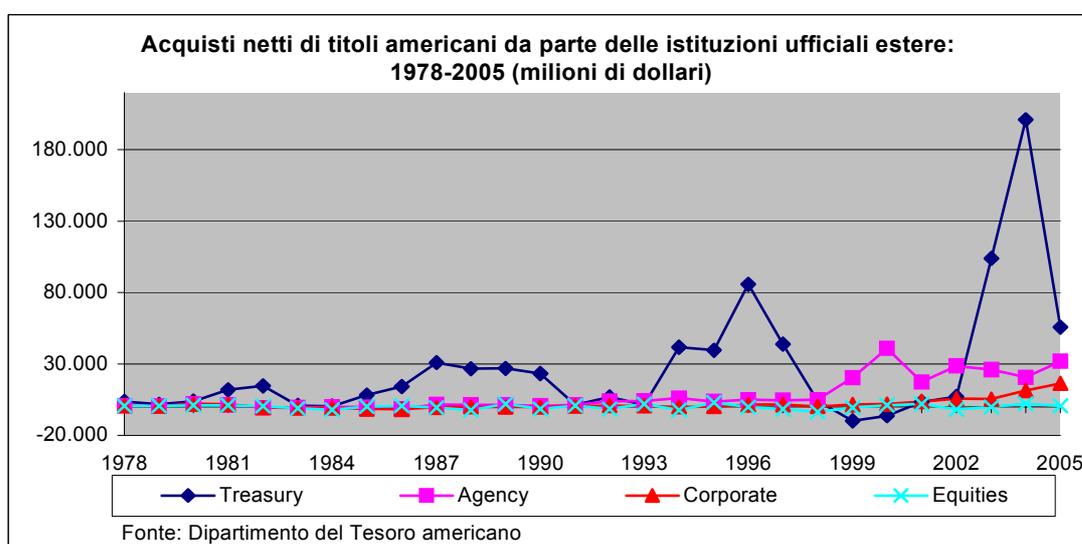


# focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

5  
2006

7 febbraio 2006



- Come sono investite le ingenti riserve internazionali accumulate nel Mondo? Secondo recenti stime del Fondo monetario internazionale due terzi delle riserve è allocato in attività denominate in dollari, mentre una quota del 24% è investita in euro. Riguardo alle tipologie di investimenti, i titoli pubblici americani continuano a godere di grande favore anche se il 2005 ha segnato qualche arretramento rispetto ai formidabili incrementi degli anni precedenti.
- Molti piccoli risparmi, e debiti progressivamente in aumento: così cambiano i bilanci delle famiglie indiane.

## Riserve internazionali: meno Treasury molti dollari?

P. Verduci ☎ 06-47027281 – [paola.verduci@bnlmail.com](mailto:paola.verduci@bnlmail.com)

- **Le due principali banche centrali asiatiche, quella giapponese e quella cinese, detengono oltre il 40% dei titoli del debito pubblico americano in mano agli stranieri, pari ad oltre un quinto del totale, mantenendo sempre vivo l'interesse per l'eventuale diversificazione delle riserve internazionali.**
- **Esigenze di liquidità, sicurezza dell'investimento e di rendimenti spingono le banche centrali verso i mercati dei titoli statunitensi, suggerendo come unica possibilità una diversificazione per strumento finanziario.**
- **Secondo le ultime stime del Fmi, riferite al terzo trimestre 2005, il dollaro statunitense continua ad essere la valuta prevalente, coprendo oltre i due terzi delle riserve. Sebbene inferiore ai massimi del 2001, anno in cui raggiunse il 71,4%, è comunque in leggerissimo aumento rispetto all'anno precedente.**

Le riserve valutarie cinesi hanno raggiunto nel 2005 il valore di US\$818,9 mld (+34,3% rispetto al 2004) avviando la Cina al sorpasso del Giappone come primo paese al mondo, con un livello atteso di mille miliardi di dollari a fine 2006. Entrambi i paesi risultano inoltre essere i principali detentori del debito pubblico statunitense (*treasury*) in mano agli stranieri, considerando sia i privati che le banche centrali. A fine novembre scorso, infatti, il Giappone (US\$682,8 mld) e la Cina (US\$249,8) detenevano complessivamente il 43% del debito pubblico americano in mano agli stranieri, pari ad oltre un quinto del totale (22,4%). Inoltre l'ammontare di treasury detenuto dai principali paesi asiatici (escluso il Giappone) supera il 10% del totale (US\$422 mld su US\$4.166 mld).

Non meraviglia dunque l'attenzione crescente sul tema della diversificazione delle riserve, che ha ripreso nuovo vigore la scorsa estate a seguito della rivalutazione dello yuan e dell'introduzione di un paniere di riferimento. Il tema è stato riproposto di recente, a seguito delle dichiarazioni di Hu Xiaolian, direttrice dell'agenzia cinese "State Administration of Foreign Exchange" e uno dei quattro vice governatori della banca centrale, che indicava le intenzioni di trovare modalità più efficienti di investimento delle ingenti riserve in valuta con il duplice scopo di rafforzare la gestione del rischio e migliorarne i rendimenti.

Come noto, ad agosto la banca centrale cinese ha rivelato la composizione del paniere di riferimento dello yuan, determinato in base alla composizione per valuta delle voci del conto di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Poiché il saldo commerciale è la voce più rilevante del saldo di parte corrente della Cina, le quote di interscambio sono state il fattore principale nell'individuazione della composizione del paniere di riferimento. Poiché gli Stati Uniti, l'area dell'euro, il Giappone e la Corea sono i principali partner commerciali, il dollaro statunitense, l'euro, lo yen e il won coreano sono di conseguenza le valute principali. In riferimento ai pesi attribuiti, Morgan Stanley ipotizza un 43% per il dollaro, un 18% per lo yen e un 14% per l'euro. Tuttavia, la scelta della composizione delle riserve in valuta non è unicamente legata alla composizione del paniere di riferimento. La determinazione del peso del dollaro nelle riserve internazionali, oltre a riflettere la quota degli Stati Uniti negli scambi commerciali con la Cina, non può prescindere dal fatto che il dollaro è la valuta internazionale di regolamento della maggior parte degli scambi commerciali. Inoltre poiché le riserve sono per la maggior parte investite in attività finanziarie, ha rilevanza sia la liquidità dei titoli che il rendimento ed è quindi probabile che, ad esempio, le riserve in yen detenute dalla Cina siano inferiori al peso che il Giappone ha sia come partner commerciale che come investitore estero, stimato intorno al 18%.

Già dall'avvento dell'euro si immaginava una possibile sostituzione del dollaro quale valuta di riserva, evento non verificatosi e che continua ad essere ipotizzato. In realtà i tempi dell'eventuale sostituzione sarebbero molto lunghi, considerato il ruolo economico, monetario e politico rivestito attualmente dagli Stati Uniti. A ciò si aggiunge il fatto che ancora molti paesi hanno una valuta ancorata al dollaro, rendendo indispensabile una massiccia presenza dello stesso nelle loro riserve e che è nell'interesse degli stessi detentori dei titoli in dollari evitare un crollo della valuta di denominazione.

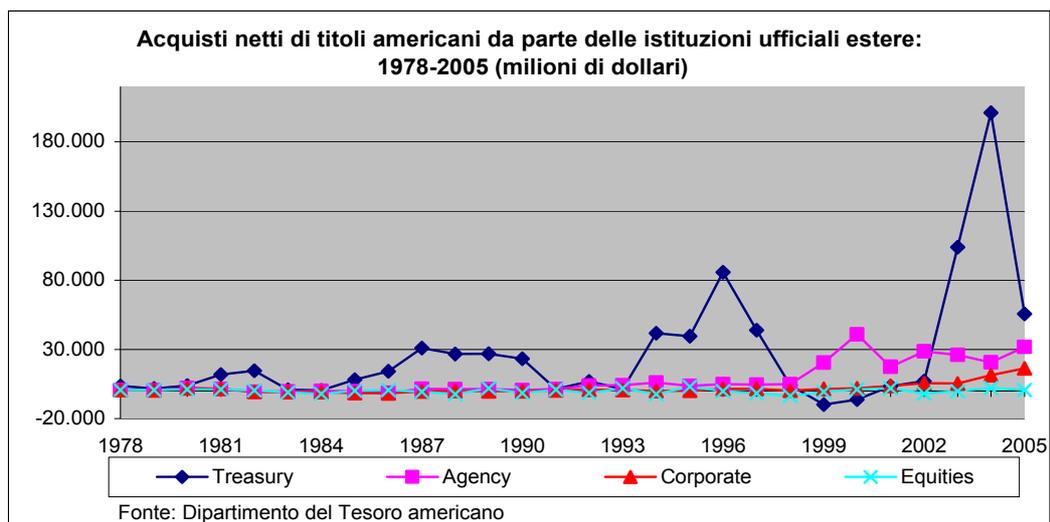
Per soddisfare esigenze di liquidità le banche centrali investono in titoli del debito pubblico. I mercati a disposizione, in ordine crescente di grandezza, sono quello dell'area dell'euro, quello statunitense e quello giapponese. Considerando che il mercato giapponese, sebbene sia il più liquido, non è molto amato per gli scarsi rendimenti offerti e la debolezza della

posizione fiscale del paese e che il mercato dei paesi dell'area dell'euro è in realtà molto frammentato a livello nazionale, a livello di titoli governativi, la scelta del mercato statunitense è quasi obbligata. Inoltre, la diversificazione delle riserve, nella cui gestione le banche centrali si trovano di fronte alla scelta tra liquidità, sicurezza dell'investimento e rendimenti, non passa necessariamente per una variazione nella combinazione valutaria. Ci sono almeno altri due aspetti sui quali le banche centrali possono intervenire: la diversificazione degli strumenti finanziari (*Agency*, *Asset-backed securities*, obbligazioni *high-yield* e titoli azionari) e della struttura per scadenze, tipicamente concentrata sul breve e medio periodo. In entrambi i casi il vincolo della liquidità spingerebbe comunque verso titoli denominati in dollari. Mentre la diversificazione verso strumenti alternativi, quali le *agencies* statunitensi, e le MBS, è già in atto, l'allungamento della scadenza sembra attualmente improbabile, in considerazione del basso livello dei tassi a lunga sui mercati internazionali.

Per le banche alla ricerca di investimenti più redditizi, la storia non sembra cambiare. Il mercato dei titoli di debito delle imprese statunitensi è il triplo di quello dei paesi dell'area dell'euro e tre volte e mezzo quello giapponese. In sostanza è maggiore della somma di quello dell'area dell'euro e di quello giapponese. Allo stesso modo il mercato azionario statunitense è quasi tre volte quello degli altri due mercati di riferimento.

Tale è l'interesse per la composizione delle riserve valutarie che lo stesso Fondo monetario internazionale (Fmi) ha deciso di pubblicare, a partire da dicembre scorso, dati trimestrali e non più solo annuali sulla composizione delle stesse. Tali dati sono riferiti come di consueto a 114 paesi, comprendenti tutti i 24 paesi industrializzati e 90 su 160 paesi in via di sviluppo. Il primo ostacolo alla valutazione della composizione attuale e prospettica è proprio la mancanza di dati completi. Lo stesso Fmi sottolinea infatti l'assenza di dati su almeno un terzo delle riserve mondiali (US\$1.345 mld), le cosiddette riserve "unallocated". Queste sono attribuibili quasi interamente ai paesi in via di sviluppo e costituiscono quasi la metà delle riserve di tali paesi.

Secondo le ultime stime del Fmi, riferite al terzo trimestre 2005, il dollaro statunitense continua ad essere la valuta prevalente coprendo oltre i due terzi delle riserve (66,4%), seguito a distanza dall'euro (24,3%), dallo yen (3,7%), dalla sterlina inglese (3,6%) e dal franco svizzero (0,1%). La quota del biglietto verde, sebbene inferiore ai massimi del 2001, anno in cui raggiunse il 71,4%, è comunque in leggerissimo aumento rispetto all'anno precedente (66% nel 2004), smentendo dunque voci sulla diversificazione per valuta in atto, ovviamente per la parte nota.



Non molto si può dire sulla gestione delle riserve da parte dei paesi emergenti che non ne dichiarano la composizione. Per avere un'idea dell'ordine di grandezza e della movimentazione effettuata da parte degli stranieri sui titoli denominati in dollari, basti pensare che a fine 2005 i titoli del debito pubblico statunitense detenuti dagli stranieri, sia privati che istituzioni ufficiali, ammontano a US\$2.174 mld, pari al 52% del totale (US\$4.166 mld). E' il secondo anno consecutivo che l'incremento delle consistenze dei *treasury* eguaglia l'incremento degli stessi in mano agli stranieri (US\$289 mld). Tuttavia si tratta di incrementi

attribuibili principalmente ai privati. Fino a fine novembre 2005, infatti, l'incremento di titoli in mano agli "official" è pari ad appena US\$24,6 mld, contro i US\$300 mld del 2004.

Inoltre dai dati disponibili sui flussi di acquisti netti di titoli di stato americani a lungo termine da parte delle istituzioni ufficiali emerge nel 2005 (ultimo dato disponibile novembre) un calo di acquisti netti rispetto all'anno precedente, US\$104 mld contro US\$236 mld del 2004.

Tuttavia, il dato rimane ancora il terzo valore più elevato dal 1978 (anno di partenza della serie) e di gran lunga superiore alla media dell'ultimo decennio (US\$74 mld). Il calo è principalmente attribuibile ai ridotti acquisti di *treasury* rispetto al 2004, anno in cui il flusso di acquisti era stato particolarmente elevato (US\$201 mld). Risulta invece in aumento la preferenza per le *agency* e i *corporates*, sui quali si sono registrati flussi record.

Di recente infine si parla dell'oro quale alternativa di investimento delle riserve grazie alla correlazione negativa con i mercati azionari ed una bassa correlazione con il ciclo economico. Attualmente le quattro principali banche centrali asiatiche (Giappone, Cina, Corea e Taiwan) detengono poco più dell'1% delle riserve in oro, contro una media internazionale dell'8,7%. Il mercato dell'oro tuttavia è troppo piccolo, se la Cina intendesse allineare la quota in oro agli standard internazionali, dovrebbe infatti acquistare ulteriori 3.613 tonnellate, corrispondenti all'intera produzione mondiale di circa 18 mesi.

## Malesia: cambio flessibile e crescita stabile

S.Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- **L'economia della Malesia continua a crescere anche se a un ritmo rallentato rispetto al picco del 2004. Per il 2006 si attende un tasso di crescita del Pil pari al 5,5 per cento di poco superiore al 5,3 per cento dell'anno precedente.**
- **Nonostante una decelerazione sia nella dinamica delle esportazioni sia in quella delle importazioni, il surplus di parte corrente rimarrà ampiamente positivo.**
- **L'uscita dal peg con il dollaro statunitense dello scorso 21 luglio non ha comportato significative fluttuazioni del ringgit, grazie a un'attenta gestione della politica valutaria da parte della Banca centrale che ha inoltre operato un rialzo dei tassi di 30 pb. nel mese di novembre.**

Malesia	2004	2005*	2006**
Popolazione (milioni di abitanti)	25,6		
Pil (var. % annua in termini reali)	7,1	5,3	5,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,4	2,9	2,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	3,80	3,79	3,76
Riserve valutarie (mld. di \$)	44,5	66,7	71,1
Fonte: IIF, EIU e ns. elaborazioni su dati Datastream (*) stime (**) Previsioni			
<b>Rating:</b> A3 (Moody's), A- (Standard & Poor), A- (Fitch)			

Dopo essere passato dal 5 per cento del 2003 al 7 per cento nel 2004, il tasso di crescita del Pil reale potrebbe stabilizzarsi su valori tra il 5 e il 5,5 per il triennio 2005-07.

La breve fase di rallentamento economico iniziata a fine 2004, sembra essere giunta al termine con il secondo trimestre del 2005 che ha fatto registrare la crescita più bassa degli ultimi tre anni (+4,4%). I dati del terzo trimestre mostrano segni di ripresa, con una crescita del Pil del 5,3 per cento alimentata da una favorevole evoluzione della domanda e da una dinamica sostenuta degli investimenti.

Il settore più dinamico sembra essere quello dei servizi per il quale si registra un andamento molto sostenuto delle vendite sia al dettaglio sia all'ingrosso, grazie all'aumento dei consumi privati e ai buoni risultati fatti registrare dal turismo. Il settore manifatturiero continua ad assicurare un contributo positivo anche se le prospettive appaiono meno brillanti per effetto di una domanda globale più debole.

La crescita delle esportazioni, dopo aver raggiunto nel corso del 2004 il valore massimo degli ultimi nove anni (+22 per cento su base annua), ha rallentato su valori prossimi all'11 per cento nel corso del 2005. E' attesa inoltre in ulteriore moderazione per il 2006 per effetto di una stabilizzazione nel prezzo del petrolio. L'export di gas e petrolio, che costituisce il 10 per cento dell'export totale, dopo un tasso medio di incremento del 30 per cento nel biennio 2004-05 potrebbe aumentare in misura non superiore al 10 per cento nel 2006. La domanda di prodotti elettronici è stata invece inferiore alle aspettative anche se l'andamento degli ultimi mesi evidenzia alcuni segnali di recupero.

Analoga a quella dell'export la dinamica delle importazioni che mostrano una significativa attenuazione della crescita in valore, passata da un 26 per cento su base annua nel corso del 2004 a valori tra il 10 e l'11 per cento nel corso del 2005, livello che verrà mantenuto anche nel 2006.

Il surplus di parte corrente che ha raggiunto nel 2005 un valore record pari a quasi 16 mld. di Usd, è atteso per il 2006 in ripiegamento su un valore poco superiore a 10 mld. di Usd che rappresenta tuttavia il 6,5 per cento circa del Pil malese.

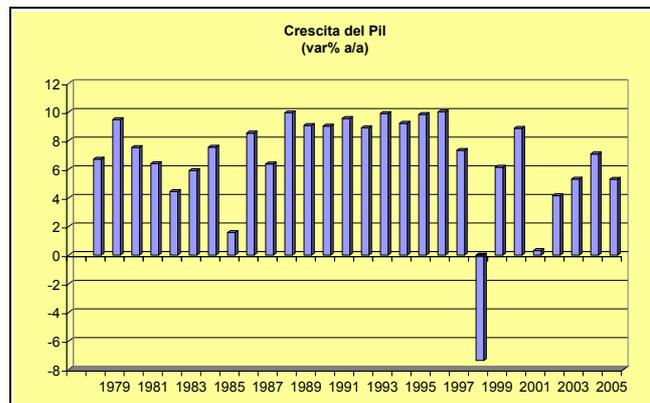
L'inflazione mostra segnali di stabilizzazione su valori ben al di sopra dell'1,4 per cento del 2004. I dati provvisori per l'intero 2005 sono di un +2,9 per cento e pur ipotizzando un allentamento delle tensioni inflazionistiche, per il 2006 si attende un valore prossimo al 2,5 per cento. In particolare il prezzo dei carburanti, responsabile in gran parte del rialzo inflazionistico del 2005, sembra ancora destinato a crescere. Pur in presenza di prezzi del petrolio più stabili, il governo è orientato a tagliare parte dei sussidi che ha costantemente erogato nel tentativo di limitare l'impatto sui prezzi interni. Un ulteriore fattore di tensione

inflattiva è inoltre ascrivibile a una sfavorevole evoluzione dei prezzi del comparto alimentare nel corso del 2005.

La crescita dei prezzi al consumo ha spinto la banca centrale ad operare un rialzo dei tassi per la prima volta dopo sette anni. Il tasso di riferimento overnight è stato portato al 3 per cento a fine novembre con un rialzo di 30 punti base. La banca centrale considera il livello attuale dei tassi comunque accomodante e l'obiettivo dichiarato è quello di mantenere un orientamento espansivo, anche in previsione di una stabilizzazione dell'inflazione su livelli attuali.

Riguardo al tasso di cambio, dopo l'abbandono lo scorso 21 luglio del peg con il dollaro statunitense, poche ore dopo l'adozione del nuovo regime da parte della Cina, la Malesia ha preso a utilizzare un paniere di valute di riferimento. La banca centrale ha sottolineato tuttavia che ritiene il livello fissato in precedenza (3,8 ringgit per 1 \$, che durava dal settembre 1998) coerente con i fondamentali economici e considera il mantenimento della stabilità del cambio ringgit/dollaro un obiettivo primario per garantire stabilità al commercio e alle decisioni di investimento.

Seguendo questo orientamento le autorità monetarie hanno contrastato sia le pressioni al rialzo della valuta malese sia le spinte al ribasso che si sono alternate a più riprese. Il risultato è stato il mantenimento di oscillazioni molto contenute che hanno portato a valori del ringgit compresi tra i 3,75 e i 3,78 per dollaro.



Nonostante le buone prospettive e un generale consenso il governo guidato da Badawi sta incontrando alcune difficoltà nel porre in essere riforme strutturali per sostenere la crescita del paese nel medio termine.

Uno dei problemi da affrontare sul fronte interno riguarda il programma di azione per lo sviluppo delle minoranze etniche che costituiscono il 60 per cento della popolazione. A questo proposito le linee guida del piano di intervento verranno chiarite nel mese di aprile quando verrà presentato un piano quinquennale (2006-2010) nel quale verranno illustrate le linee di intervento per la riduzione della povertà, per lo sviluppo economico e per la riduzione del gap con le regioni più povere del paese. Sul fronte estero invece l'orientamento di Badawi è rimasto ispirato a una moderazione nei toni e a un'apertura al dialogo internazionale che ha avuto finora riscontri positivi nella comunità internazionale.

## **Molti risparmi ma debiti crescenti nei bilanci delle famiglie indiane**

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

- **La crescita economica dell'India che si protrae da oltre 15 anni e che si è ulteriormente rafforzata nell'ultimo biennio ha determinato un aumento del contributo del paese all'output mondiale dal 4,3% degli anni Novanta al 5,8% del 2004.**
- **Da oltre venti anni un'indagine periodica segue l'evoluzione dei bilanci delle famiglie indiane delle aree rurali e di quelle urbane. Dall'ultima recente edizione emerge che la totalità delle famiglie possiede almeno un tipo di attività finanziaria o reale. La quota delle famiglie indebitate è pari al 27% dei nuclei delle aree agricole e al 18% per quelli delle zone urbane.**
- **Il recente forte aumento della domanda di credito bancario (+32% la previsione per fine anno fiscale 2005/06) inizia a sollevare alcune preoccupazioni relative alla qualità dei debitori.**

L'eccezionale sviluppo economico degli ultimi anni posiziona l'India tra i paesi emergenti a più rapida crescita. In effetti le dinamiche annue del Pil registrate nell'ultimo biennio, superiori al 7%, sono risultate ben al di sopra di quelle, pur significative, conseguite a partire già dai primi anni Novanta. Questi ritmi di crescita hanno fatto aumentare di un terzo il contributo del paese all'output mondiale (dal 4,3% del 1990 al 5,8% del 2004). I dati più recenti indicano una crescita tendenziale del Pil reale ancora più sostenuta: +8,1% nel secondo trimestre (luglio-settembre) dell'anno fiscale 2005/06. Oltre al brillante apporto di tutti i settori dell'economia, rilevante è stato l'incremento dei consumi privati (stimato superiore al 10%), componente che, attualmente pesa per circa due terzi del prodotto interno.

Per monitorare la situazione finanziaria delle famiglie da oltre venti anni viene condotta periodicamente in India un'indagine sulle loro attività e passività in relazione sia ai diversi luoghi di residenza sia all'occupazione principale. La discriminante principale è la zona di abitazione. In India, infatti, in media il 73% degli oltre 200 milioni di famiglie vive in zone rurali (in alcune regioni si raggiunge il 90%). Segue, inoltre, una distinzione in base all'attività svolta. Per il 60% dei nuclei delle zone rurali, ovviamente, l'attività principale è legata alla lavorazione della terra, attività considerata prevalente solamente se la superficie coltivata è superiore ai 20 mq. Nel caso l'area di coltivazione sia inferiore a questo taglio, le famiglie sono classificate come non-coltivatrici anche se l'occupazione principale rimane comunque legata all'agricoltura. Per le famiglie che vivono nelle aree urbane, invece la suddivisione è in quattro classi: lavoratori autonomi (oltre 1/3), salariati con entrate regolari, salariati con entrate non regolari e una categoria residuale.

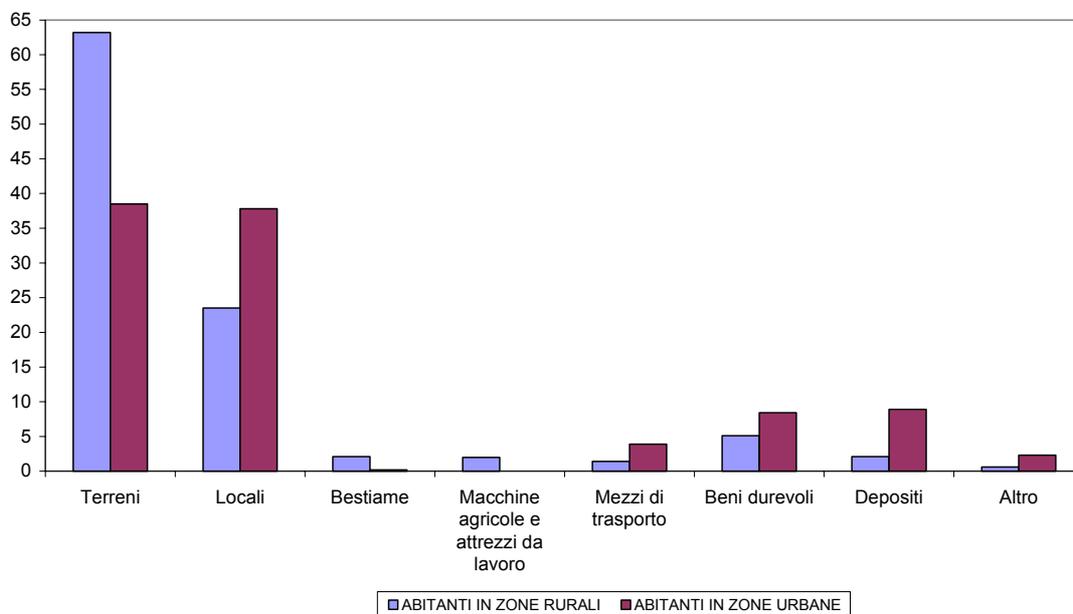
Da notare che nel periodo 1981-2002, ovvero tra la prima e l'ultima indagine, si sono registrati diversi cambiamenti nelle attività lavorative svolte nelle diverse aree di residenza; in particolare, significativa è stata la riduzione dei coltivatori delle zone rurali (-17 p.p., era al 76,3% nel 1981) mentre per coloro che vivono nelle aree urbane si è registrata una crescita, seppure lieve, dei lavoratori autonomi.

Nonostante in India un terzo della popolazione viva con meno di un dollaro al giorno, dall'ultima indagine condotta emerge come tutte le famiglie indiane detengano almeno un'attività reale o finanziaria. Il valore medio dell'attività posseduta è più elevato per le famiglie urbane rispetto a quelle rurali, con un rapporto pari a 1,6 volte (417mila rupie e 266mila rispettivamente; 1 rupia corrisponde attualmente a €0,018). Ampie differenze di valore si riscontrano, inoltre, tra le diverse tipologie di lavoratori nell'ambito della stessa zona di residenza: nelle aree rurali gli agricoltori dispongono di beni per un ammontare di 3,5 volte superiore ai non coltivatori (373mila contro 107mila rupie). Tale divario risulta meno evidente nelle aree urbane dove la ricchezza dei lavoratori autonomi è superiore di 1,6 volte quella degli altri occupati (555mila contro 339mila rupie).

Le attività detenute dalle famiglie che vivono in zone rurali sono costituite prevalentemente dal terreno (63%) e dall'abitazione (24%); il 5% è allocato in beni durevoli, mentre un altro 6% è suddiviso tra macchine agricole, bestiame e depositi. Per i nuclei che vivono nelle zone urbane la porzione di ricchezza investita nella terra e nell'abitazione è pressoché analoga (38,5% e 37,8%) mentre una maggiore rilevanza, rispetto alle famiglie rurali, hanno i depositi (8,9%), i beni durevoli (8,4%) e i mezzi di trasporto (3,9%). Nell'arco dei venti anni

coperti dall'indagine il valore delle attività delle famiglie ha subito incrementi significativi, anche in questo caso più favorevoli per le famiglie delle aree urbane (+45,8% annuo) rispetto a quelle delle aree rurali (+23,6% annuo).

INDIA: COMPOSIZIONE % DELLE ATTIVITA' DETENUTE DALLE FAMIGLIE - 2002



A livello aggregato, le passività finanziarie sono ancora molto modeste: appena il 2,8% in rapporto alle attività finanziarie per i nuclei familiari di entrambe le zone di residenza ma se si scende nel dettaglio dell'occupazione l'incidenza risulta più alta per le famiglie delle aree rurali non coltivatrici (4,65%). Per le famiglie delle aree urbane le differenze tra le diverse categorie occupazionali sono meno marcate (2,2% per i lavoratori autonomi e 3,4% per gli altri). Tale rapporto, infine, risulta particolarmente elevato per le famiglie che dispongono di attività per un valore inferiore a 15mila rupie (indipendentemente dall'area di residenza): per loro il ratio tra passività e attività supera il 20%.

Anche in riferimento alle passività si riscontrano differenze sostanziali: la percentuale delle famiglie indebitate è, infatti, pari al 27% nelle zone agricole contro il 18% nelle aree urbane. Gli importi medi per nucleo indebitato, però, sono più elevati per queste ultime: 66mila rupie rispetto alle 28mila delle famiglie delle aree rurali. Nell'ambito della stessa zona di residenza sono maggiormente gravate da passività le famiglie di agricoltori (30%) rispetto a quelle dei non coltivatori (22%). Negli ultimi venti anni nelle aree rurali risulta accresciuto il grado di indebitamento, al contrario di quanto rilevato per le famiglie urbane che hanno mantenuto un livello stabile nel corso del tempo.

Nel complesso, nonostante un quadro relativamente equilibrato della situazione patrimoniale delle famiglie e un tasso di risparmio superiore al 20%, gli analisti della Banca centrale indiana iniziano a sollevare qualche preoccupazione in merito alla qualità del credito concesso. Infatti, la fase di intensa espansione dell'economia si è riflessa, tra l'altro, in un sensibile aumento delle attività e, parallelamente, in una forte domanda di finanziamenti (la previsione di crescita per la fine dell'attuale anno fiscale è pari al 32% a/a, la più elevata dal 1971) destinati, soprattutto, all'acquisto di abitazioni, di locali commerciali e a prestiti personali. Anche per prevenire eventuali riflessi negativi sui bilanci delle famiglie dovuti a una crescita troppo intensa dei consumi privati, a gennaio la banca centrale ha rialzato di 25 centesimi il tasso di riferimento portandolo al 5,25%.

## Le previsioni su tassi e cambi

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

- **Negli Usa, secondo la Federal Reserve la crescita americana rimane solida e i principali rischi per l'inflazione provengono dai corsi energetici e dal crescente tasso di utilizzo della capacità produttiva. Dopo il quattordicesimo aumento consecutivo dei tassi, le future decisioni di politica monetaria saranno guidate prevalentemente dai dati in uscita.**
- **Nell'area euro la Bce è apparsa fiduciosa nel consolidamento della crescita economica e nella ripresa dei consumi ma maggiormente preoccupata per la stabilità dei prezzi. Appare probabile che nel corso dei prossimi mesi la Bce proceda, quindi, ad un ulteriore irrigidimento della politica monetaria.**

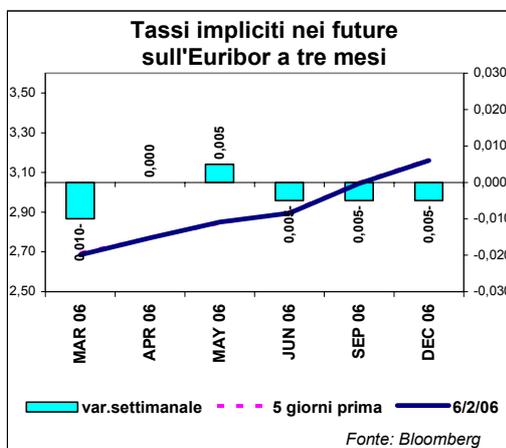
Negli **Usa**, nell'ultima riunione di politica monetaria presieduta da Alan Greenspan, la Fed ha effettuato il quattordicesimo aumento consecutivo dei tassi portandoli al 4,5%. La banca centrale continua ad essere fiduciosa sulla crescita americana che viene definita solida, rafforzando l'ipotesi che il brusco rallentamento del IV trimestre abbia carattere semplicemente temporaneo ma assolutamente non strutturale. Le aspettative inflazionistiche rimangono contenute ma i rischi provengono dal crescente tasso di utilizzo delle risorse disponibili nell'economia oltre che dall'evoluzione dei corsi energetici. Ulteriori restrizioni della politica monetaria potrebbero, comunque, essere necessarie per perseguire l'obiettivo di una crescita economica sostenibile in un contesto di stabilità dei prezzi. La lettura del comunicato ha rafforzato l'idea che la politica monetaria americana abbia abbandonato uno schema basato su un cammino ben definito per orientarsi verso scelte derivanti prevalentemente dalla valutazione dei dati in uscita. L'eliminazione dal testo del termine "misurato", con il quale si era fino ad ora fornita un'indicazione sull'entità delle scelte successive, lascia, infatti, maggiore autonomia decisionale al nuovo presidente Bernanke.

Negli Usa, i principali indicatori di fiducia hanno inviato segnali contrastanti negli ultimi mesi. L'economia americana sembra, comunque, indirizzata verso una crescita che dovrebbe rimanere robusta come confermato anche dall'andamento del mercato del lavoro. Nel 2005 è stato creato un numero di posti di lavoro di poco inferiore all'anno precedente ma, comunque, prossimo ai 2 milioni di unità. Anche il 2006 è iniziato positivamente con oltre 190 mila nuove buste paga e con un tasso di disoccupazione sceso al 4,7%. Positivo è risultato, inoltre, il quantitativo di ordini all'industria del IV trimestre che lascia ben sperare per la tenuta della produzione nei prossimi mesi.

Sul fronte dei prezzi, il contesto inflazionistico statunitense, seppur apparso in miglioramento, presenta elementi da seguire con attenzione. Il dato sull'occupazione conferma, infatti, le preoccupazioni della Fed per le tensioni che potrebbero provenire dal crescente tasso di utilizzo della capacità produttiva. Gli Usa hanno, inoltre, conosciuto nel IV trimestre 2005 una contrazione della produttività relativa al settore non agricolo (-0,6% t/t). Il dato per l'intero anno anche se positivo (2,7%) risulta inferiore al 2004 (3,4%) proseguendo una fase di graduale rallentamento che ha caratterizzato gli ultimi tre anni.

Nell'**area euro** la Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2,25% sulla base di uno scenario sostanzialmente in linea con le previsioni di dicembre che posizionavano la crescita all'1,9% e l'inflazione al 2,1% nel 2006. La ripresa iniziata lo scorso anno dovrebbe proseguire grazie anche al contributo delle esportazioni e degli investimenti. La Bce è apparsa maggiormente fiduciosa in un rafforzamento dei consumi. Tra i fattori di rischio per la crescita sono stati, infatti, segnalati gli squilibri globali e i corsi petroliferi ma non la debolezza della fiducia dei consumatori come, invece, avveniva in precedenza. Trichet, ha, infatti, sottolineato come la ripresa di un'economia parta generalmente con il contributo delle esportazioni per poi trasferirsi prima agli investimenti e successivamente ai consumi. L'economia dell'area euro ha conosciuto nel III trimestre del 2005 un maggior contributo degli investimenti. Sarebbe, quindi, lecito attendersi una prossima ripresa della spesa delle famiglie. Sulla crescita dell'area euro permane, però, un certo grado di incertezza legata in particolare all'evoluzione dei consumi. I principali indicatori di fiducia descrivono un'economia in ripresa. Dopo il positivo dato dell'IFO tedesco, anche altri indicatori, come quello elaborato dalla Commissione europea, hanno contribuito a rafforzare le attese per un consolidamento della crescita. La fiducia sembra, però, motivata in particolare dalle aspettative di un robusto sviluppo globale che sosterebbe le esportazioni. Sul fronte interno, invece, gli ultimi dati sul mercato del lavoro hanno indebolito le speranze di una solida ripresa della spesa delle

famiglie con il tasso di disoccupazione aumentato leggermente a dicembre all'8,4%. La debolezza dei consumi è stata anche confermata dalle vendite al dettaglio che nel 2005 sono cresciute con un tasso medio inferiore all'1% in linea con l'anno precedente.



Dalle parole del comunicato diffuso dalla Bce è emersa una forte attenzione per l'evoluzione dell'inflazione. La graduale ripresa dell'economia ha portato Trichet a segnalare un rischio crescente per la stabilità dei prezzi. L'inflazione potrebbe leggermente accelerare a causa dei recenti incrementi dei corsi energetici. Pressioni potrebbero venire anche dal materializzarsi di effetti di secondo impatto oltre che dagli incrementi annunciati su alcuni prezzi amministrati e sulle imposte indirette. Rischi alla stabilità dei prezzi provengono, inoltre dal contesto monetario. La Bce è apparsa, infatti, preoccupata per l'evoluzione dei principali aggregati nonostante la crescita di M3 abbia rallentato negli ultimi mesi. In particolare l'attenzione viene focalizzata sulla dinamica dei finanziamenti ipotecari che richiede un attento controllo anche del mercato immobiliare. Le preoccupazioni della Bce sono state rafforzate dai primi dati relativi al 2006. A gennaio, secondo la stima di Eurostat, l'inflazione ha accelerato al 2,4% dal precedente 2,2%. Appare, quindi, probabile che la Bce proceda nei prossimi mesi ad un ulteriore aumento del tasso di riferimento. Trichet ha, infatti, definito ragionevoli le attese consolidate all'interno dei mercati sulle future decisioni di politica monetaria. A tal proposito i tassi impliciti nei future sull'euribor a tre mesi incorporano un aumento di 25 punti base alla prossima riunione di marzo.

	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	06/02/2006	+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	103,0	118,5	119,0	113,0	105,0
dollaro-euro	1,301	1,179	1,197	1,210	1,270
yen-euro	134,0	139,6	142,4	136,7	133,4
sterlina-euro	0,690	0,679	0,685	0,690	0,700
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,82	4,35	4,72	4,80	4,70
euro	2,14	2,36	2,57	2,70	3,10
yen	0,05	0,06	0,07	0,08	0,15
sterlina	4,89	4,62	4,60	4,55	4,55
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,17	4,55	4,53	4,60	4,80
Germania	3,56	3,46	3,49	3,55	3,80
Giappone	1,38	1,51	1,57	1,70	1,91
Italia	3,68	3,66	3,70	3,75	4,00
Gran Bretagna	4,61	4,32	4,19	4,30	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) (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	1,0	0,3	1,0	0,9	0,8	0,8
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	4,1	1,1	4,1	3,8	3,2	3,4
var.% anno su anno	4,2	3,5	3,3	3,6	3,6	3,6	3,1	3,2	3,3	3,1	3,6

#### AREA EURO

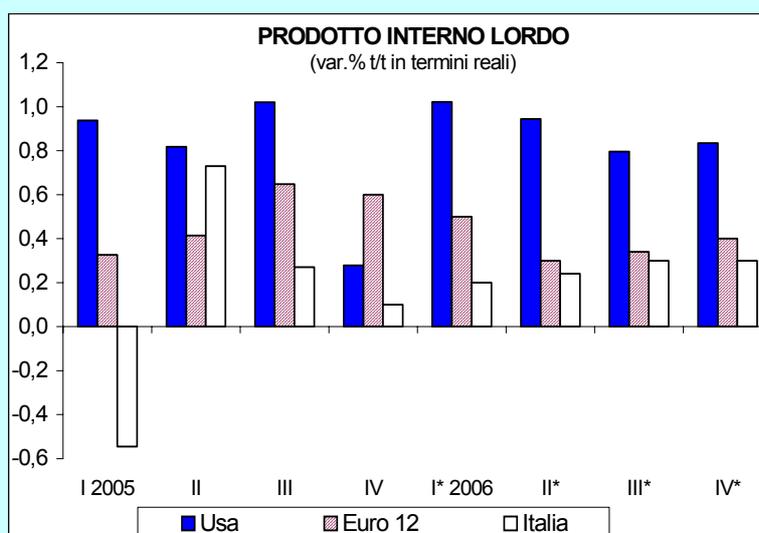
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,3	1,7	2,6	2,4	2,0	1,2	1,4	1,6
var.% anno su anno	1,8	1,5	1,9	1,2	1,2	1,6	2,0	2,2	2,1	1,8	1,5

#### ITALIA

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

\* Previsioni

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



## Le previsioni sui prezzi

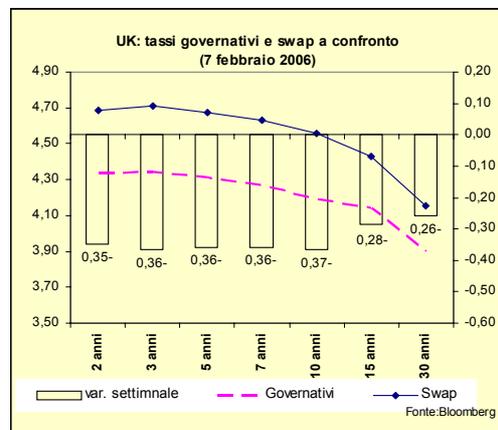
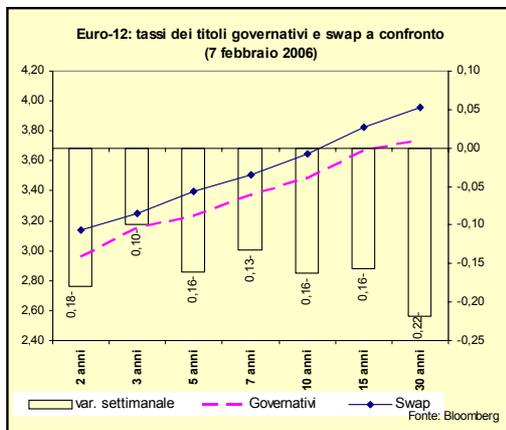
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<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	119,1	119,5	118,2
2006	119	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121,2	121,5	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	-0,3	0,3	0,2
2006	-0,4	0,2	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	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	2,3	2,2	2,2
2006	2,4	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	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	111,5	111,5	110,3
2006	110,6	110,4	111,4	112,4	112,7	112,8	112,7	112,4	113,0	113,3	113,5	113,9	112,4
<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	0,0	0,0	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	2,4	2,0	2,2
2006	2,3	2,1	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	1,6	1,8	2,1	2,0
<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	0,0	0,2
2006	0,2	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	2,0	1,9
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

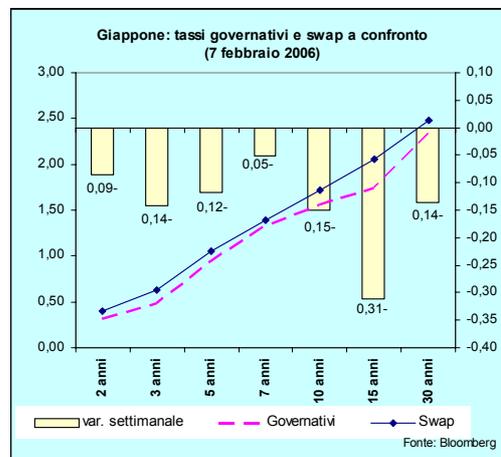
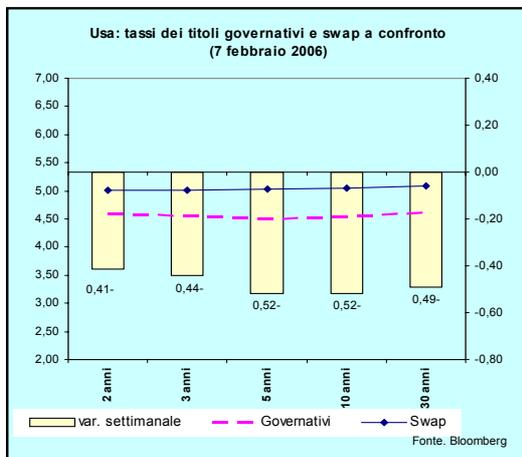


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	6/2/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,198	1,208	1,209	1,296	1,263	1,179	-0,8	-0,9	-7,5	-5,1	1,6
Canada	1,371	1,383	1,416	1,610	1,623	1,800	-0,9	-3,2	-14,9	-15,6	-23,9
Australia	1,605	1,612	1,617	1,684	1,680	1,910	-0,4	-0,8	-4,7	-4,5	-16,0
Nuova Zelanda	1,753	1,772	1,764	1,822	1,924	2,223	-1,1	-0,7	-3,8	-8,9	-21,2
Giappone	142,3	142,0	140,2	134,7	135,1	133,7	0,2	1,5	5,6	5,4	6,4
Argentina	3,670	3,690	3,708	3,778	3,699	1,180	-0,5	-1,0	-2,8	-0,8	211,1
Swizzera	1,556	1,556	1,545	1,559	1,558	1,617	0,0	0,7	-0,2	-0,1	-3,8
Regno Unito	0,683	0,684	0,689	0,688	0,705	0,711	-0,1	-0,8	-0,7	-3,1	-3,9
Svezia	9,297	9,227	9,314	9,085	9,080	9,470	0,8	-0,2	2,3	2,4	-1,8
Danimarca	7,467	7,464	7,460	7,444	7,445	7,450	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2
Norvegia	8,047	8,128	7,930	8,292	8,414	8,855	-1,0	1,5	-3,0	-4,4	-9,1
Cipro	0,574	0,574	0,574	0,583	0,586	0,582	0,0	0,0	-1,6	-2,1	-1,4
Repubblica Ceca	28,34	28,39	28,93	29,96	32,41	35,11	-0,2	-2,1	-5,4	-12,6	-19,3
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	250,4	251,6	250,8	243,8	262,5	251,5	-0,5	-0,2	2,7	-4,6	-0,4
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,696	0,673	0,667	0,0	0,0	0,0	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	0,431	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,34	37,36	37,61	38,04	41,17	42,99	-0,1	-0,7	-1,8	-9,3	-13,1
Slovenia	239,5	239,5	239,5	239,7	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7
Polonia	3,8133	3,819	3,811	3,981	4,702	4,071	-0,1	0,1	-4,2	-18,9	-6,3
Russia	33,84	34,01	34,82	36,18	36,89	25,32	-0,5	-2,8	-6,5	-8,3	33,6
EURO	91,2	91,3	91,2	92,6	92,8	93,3	-0,1	0,0	-1,5	-1,7	-2,2

*cambio effettivo nominale*  
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					
	6/2/06	- 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	1,147	1,146	1,166	1,249	1,293	1,598	-0,1	1,6	8,9	12,7	39,3
Australia (*)	0,742	0,749	0,755	0,770	0,753	0,516	-1,0	-1,7	-3,7	-1,5	43,8
Nuova Zelanda (*)	0,681	0,682	0,692	0,711	0,656	0,425	-0,1	-1,5	-4,2	3,8	60,1
Giappone	119,0	117,6	114,4	104,0	107,2	131,8	-1,2	-3,9	-12,6	-9,9	10,8
Corea del Sud	971	968	994	1.028	1.198	1.320	-0,3	2,5	5,9	23,4	36,0
Filippine	51,57	52,35	52,43	54,71	55,54	51,60	1,5	1,7	6,1	7,7	0,1
Indonesia	9.219	9.378	9.550	9.194	8.418	10.370	1,7	3,6	-0,3	-8,7	12,5
Singapore	1,630	1,622	1,638	1,635	1,700	1,849	-0,5	0,5	0,3	4,3	13,4
Thailandia	39,47	39,10	39,82	38,33	39,61	44,05	-0,9	0,9	-2,9	0,4	11,6
Cina	8,06	8,06	8,07	8,28	8,28	8,28	0,1	0,1	2,7	2,7	2,7
India	44,19	44,11	44,34	43,37	45,63	48,27	-0,2	0,3	-1,9	3,3	9,2
Argentina	3,07	3,06	3,06	2,92	2,94	1,00	-0,2	-0,5	-4,9	-4,2	-67,5
Brasile	2,18	2,22	2,28	2,61	2,89	2,30	1,7	4,7	19,7	32,6	5,2
Cile	525,6	524,3	522,3	575,8	593,0	646,3	-0,2	-0,6	9,6	12,8	23,0
Colombia	2.261	2.270	2.280	2.363	2.780	2.297	0,4	0,8	4,5	23,0	1,6
Messico	10,45	10,44	10,58	11,15	11,24	9,11	-0,2	1,2	6,6	7,5	-12,8
Perù	3,29	3,31	3,44	3,26	3,46	3,44	0,7	4,6	-1,0	5,2	4,6
Uruguay	24,18	24,18	24,05	24,38	29,32	14,75	0,0	-0,5	0,8	21,3	-39,0
Venezuela	2.659	2.665	2.545	2.719	2.852	759	0,2	-4,3	2,3	7,3	-71,4
Israele	4,71	4,65	4,62	4,36	4,39	4,48	-1,2	-1,8	-7,4	-6,7	-4,8
Sud Africa	6,11	6,11	6,08	6,15	6,62	12,37	0,0	-0,5	0,7	8,3	102,4
Turchia	1,3264	1,3251	1,3316	1,3145	1,3966	1,4298	-0,1	0,4	-0,9	5,3	7,8
Area dell'Euro (*)	1,198	1,208	1,209	1,296	1,263	0,904	-0,8	-0,9	-7,5	-5,1	32,6
Regno Unito (*)	1,748	1,768	1,770	1,877	1,786	1,439	-1,2	-1,2	-6,9	-2,1	21,5
Svizzera	1,300	1,287	1,271	1,211	1,239	1,650	-1,0	-2,2	-6,9	-4,7	26,9
Danimarca	6,24	6,17	6,14	5,78	5,91	8,28	-1,1	-1,6	-7,3	-5,3	32,8
Norvegia	6,72	6,73	6,56	6,40	6,68	8,87	0,2	-2,4	-4,7	-0,6	32,0
Svezia	7,78	7,64	7,67	7,05	7,18	10,28	-1,9	-1,4	-9,4	-7,7	32,1
Russia	28,17	28,02	28,79	28,01	29,45	30,14	-0,5	2,2	-0,6	4,5	7,0
Polonia	3,19	3,16	3,13	3,08	3,73	3,96	-1,1	-1,9	-3,4	17,0	24,0
Repubblica Ceca	23,66	23,50	23,92	23,11	25,65	35,27	-0,7	1,1	-2,3	8,5	49,1
Ungheria	209,3	208,3	206,2	189,4	209,3	272,9	-0,5	-1,5	-9,5	0,0	30,3
<b>DOLLARO USA</b>	96,6	95,9	95,5	91,5	94,6	122,0	0,7	1,2	5,6	2,1	-20,8

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## Il calendario della settimana economica (dal 7 al 13/2/2006)

D. Felicetti ☎ 06-47028424 - [daniela.felicetti@bnlmail.com](mailto:daniela.felicetti@bnlmail.com)

Giorno	Eventi
Martedì 7	Stati Uniti: intervento di Likanen della Banca di Finalandia
Mercoledì 8	Stati Uniti: audizione di Snow sul budget per l'anno fiscale 2006
Giovedì 9	Regno Unito: riunione di politica monetaria della Banca d'Inghilterra Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve Giappone: riunione di politica monetaria della Banca del Giappone
Venerdì 10	Inizio riunione G8 a Mosca

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 7	Germania	Produzione industriale	dicembre	-0,3% m/m	
Mercoledì 8	Germania	Bilancia commerciale	dicembre	14,0 mld	
	Regno Unito	Produzione manifatturiera	dicembre	0,4% m/m; -1,8% a/a	
Venerdì 10	Francia	Produzione industriale	dicembre	3,10% m/m	
		Pil (prel.)	IV tr. 05	0,7% t/t	
Lunedì 13	Italia	Produzione industriale	dicembre	0,1% m/m; 0,4% a/a	
	Regno Unito	Prezzi alla produzione	gennaio	-0,2% m/m; 2,4% a/a	

### STATI UNITI E GIAPPONE

Giovedì 9	Giappone	Fiducia delle famiglie	gennaio	48,2	
	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupaz.	4 febbraio	273.000	
Venerdì 10	Giappone	Consumi famiglie	dicembre	0,0% a/a	
		Ordinativi macchinari	dicembre	2,3% m/m	
	Stati Uniti	Bilancia commerciale	dicembre	64,2 mld	
Lunedì 13	Giappone	Bilancia commerciale	dicembre	0,3%	
		Produzione industriale (rev.)	dicembre	1,5% m/m	