dall'inizio del nuovo millennio. A giugno 2005 più della metà (58%) delle attività finanziarie risultava allocata in diverse forme di deposito, mentre ai prodotti assicurativi e previdenziali era riservato il 20,5%; ai titoli obbligazionari (9,4%) e a quelli azionari quotati (5,4%) le famiglie riservano solo una quota marginale delle proprie disponibilità.

Nel complesso, dopo i dissesti dovuti allo scoppio della bolla delle carte di credito, diversi indicatori relativi alla situazione reddituale delle famiglie indicano un leggero miglioramento: il peso del servizio del debito rispetto al reddito è sceso di circa un punto percentuale rispetto al 2004 (ora al 9%) mentre il tasso di risparmio si è assestato al 7% (meno della metà di quello rilevato in media negli anni Ottanta). La Banca centrale, tuttavia, indica alcune criticità relative alle classi di reddito più basse per le quali emerge una situazione finanziaria piuttosto vulnerabile dovuta, principalmente, alla crescita negativa dei redditi reali e all'impossibilità di una riduzione ulteriore dei consumi, già molto contenuti.

**COREA: COMPOSIZIONE % DELLA RICCHEZZA FINANZIARA DELLE FAMIGLIE  
Giugno 2005**



Fonte: Banca centrale coreana

## Toro incurante dei tassi

G. Pedone ☎ 06-47027055 – [giovanni.pedone@bnlmail.com](mailto:giovanni.pedone@bnlmail.com)

Pur in pieno clima di rallentamento del volume di scambi complessivo, in netta controtendenza rispetto al periodo natalizio, il mercato azionario continua a correre slacciato dalla congiuntura che invece mostra segni chiari di decelerazione soprattutto dal fronte immobiliare e da quello dei consumi, da cui invece statisticamente era attesa una reazione.

Nelle ultime settimane, al di là della progressione solitaria di Tokio, lo slancio delle borse del Vecchio Continente ha dovuto fare i conti con una stanchezza dei titoli finanziari. Il maggior drenaggio al flusso rialzista e alle ambizioni di rilancio degli indici europei è venuto infatti dalla inaspettata contrazione soprattutto del comparto assicurativo.

Dopo aver trainato interi panieri sui mercati azionari nei primi mesi dell'anno aggiornando sempre nuovi massimi, sia in termini di prezzo sia di contrattazioni, il settore dei titoli assicurativi soffre ora del mancato alleggerimento dalla pressione delle conseguenze degli eventi climatici sfavorevoli.

Malgrado la struttura rialzista (*trend* primario di fondo) non sia stata ancora compromessa, l'indice Euro Assicurativi ha dovuto comunque rinunciare ai massimi toccati prima a marzo e poi metà agosto in area 2.290 con l'avvento di continui realizzzi e prese di beneficio.

L'intero mercato assicurativo mondiale, dopo il brillante avvio di inizio anno, resta tuttora in attesa di un riscatto che scongiuri la rottura di resistenze chiave e quindi il definitivo abbandono dell'impostazione rialzista.

Gli effetti dell'inondazione americana a New Orleans, ad esempio, solo adesso iniziano a manifestarsi sui bilanci delle compagnie assicurative. Si stimano (report di Tillinghast Towers Perrin) danni tra i 40 e i 55 miliardi di dollari, cifre che, se confermate, battezzerebbero l'uragano Katrina come la più imponente catastrofe naturale della storia assicurativa statunitense, un sinistro di impatto superiore addirittura agli attentati del 11 settembre 2001 che costarono circa 35 miliardi di dollari.

Ma un tale evento ha aperto dibattiti e controversie nel mondo assicurativo sulle effettive responsabilità: se i danni, cioè, siano stati causati direttamente dall'uragano iniziale o dalla successiva inondazione, visto che i contratti delle polizze private non coprono quest'ultimo rischio. Quesito importante, perchè più le compagnie assicurative riescono ad attribuire i danni al cosiddetto rischio-acqua più sono in grado di scagionarsi e limitare le perdite.

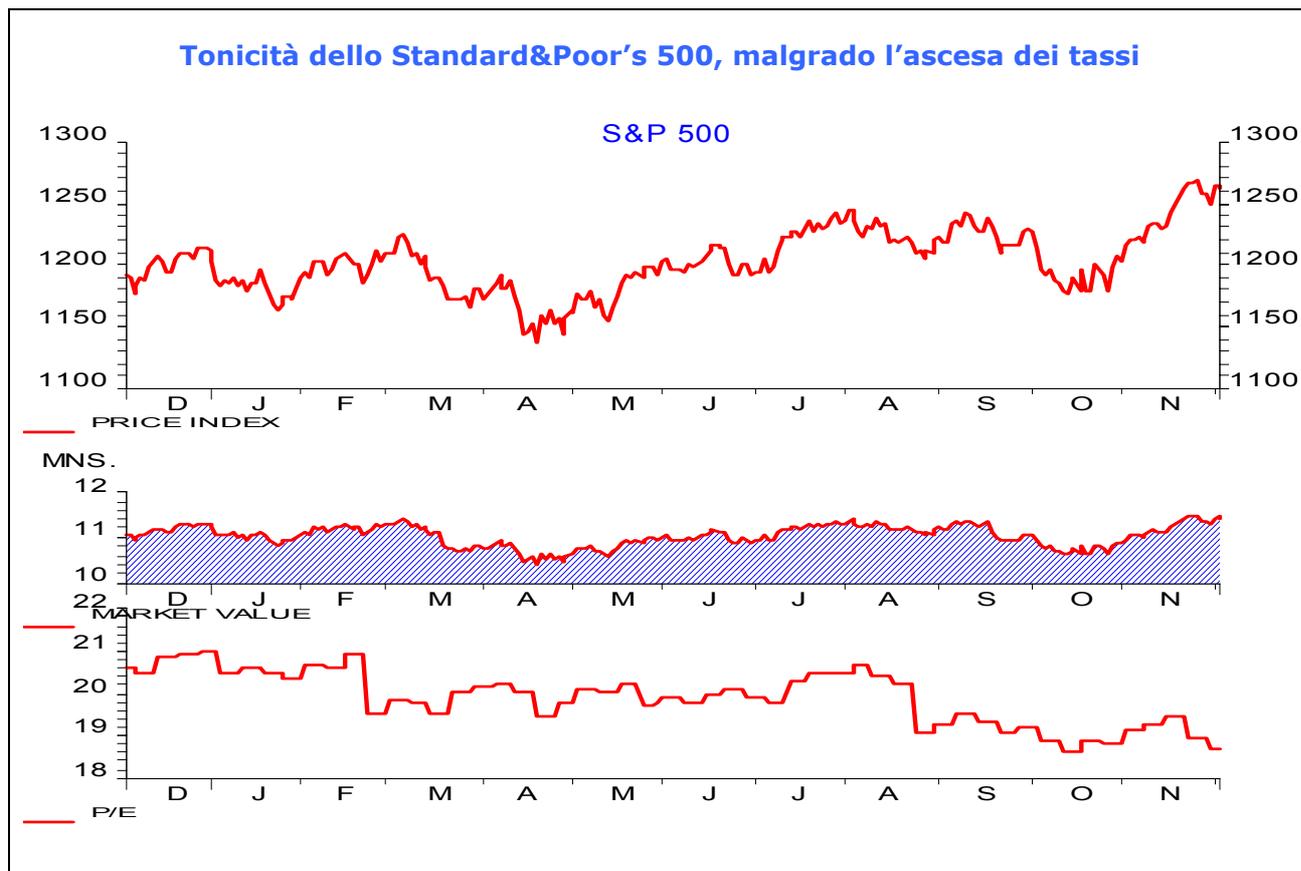
In entrambi i casi, come anticipato dagli indici azionari, si prevede un salasso per le compagnie. Allianz, infatti, stima di perdere almeno 600 milioni di dollari mentre Axa ha accantonato più di 200 milioni. Ma sono soprattutto i grandi gruppi di ri-assicurazione a dover affrontare l'impatto uragani ed i costi maggiori. Le riserve della Swiss Re arrivano alla soglia dei 1,5 miliardi di dollari, quelle dei Lloyd's superano addirittura i 2 miliardi mentre Munich Re si ferma a 700 milioni di dollari.

Le stime, inoltre, andranno riviste sulla base dei danni effettivi finali di Katrina perché così è ancora difficile ripartire il rischio per le compagnie.

E nonostante la forza di una complessiva capacità assicurativa mondiale di oltre 700 miliardi di dollari, perdite apparentemente ridotte del 6-8% come quelle di Katrina sono comunque suscettibili di abbattere del 35% i profitti dell'intero settore.

Come prime conseguenze del trasferimento dei rischi sul mercato finanziario che le compagnie inevitabilmente agevoleranno, la comunità finanziaria attende ora un aumento delle tariffe accompagnato da un incremento delle emissioni dei cosiddetti Cat bond, obbligazioni a cedola elevata (già 5 miliardi nel 2005), come quello da 190 milioni di dollari emesso da Swiss Re (Kamp Re II).

Attraverso poi un effetto di mutualità tipico del settore delle polizze, gli effetti dell'uragano tenderanno ad ampliarsi e a trasmettersi, in termini di maggiori tariffe, anche sui comparti non strettamente legati alle catastrofi naturali.



Nell'ottica dei singoli titoli, a dispetto degli uragani, la redditività delle compagnie assicurative europee resta comunque su un sentiero di crescita come confermano i grafici tecnici ed i conti del I semestre: Allianz ha chiuso con profitti netti per 1,4 miliardi di euro (+62% a./a.), ricavi in aumento del 6,6% a 23,7 miliardi di euro e utile operativo a 2,4 miliardi di euro (+18,8% a./a.).

La raccolta premi è passata a 14 miliardi e l'utile operativo nei rami non vita, i più importanti del gruppo, è cresciuto del 10% a 1,4 miliardi con una raccolta di 9,8 miliardi di euro. Anche la francese Axa, secondo gruppo europeo, ha presentato bilanci soddisfacenti: utile netto a 2,3 miliardi di euro (+31% a./a.) ed operativo a quota 1,8 miliardi (+26% a./a.).

	Dati storici e variazioni percentuali			
	2/12/05	-1 sett	-1 anno	max a 52 sett
<b>MIBTEL</b>	26.347	0,82 %	11,95 %	26.912
<b>MIB 30</b>	34.777	1,00 %	11,39 %	35.109
DOW JONES	10.878	-0,49 %	0,42 %	10.941
NASDAQ 100	1.703	0,17 %	4,74 %	1.704
NASDAQ COMP	2.266	0,14 %	3,84 %	2.267
FTSE 100	5.528	0,08 %	14,69 %	5.532
CAC 40	4.662	1,35 %	21,80 %	4.650
DAX 30	5.308	2,19 %	24,72 %	5.308
IBEX 35	10.649	-0,06 %	17,28 %	10.919
NIKKEI 225	15.422	4,31 %	34,23 %	15.130
TOPIX	1.584	3,53 %	37,76 %	1.584
SINGAPORE	2.333	1,60 %	13,14 %	2.377
HONG KONG	15.200	0,79 %	7,32 %	15.451

## Le previsioni su tassi e cambi

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

- **La Banca centrale europea ha aumentato il saggio guida al 2,25% sulla scia dell'accresciuta probabilità attribuita dalle sue previsioni all'emergere di spinte al rialzo sui prezzi.**
- **L'economia statunitense continua a crescere a ritmi sostenuti. Il Beige Book conferma il proseguimento del trend nel IV trimestre, ma segnala sintomi di affaticamento nel comparto edilizio e perplessità sulla tenuta dei consumi a fronte di corsi petroliferi persistentemente elevati.**

La Banca centrale europea (Bce) ha innalzato di 25 centesimi il tasso di rifinanziamento principale al 2,25%. Bisogna risalire al 5 ottobre del 2000 per trovare l'ultimo aumento del saggio guida nell'area dell'euro che, in quell'occasione, fu elevato dal 4,5% al 4,75%. I tassi monetari rimangono attualmente su livelli contenuti sia in termini nominali, sia reali.

Il presidente della Bce ha precisato che la manovra è finalizzata a ritirare parte dell'espansione monetaria in atto, che le condizioni rimangono comunque accomodanti e che non c'è nessuna decisione "ex-ante" da parte del Consiglio Direttivo di avviare una serie di rialzi dei tassi. L'azione della Bce, che punta ad ancorare le aspettative inflazionistiche, non è stata unanimemente condivisa dagli economisti. L'"Economic Outlook" dell'Ocse afferma, ad esempio, che la ripresa attesa nell'area dell'euro è moderata, che i temuti effetti dell'aumento dei corsi petroliferi sui salari rimangono incerti e, di conseguenza, suggerisce l'opportunità di mantenere i tassi monetari fermi fino a 2006 inoltrato.

Proiezioni macroeconomiche della Banca centrale europea e dell'Ocse				
Area dell'euro	Variazioni tendenziali			
Dicembre 2005_Bce	2004	2005	2006	2007
Indice dei prezzi al consumo armonizzati	2,1	2,1 - 2,3	1,6 - 2,6	1,4 - 2,6
- Valore centrale	2,1	2,2	2,1	2,0
Pil	1,8	1,2 - 1,6	1,4 - 2,4	1,4 - 2,4
- Valore centrale	1,8	1,4	1,9	1,9
<b>Settembre 2005_Bce</b>				
Indice dei prezzi al consumo armonizzati	2,1	2,1 - 2,3	1,4 - 2,4	nd
- Valore centrale	2,1	2,2	1,9	nd
Pil	1,8	1,0 - 1,6	1,3 - 2,3	nd
- Valore centrale	1,8	1,3	1,8	nd
<b>Novembre 2005</b>				
	Proiezioni dell'Ocse			
Indice dei prezzi al consumo armonizzati	2,1	2,2	2,1	1,6
Pil	1,8	1,4	2,1	2,2

La più rilevante differenza tra lo scenario della Bce e dell'Ocse riguarda le attese inflazionistiche: la Bce ha aumentato tra settembre e dicembre le proiezioni sull'inflazione del 2006 e il valore centrale della fascia previsiva che riguarda il 2007 (2%) è sensibilmente più elevato dell'1,6% stimato dall'Ocse. Anche le previsioni sulla crescita europea sono state leggermente riviste al rialzo tra settembre e dicembre dagli economisti della Bce. L'aumento dei tassi da parte delle autorità monetarie europee sembra essere stato indotto, da un lato, dal rafforzamento del ritmo di crescita del III trimestre del 2005 che fa sperare in un consolidamento della dinamica congiunturale e, dall'altro, dall'accresciuta probabilità accreditata all'emergere di spinte al rialzo sui prezzi. Tuttavia, la stima flash sull'inflazione di novembre evidenzia un ridimensionamento al 2,4% dal precedente 2,5%.

I dati provenienti dall'area euro pur confermando i segnali di ripresa dell'economia, sottolineati dalla Bce, mantengono elementi d'incertezza legati alla solidità dei consumi. Eurostat ha confermato allo 0,6% l'incremento congiunturale del Pil del III trimestre e all'1,6% l'aumento tendenziale, che si confronta con una crescita dell'1,2% nel primo semestre. L'accelerazione della variazione congiunturale allo 0,6% (dal precedente 0,4%) dipende sia dalla domanda interna che da quella estera che hanno sostenuto il Pil nella stessa misura (0,3%). L'elemento di maggior traino della domanda interna è rappresentato

dagli investimenti, mentre l'apporto dei consumi privati è rimasto modesto. La qualità della crescita appare quindi più equilibrata rispetto alla prima metà del 2005, accompagnata dal positivo impulso degli investimenti, mentre i consumi rimangono l'anello debole della catena. Gli indicatori di fiducia lanciano segnali incoraggianti per l'ultimo trimestre del 2005. Il Pmi manifatturiero è migliorato tra ottobre e novembre (52,7 e 52,8), in sintonia con il Pmi dei servizi (54,9 e 55,2) sostenendo la probabilità che l'attività produttiva si stabilizzi sui livelli del III trimestre. Se la crescita europea dovesse confermare le previsioni della Bce è verosimile attendersi ulteriori, gradualmente aumenti del saggio guida nel corso del 2006.

Lo scenario economico mondiale rimane positivamente intonato e gli Usa si confermano uno dei principali motori della crescita. La revisione del Pil del III trimestre ha evidenziato un ritmo di sviluppo sensibilmente più sostenuto di quello ipotizzato nella stima precedente: nel III trimestre l'incremento del Pil è stato del 4,3% trimestrale annualizzato, dell'1,1% congiunturale e del 3,7% tendenziale, in netto rialzo rispetto alla stima preliminare dove i numeri erano rispettivamente 3,8%, 0,9% e 3,6%. La crescita è stata trainata dalla domanda interna, solo in parte penalizzata dal contributo negativo dall'estero. Rimangono molto forti i consumi, sostenuti dal positivo andamento degli investimenti. I profitti aziendali al netto delle tasse sono diminuiti del 3,7% sul trimestre precedente, ma sono in forte aumento rispetto a un anno prima. Il Beige Book, il rapporto periodico della Banca centrale, ha confermato il proseguimento dell'espansione tra ottobre e novembre con progressi diffusi per il settore manifatturiero e per le vendite al dettaglio, ma ha anche evidenziato un rallentamento del mercato immobiliare nei distretti di Philadelphia, Richmond e Cleveland. Le vendite di abitazioni sono diminuite in ottobre del 2,7%, ma il rallentamento sembra molto graduale e il settore rimane vitale in presenza di un aumento della vendita di nuove abitazioni. Il Beige Book ha anche sollevato timori sulla tenuta dei consumi di fronte a corsi petroliferi persistentemente elevati, anche se il netto miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori del Conference Board (98,9 in novembre da 85,2) e la creazione di 215.000 nuovi posti di lavoro in novembre sembrano allontanare timori di questa natura. Sintomi di affaticamento emergono invece dall'Ism manifatturiero e non, in calo in novembre rispettivamente a 58,1 (da 59,1) e 58,5 (da 60). La vivacità dell'economia accredita l'ipotesi di proseguimento della graduale manovra di aumento del saggio guida, con il prossimo appuntamento al Fomc del 13 dicembre.

	dati storici		05/12/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	103,8	114,9	120,8	112,0	106,0
dollaro-euro	1,341	1,202	1,179	1,200	1,270
yen-euro	139,1	138,0	142,4	134,4	134,6
sterlina-euro	0,695	0,681	0,677	0,687	0,695
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,50	4,17	4,46	4,55	4,60
euro	2,17	2,20	2,45	2,60	2,90
yen	0,05	0,06	0,05	0,11	0,25
sterlina	4,87	4,59	4,62	4,50	4,55
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,22	4,45	4,57	4,65	4,70
Germania	3,65	3,26	3,42	3,50	3,70
Giappone	1,37	1,52	1,58	1,76	1,81
Italia	3,74	3,45	3,59	3,70	3,90
Gran Bretagna	4,52	4,34	4,27	4,32	4,50

## Previsioni sulla crescita economica

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

**A. Sagnotti** ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

### PRODOTTO INTERNO LORDO (variazioni % in termini reali)

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

#### AREA EURO

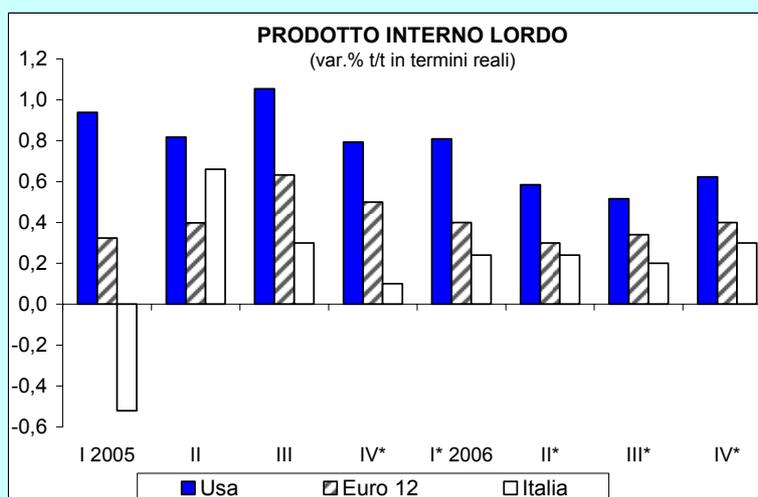
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,3	1,6	2,6	2,0	1,6	1,2	1,4	1,6
var.% anno su anno	1,8	1,5	1,7	1,2	1,2	1,6	1,9	1,9	1,8	1,5	1,4

#### 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

<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
<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
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100</b>													
	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
<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
<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

## Il calendario della settimana economica (dal 6 al 12/12/2005)

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

Giorno	Eventi
Martedì 6	Area Euro: riunione Ecofin Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve
Mercoledì 7	Giappone: intervento di Haru della Banca del Giappone
Giovedì 8	Giappone: intervento di Fukui della Banca del Giappone Regno Unito: riunione della Banca d'Inghilterra Area Euro: Issing della BCE partecipa a conferenza sui tassi d'interesse
Venerdì 9	Area Euro: intervento di Mersch della Banca del Lussemburgo Area Euro: intervento di Likanen della Banca di Finlandia

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>Unione Europea</b>					
Martedì 6	Regno Unito	Produzione manifatturiera	ottobre	-0,4% m/m; -0,8% a/a	-0,7% m/m; -0,9% a/a
		Produzione industriale	ottobre	0,5% m/m; -1,1% a/a	-1% m/m; -1,8% a/a
	Germania	Ordini all'industria 📞	ottobre	2,9% m/m	2,0% m/m
Giovedì 8	Germania	Produzione industriale	ottobre	1,5% m/m	0,5% m/m
Venerdì 9	Francia	Produzione industriale	ottobre	0,2% m/m	0,2% m/m
		Produzione manifatturiera	ottobre	0,8% m/m	0% m/m
	Italia	Pil	III tr. 05	0,7% t/t; 0,1% a/a	0,3% m/m; 0% a/a
<b>Stati Uniti e Giappone</b>					
Martedì 6	Giappone	Consumi delle famiglie	ottobre	1,0% a/a	2,0% a/a
	Stati Uniti	Costo unitario del lavoro	III tr. 05	-0,5% t/t	-0,9% t/t ann
Produttività (esc. Agricolt.)		III tr. 05	4,1% t/t	4,5% t/t ann	
Ordinativi industriali		ottobre	-1,7% m/m	2,3% m/m	
Mercoledì 7	Giappone	Indice anticipatore	ottobre	45,5 m/m	80,0%
Giovedì 8	Giappone	Ordinativi di macchinari	ottobre	-10,0% m/m	6% m/m
	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	3 dicem.	320.000	318.000
Venerdì 9	Stati Uniti	Indice fiducia Univ. Michigan	dicembre	81,6	85