

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**11 gennaio 2005**  
**n. 1 - 2005**

**Coordinamento:**  
**Giovanni Ajassa**  
☎ 06 4702 8414  
[giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)

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

le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca



- ✓ Il prezzo del petrolio ha chiuso il 2004 con una media lievemente superiore a 38 dollari al barile per 2005 per la qualità Brent. Nei primi giorni del 2005 le quotazioni hanno segnato una nuova escursione al rialzo arrivando a sfiorare i 44 dollari, ma l'evoluzione tendenziale nell'anno da poco iniziato potrebbe segnare una gravitazione intorno a quota 40 dollari. Dal lato dell'offerta prezzi significativamente più alti potrebbero rivelarsi controproducenti per l'OPEC in quanto incentiverebbero una quota crescente di partecipazione al mercato da parte dei paesi produttori non aderenti al cartello. Dal lato della domanda, tuttavia, si conferma lo scenario di un netto incremento dei consumi della Cina nel medio periodo.
- ✓ Per l'economia ungherese il 2005 inizia confortato dalla previsione di un tasso di crescita del prodotto lordo dell'ordine di circa il 4%. Sul piano della convergenza monetaria rimane aperto il cammino che il paese dovrà continuare percorrere nel risanamento dei conti pubblici.

## PETROLIO VERSO QUOTA 40?

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

- Il prezzo del petrolio ha chiuso il 2004 con una media lievemente superiore a 38 dollari per barile per la qualità Brent. Nei primi giorni del 2005, le quotazioni hanno subito un nuovo aumento, sfiorando i 44 dollari.
- Nel corso del 2005, i prezzi del greggio potrebbero parzialmente rientrare rispetto ai massimi toccati nell'anno precedente, pur restando intorno ai 40 dollari per barile.
- Si avvicina la possibilità di un innalzamento formale, oltre che sostanziale, della ormai non più realistica banda di oscillazione dei prezzi fissata in sede Opec due anni fa. E' infatti probabile che si passi dai 22-28 dollari a un intervallo compreso tra i 30 e i 40 dollari.

Il raffreddamento dei prezzi del petrolio degli ultimi due mesi dello scorso anno ha ridimensionato in parte le attese al rialzo generatesi dopo l'estate, facendo attestare la media 2004 per la qualità Brent poco al di sopra dei 38 dollari per barile. L'attenuazione delle tensioni sui mercati del greggio ha riflesso una ricostituzione delle scorte in presenza di una domanda

invernale contenuta e un'offerta Opec vicina ai massimi della capacità produttiva. Le ultime settimane hanno tuttavia mostrato un andamento dei prezzi piuttosto altalenante, facendo registrare punte per il Brent vicine ai 44 dollari per barile: conseguenza forse del taglio alla produzione di un milione di barili al giorno peraltro annunciato alla riunione del Cairo del 10 dicembre. Le quotazioni, pur restando su livelli storicamente elevati, sembrano tendere a stabilizzarsi, escludendo le ipotesi più allarmistiche che si erano affacciate in autunno, quando si temevano rialzi verso nuovi massimi. Fra i fattori del rientro dei corsi del greggio dovrebbe esservi anche lo spegnimento delle componenti di natura più speculativa della domanda. Recentemente, il differenziale tra gli strumenti derivati della qualità Brent e quelli legati alle quotazioni di altre varietà, sulle quali la componente di tipo finanziario è meno importante, si è ridimensionato, indicando che la pressione di tipo speculativo sul mercato del petrolio si è attenuata.

I riflettori sono ora puntati sulla possibile evoluzione che i corsi del petrolio potranno avere nel 2005 ed oltre, con particolare riferimento alle strategie che l'Opec metterà in atto per controllare il mercato. In uno scenario macroeconomico dove l'anno appena concluso può essere considerato come quello in cui si è sviluppata la fase culminante del ciclo, la domanda di materie prime e di petrolio è vista in lieve rallentamento. In tale contesto, la politica dell'Opec dovrebbe essere improntata innanzi tutto ad evitare brusche flessioni delle quotazioni. Nel corso del 2005, il prezzo del Brent potrebbe parzialmente rientrare rispetto ai massimi dell'anno precedente, pur oscillando sempre intorno ai 40 dollari per barile. Attualmente, il livello di utilizzazione degli impianti estrattivi a livello mondiale è di circa il 99%. La ricostituzione di un certo cuscinetto di capacità produttiva residua nei paesi Opec, prevista a seguito del rallentamento della domanda e all'entrata in funzione di nuovi impianti estrattivi non sarà tale da permettere un rientro più rapido del prezzo del petrolio, per il quale si potrebbe attendere il 2006.

Si avvicina, inoltre, sempre di più la possibilità di un innalzamento formale, oltre che sostanziale, della ormai non più realistica banda di oscillazione dei prezzi fissata in sede Opec due anni fa. E' infatti probabile che si passi dai 22-28 dollari a un intervallo compreso tra i 30 e i 40 dollari. Un prezzo superiore ai 40 dollari non sarebbe conveniente per i paesi Opec almeno per due ordini di motivi. Innanzi tutto, sebbene la *leadership* nella futura fase di espansione produttiva sia saldamente nelle mani dell'Opec, un prezzo stabilmente al di sopra di tale soglia aprirebbe la convenienza da parte dei produttori non-Opec ad avviare nuove attività di esplorazione, producendo nel medio lungo termine un minor controllo del mercato da parte del Cartello. Infatti, solo un elevato livello delle quotazioni, credibile nel lungo periodo, potrebbe aprire la strada a progetti di espansione i cui costi sarebbero altrimenti non recuperabili. Un prezzo troppo elevato ridurrebbe poi la domanda mondiale anche attraverso lo sviluppo di fonti di energia alternativa a quella derivante dal petrolio. D'altra parte, l'Opec non potrebbe più permettersi un prezzo inferiore ai 30 dollari, a causa soprattutto del marcato deprezzamento della valuta statunitense che nell'arco di due anni ha ridotto di oltre il 30% il potere d'acquisto in termini di capacità di importazione da parte dei principali paesi membri, primo fra tutti l'Arabia Saudita.

Sul più lungo periodo, le quotazioni del greggio potrebbero invece essere maggiormente sensibili all'evoluzione della domanda, soprattutto da parte del continente asiatico e della Cina in particolare. Autorevoli studi hanno stimato che il consumo medio pro-capite di un cittadino americano è mediamente circa 13 volte maggiore di quello di un cinese, mentre rispetto a un coreano o un giapponese il consumo medio cinese è di circa 8 volte inferiore. Se il consumo pro-capite della Cina fosse pari soltanto a quello della Corea, la Cina avrebbe bisogno di oltre 50 milioni di barili al giorno contro i circa 6 e mezzo effettivamente utilizzati oggi, con qualche prevedibile ricaduta sui prezzi.



## UNGHERIA: IL DIFFICILE RIEQUILIBRIO DEI DEFICIT GEMELLI

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

- Il tasso di crescita dell'economia ungherese dovrebbe attestarsi intorno al 4% nel 2004, in accelerazione dal 3% del 2003. Il deficit pubblico e quello di parte corrente permangono su livelli di attenzione.
- Nel corso del 2004 il rafforzamento del fiorino ha agevolato il rientro dell'inflazione, dopo la brusca accelerazione dei primi mesi dell'anno.
- Secondo il Rapporto di convergenza 2004 della Banca centrale europea diviene fondamentale per l'Ungheria seguire un percorso credibile e durevole di risanamento delle finanze pubbliche.

L'Ungheria è entrata a far parte dell'Unione europea (Ue) nel maggio del 2004. I rapporti commerciali con l'Europa sono particolarmente intensi. La Germania è il principale partner commerciale con oltre il 30% del totale delle esportazioni e circa il 25% delle importazioni. Anche i rapporti con l'Italia sono stretti coprendo oltre il 5% dell'interscambio complessivo; le esportazioni italiane riguardano in particolare macchinari, prodotti tessili e abbigliamento, prodotti metallurgici, siderurgici e chimici, pelli e loro derivati. Le importazioni dall'Ungheria interessano prevalentemente prodotti meccanici, tessili (merci precedentemente esportate per lavorazioni in conto terzi) e metalli di base.

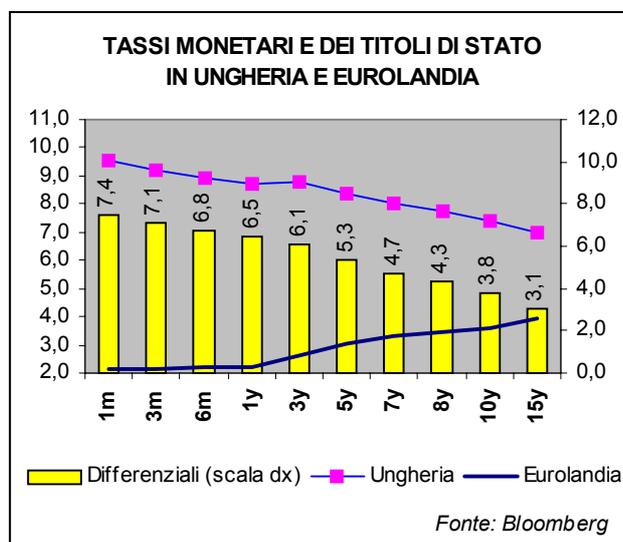
Nel III trimestre del 2004 l'Ungheria ha conosciuto una moderata decelerazione; il Pil è cresciuto del 3,7% a/a dal 4,3% del periodo gennaio-marzo e 4,2% di aprile-giugno. Ha pesato il non positivo andamento dell'economia europea. I consumi privati, fattore trainante negli anni passati, hanno rallentato nel corso del 2004 a fronte di un'accelerazione delle esportazioni e degli investimenti. Nel 2005 la crescita dovrebbe rimanere robusta. Le esportazioni dovrebbero sostenere l'economia, ma con tassi di crescita più moderati di quelli conosciuti nell'anno precedente.

Nei primi mesi del 2004 il tasso di inflazione ha subito una brusca accelerazione passando dal 4,7% medio del 2003 al 7,6% a/a di maggio, anche a causa degli aumenti delle tasse indirette. Il graduale rafforzamento del fiorino, favorito dal differenziale tra i tassi di interesse, ha agevolato il processo di rientro dell'inflazione; a novembre il livello generale dei prezzi è cresciuto dello 0,1% m/m e del 5,8% a/a grazie anche alla favorevole evoluzione del comparto alimentare. Il trend decrescente del tasso d'inflazione ha stimolato un graduale allentamento della politica monetaria. Nel corso del 2004 la Banca centrale ha ridotto il tasso di riferimento sette volte portandolo con il taglio dello 0,5% del 20 dicembre al 9,5%. Grazie anche al favorevole andamento della dinamica salariale, permangono aspettative di ulteriori riduzioni del tasso di inflazione. Il raggiungimento di una solida stabilità dei prezzi rimane, comunque, legato anche al riequilibrio dei conti con l'estero: nel 2003 il deficit di parte corrente è stato pari a circa il 9% del Pil. La Banca centrale ha recentemente sottolineato come le future decisioni di politica monetaria saranno improntate alla cautela a causa di un equilibrio macroeconomico ancora fragile.

Il risanamento delle finanze pubbliche prosegue con difficoltà. A luglio del 2004 il Consiglio europeo ha riconosciuto l'esistenza di un deficit eccessivo in Ungheria inviando al governo una raccomandazione per una rapida correzione. La Commissione europea ha valutato le misure intraprese successivamente dal governo non efficaci in relazione alle indicazioni ricevute dal Consiglio. Il rapporto deficit/Pil non dovrebbe migliorare in maniera significativa rimanendo al di sopra del 5% anche nel 2005. Le sanzioni previste dalla procedura per deficit eccessivo non potranno essere applicate non avendo l'Ungheria ancora aderito all'euro.

Nel Rapporto sulla convergenza per il 2004 la Bce ha analizzato lo stato dell'economia dei paesi membri della Ue non aderenti all'euro per verificare il conseguimento di un livello di convergenza sostenibile. Per quanto concerne il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi, individuato in un tasso medio d'inflazione che non superi di oltre l'1,5% quello dei tre stati più virtuosi, l'Ungheria ha registrato un tasso medio pari al 6,5% notevolmente al di sopra del valore di riferimento (2,4%) relativo al periodo considerato (settembre 2003-agosto 2004). Sul fronte dei tassi di interesse a lungo termine il Trattato istitutivo della Comunità europea prevede che il tasso nominale di riferimento non superi di oltre il 2% quello dei tre stati con migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. Il livello medio dei tassi ungheresi (8,1%) è risultato ben al di sopra del valore di riferimento (6,4%). I differenziali tra i tassi di interesse a breve e l'Euribor a tre mesi sono stati anch'essi elevati. Sul fronte del tasso di cambio, il fiorino nel periodo considerato ha conosciuto un'elevata variabilità. La bilancia dei pagamenti ha, inoltre, registrato ampi disavanzi sia di conto corrente che di conto capitale. Secondo la Bce è fondamentale seguire un percorso credibile e durevole di risanamento delle finanze pubbliche che consentirebbe sia di contenere le pressioni inflazionistiche che di ridurre l'ampio disavanzo di parte corrente contribuendo alla stabilità del cambio. Nel medio termine risulta, inoltre, importante migliorare le condizioni del mercato del lavoro per incrementare il tasso di occupazione.

Ungheria	2003	2004*	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)		10	
Pil pro capite (in \$ Usa p.p.p.)		13900	
Pil (var. % annua in termini reali)	3,0	3,9	3,7
Prezzi al consumo (var. % annua)	4,7	6,8	4,6
Cambio contro Euro (media annua)	253,5	251,8	247,6
Deficit/Surplus pubblico (in % del Pil)	-6,2	-5,5	-5,2
Debito pubblico (in % del Pil)	59,1	59,7	59,5
<b>Rating debito in valuta estera</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>FITCH</b>
a lungo termine (Bloomberg)	<b>A1</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>
Fonte: C.E., E.I.U., I.I.F., Bloomberg, Datastream, O.C.S.E., W.B. (*) Previsioni			



## LA DOMANDA INTERNA SOSTIENE LA FARMACEUTICA

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

- Il settore farmaceutico italiano dovrebbe aver chiuso il 2004 con una crescita del 2% circa, grazie soprattutto alla buona tenuta della domanda interna; quest'ultima dovrebbe continuare il trend ascendente nei prossimi anni, a causa soprattutto del graduale invecchiamento della popolazione.
- Il contributo dall'estero dovrebbe essere rimasto negativo per il secondo anno consecutivo.
- In Italia le imprese farmaceutiche investono in ricerca più di quelle chimiche e manifatturiere. L'attività di ricerca svolta nel settore rappresenta circa l'11% di quella complessiva delle imprese italiane (con un picco del 29,9% nel comparto della ricerca pura). Il valore è comunque in calo, se confrontato con il dato dei primi anni Novanta.

Per il settore farmaceutico italiano le stime indicano, relativamente al 2004, una crescita della produzione intorno al 2%. Tale valore sarebbe il risultato soprattutto della buona performance delle specialità medicinali (+4% nei primi sette mesi del 2004), che dovrebbe aver compensato la flessione nella produzione di farmaci di base (-15% nello stesso periodo).

Nel periodo gennaio-ottobre 2004 la spesa farmaceutica a carico del servizio sanitario nazionale è aumentata dell'8,7% rispetto allo stesso periodo del 2003. La riduzione della spesa complessiva al di sotto del 10% si deve in primo luogo all'incremento contenuto del mese di settembre (+2,2%), che ha bilanciato il +12,3% di agosto. In seguito, a ottobre si è registrata una ulteriore frenata, con un calo dello 0,2%. Ad eccezione delle Marche, in tutte le regioni si è assistito a una diminuzione della spesa, o comunque a un aumento molto contenuto della stessa; spiccano in particolare le riduzioni registrate in Calabria, Molise e Liguria, oltre che nella provincia di Bolzano, dove si registra una flessione dell'8% circa rispetto a ottobre 2003.

Se si proiettano i dati relativi al periodo gennaio-ottobre sull'intero 2004, la stima annuale della spesa farmaceutica a carico del servizio sanitario nazionale (SSN) sale a 12.000 milioni di euro, con un incremento del 7,4% rispetto al 2003. In tal caso, la quota di spesa farmaceutica sul totale della spesa sanitaria nazionale sarebbe pari al 14,6%.

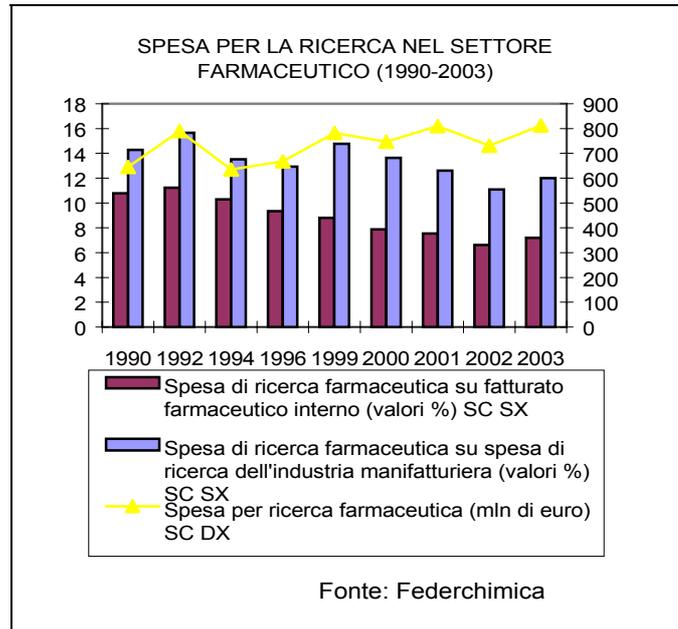
Nel complesso, la crescita del settore farmaceutico in Italia si deve soprattutto alla domanda interna, per la quale si stima un aumento complessivo del 2,7% per il 2004. Tale tendenza, in assenza di interventi governativi rilevanti, dovrebbe continuare nel prossimo futuro, soprattutto per il comparto delle specialità medicinali, dato il graduale invecchiamento della popolazione e l'innalzamento degli stili di vita. Per il 2005, in particolare, la previsione è di un aumento pari a circa il 3% dei consumi di specialità medicinali da parte delle famiglie, nettamente superiore all'1,2% stimato per il complesso dei beni manifatturieri.

Meno rilevante, per la crescita del 2004, dovrebbe essere stato il contributo della domanda estera: nei primi sei mesi dell'anno appena trascorso le esportazioni hanno registrato una contrazione dello 0,9%, in gran parte dovuta alla flessione delle vendite verso i paesi della Ue-15 (-3,7%) e verso gli Stati Uniti (-3,9%). Sono al contrario risultate in crescita quelle verso i paesi europei vicini non Ue-15 (+7,8%). Attualmente la quota delle esportazioni sulla produzione è pari a circa il 43%, in flessione rispetto agli anni precedenti ma comunque più alta della media del manifatturiero pari al 36% circa.

Nel primo semestre 2004 le importazioni di prodotti farmaceutici hanno registrato una flessione analoga a quella delle esportazioni (-0,9%), con una diminuzione degli acquisti dall'estero distribuita in modo omogeneo tra i principali mercati di approvvigionamento. La quota delle importazioni sul mercato interno nel 2004 è stata comunque pari al 44% circa, ben al di sopra del 33,2% del manifatturiero in generale. Le stime per la fine del 2004 indicano una ripresa dei flussi di export comunque inferiore a quella delle importazioni. Pertanto, nel complesso il saldo commerciale dovrebbe essere risultato negativo per il secondo anno consecutivo.

Il commercio con l'estero del settore farmaceutico risponde a logiche parzialmente diverse da quelle degli altri settori: esso è infatti in gran parte dettato dalle strategie che le grandi imprese multinazionali adottano in materia di produzione e di localizzazione, oltre a movimenti intragruppo. Per il nostro paese, il rallentamento dell'interscambio registrato nel 2004 sembra dovuto in prevalenza proprio a modifiche nelle strategie dei grandi gruppi.

In Italia il settore farmaceutico conta circa 260 imprese (dato di fine 2003), un numero tra i più elevati tra i paesi della Ue-15 (inferiore solo a quello di Germania e Francia), e impiega circa 84.000 occupati, ponendosi subito al di sotto di Stati Uniti, Giappone, Germania e Francia. Secondo gli ultimi dati disponibili, le imprese farmaceutiche in Italia hanno speso nell'attività di ricerca circa 812 milioni di euro (+11,2% rispetto all'anno precedente), una cifra superiore sia a quella investita per lo stesso scopo nel settore chimico, sia soprattutto alla media degli altri comparti dell'industria manifatturiera. A fine 2003, l'attività di ricerca svolta nel settore rappresentava oltre l'11% di quella complessiva svolta delle imprese italiane (con un picco del 29,9% nel comparto della ricerca pura), un valore in calo dai primi anni Novanta. Oltre che per le risorse, il farmaceutico si distingue dagli altri settori anche per le fonti utilizzate: l'incidenza dell'autofinanziamento nella spesa in R&S è pari all'86,1%, una quota molto superiore a quella destinata alla ricerca dal complesso delle imprese, per le quali questa fonte di finanziamento è pari in media al 66,5%.



## TORO BALLERINO

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

Le prime sedute del 2005 confermano lo stato di grazia della borsa giapponese e di parte di quella europea, Londra in testa.

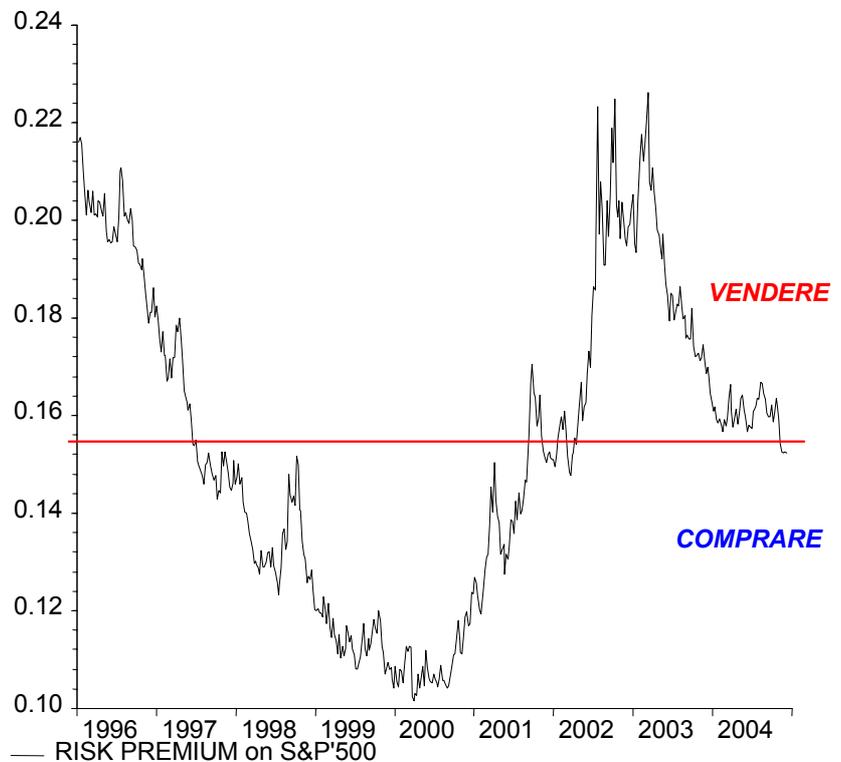
Wall Street invece si avvia dentro una fase di turbolenza innescata da una nuova stagione di trimestrali. Alla stanchezza dei comparti tecnologici si affiancano infatti i timori per un trimestre sotto le attese come già anticipato dalla riduzione delle stime.

Negli Stati Uniti, il quadro tecnico, soprattutto del Nasdaq, appare deteriorato, con discreti margini di downside e multipli eccessivamente tirati. Sovraccarico comunque fisiologico, in parte correttivo della lunga ascesa dai minimi di agosto. Aver anticipato la pubblicazione dei verbali dell'ultima riunione del Fomc evidenzia ancor di più le preoccupazioni Fed per un ritorno delle pressioni inflazionistiche sulla scia del dollaro debole. Tuttavia, il nuovo dato sul mercato del lavoro rafforza i sondaggi ottimistici dell'Ism e rassicura gli investitori più scettici sulla forza della ripresa Usa.

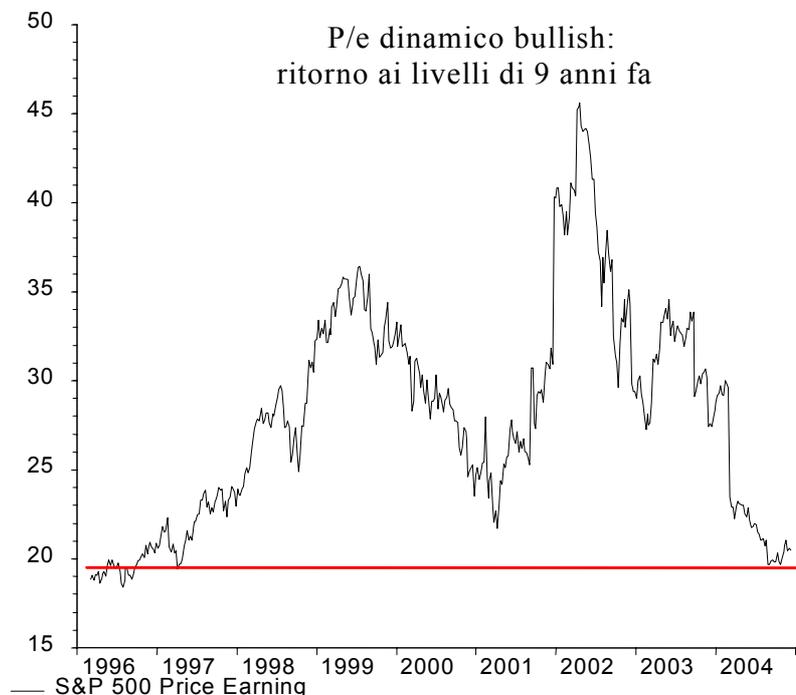
Anche se con volumi di scambio ridotti rispetto al periodo statisticamente intenso, gli indici restano impostati al rialzo verso resistenze di breve, richiamati da singoli temi e soprattutto dalla nuova aria di merger e operazioni straordinarie che torna a coinvolgere i listini. Se poi si allenta la pressione del caro-petrolio, i movimenti in acquisto appaiono più evidenti malgrado il perdurare della volatilità.

Senza però abusare della leva del cambio (minidollaro) per la politica di matrice Fed orientata all'assorbimento dell'ingente deficit statunitense (corrente e federale). La raccomandazione delle autorità monetarie al minor potere d'acquisto del dollaro mantiene accese le speculazioni valutarie disorientando, con effetti domino, anche gli altri mercati, su tutti l'obbligazionario. L'assenza di un driver autonomo rialzista, sostituito da micro spunti di natura straordinaria (m&a e assetti di controllo), rafforza la valenza salutare di eventuali correzioni, ai fini soprattutto della ricerca di basi più solide su cui andranno impostate le nuove strategie dell'anno, orientate comunque ad un chiaro riscatto della componente azionaria supportato anche da indicatori (p/e) tornati attraenti dopo il lungo ciclo negativo.

Acquisto di azioni:  
 ritorno all'area di convenienza



P/e dinamico bullish:  
 ritorno ai livelli di 9 anni fa



HIGH 45.61 19/4/02, LOW 18.41 26/7/96, LAST 20.48 10/12/04

Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, S&P's

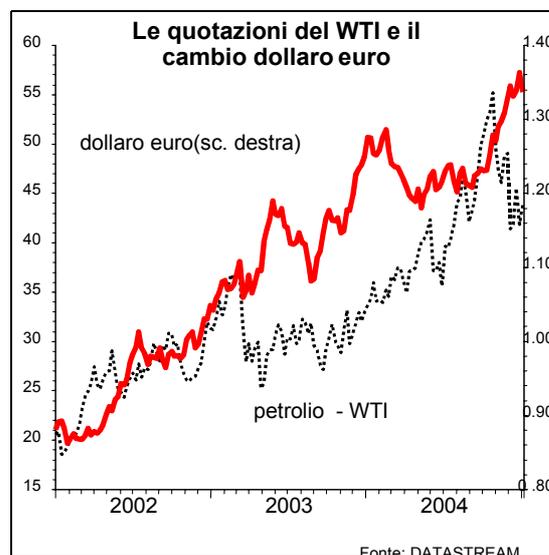
## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI (1)

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

- Il 2004 si chiude con l'economia mondiale in sostenuta espansione, sulla scia di una forte accelerazione del commercio internazionale. Tuttavia, questa vigorosa crescita mondiale è stata fortemente differenziata tra le diverse aree e ha determinato un forte aumento della domanda di materie prime e delle quotazioni petrolifere verso livelli *record* nel corso dello scorso anno. Ciononostante, l'andamento dei prezzi al consumo sia negli Usa che in Europa è rimasto sotto controllo.

- I banchieri centrali del G-10, riuniti a Basilea, prevedono il proseguimento del positivo *trend* di crescita anche nel 2005 e ritengono che l'impatto negativo proveniente dall'aumento dei corsi petroliferi nel 2004 sia stato già in larga parte riassorbito dall'economia mondiale. Jean Claude Trichet, in qualità di portavoce del gruppo, ha sottolineato l'importanza delle recenti dichiarazioni del Ministro del Tesoro statunitense Snow sull'intenzione di ridimensionare il deficit di bilancio che, assieme al disavanzo Usa con l'estero, rimane uno tra i maggiori fattori di rischio.

- Negli **Stati Uniti** gli indizi accumulati tra fine 2004 e inizio 2005 proiettano un'economia che prosegue la fase espansiva grazie sia ai consumi che agli investimenti. Queste favorevoli indicazioni, accanto alle dichiarazioni del Ministro del Tesoro Usa volte ad assicurare l'impegno dell'amministrazione a sostegno del dollaro attraverso una



strategia di correzione del deficit di bilancio, hanno indotto un rafforzamento della divisa statunitense. L'attesa di una politica fiscale finalizzata a ridimensionare il deficit interno è evidentemente uno degli elementi su cui gli operatori internazionali stanno focalizzando l'attenzione per valutare il rischio insito nell'acquisto di attività finanziarie statunitensi. Promesse di rigore ed economia in crescita sono elementi che giocano a favore degli acquisiti di dollari. Tuttavia, gli squilibri dei conti pubblici e con l'estero sono al momento lunghi dall'essere ridimensionati e rappresentano un fattore di persistente debolezza del biglietto verde. L'andamento del cambio dollaro-euro dipenderà dall'avvicinamento di queste forze contrapposte. Un eventuale progressivo miglioramento dei conti pubblici Usa potrebbe aiutare in prospettiva ad attenuare le spinte verso un ulteriore deprezzamento del dollaro, ma i fattori che premono per un indebolimento della divisa statunitense non sono destinati ad essere rapidamente rimossi. In attesa di maggiori indicazioni sulla strategia fiscale dell'amministrazione Usa, che potrebbe diventare più chiara verso fine febbraio, riteniamo ancora prevalenti i rischi che puntano a mantenere il dollaro debole.

- Dal punto di vista degli indicatori macroeconomici e dal lato dell'offerta, l'indice ISM manifatturiero è aumentato per il secondo mese consecutivo a dicembre a 58,6 da 57,8 di novembre trainato da un miglioramento degli ordini e delle esportazioni. La media del IV trimestre (57,7) è scesa sotto la *performance* del III (59,8). Il dato potrebbe quindi indicare un moderato rallentamento del settore, la cui attività dovrebbe essere proseguita su livelli sostenuti anche nell'ultimo trimestre del 2004. In progresso anche l'ISM relativo ai servizi che in dicembre è salito a 63,1 dal precedente 61,3 segnando un massimo da cinque mesi, in questo caso anche la media del IV trimestre risulta in aumento (61,4) rispetto a quella del III. Gli ordinativi all'industria di novembre hanno accelerato all'1,2% congiunturale, contro l'atteso 1%, e all'11,4% tendenziale. Sono in sensibile progresso anche gli ordini di beni capitali esclusa difesa e aerei (0,8% m/m e 13,3% a/a). L'aumento tendenziale di ottobre-novembre per entrambi gli indici risulta in lieve decelerazione rispetto al III trimestre.

- Dal lato della domanda, l'indice di fiducia dei consumatori del Conference Board ha sorpreso al rialzo a dicembre balzando a 102,3, un massimo da agosto 2004. La positiva indicazione si somma a quella dell'indice dell'Università del Michigan che ha anche registrato un aumento a 97,1 a dicembre. Sebbene entrambi gli indici risultino leggermente inferiori nella media del IV trimestre rispetto a quella del III, i dati suggeriscono una buona tenuta dei consumi tra ottobre-dicembre 2004.

- Anche se la creazione di nuovi posti di lavoro in dicembre (157 mila) è stata inferiore alle attese (175 mila), il 2004 ha prodotto 2,2 milioni di nuovi occupati che rappresenta il risultato migliore nell'arco di cinque anni.

	dati storici		11/01/05	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	106,45	108,82	104,2	102,0	101,0
dollaro-euro	1,261	1,249	1,308	1,350	1,370
yen-euro	134,3	135,9	136,4	137,7	138,4
sterlina-euro	0,693	0,691	0,697	0,703	0,704
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,13	2,08	2,62	2,90	3,15
euro	2,09	2,15	2,15	2,15	2,35
yen	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,06	4,90	4,88	5,00	5,03
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,13	4,08	4,27	4,60	4,30
Germania	4,19	3,92	3,59	3,70	4,00
Giappone	1,33	1,49	1,42	1,80	1,50
Italia	4,32	4,07	3,73	3,90	4,20
Gran Bretagna	4,78	4,76	4,51	4,70	4,80

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI (2)

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

- I verbali del *Federal Open Market Committee* (FOMC) del 14 dicembre hanno fatto emergere, al di là dell'opinione espressa nel comunicato stampa, la mancanza di unanimità nel prospettare una stretta monetaria "misurata" suggerendo l'idea di un aumento più rapido del saggio guida. È emerso, inoltre, il timore che il "prolungato periodo di espansione monetaria abbia generato una significativa abbondanza di liquidità che potrebbe favorire un'assunzione eccessiva di rischi sui mercati finanziari, evidenziata dai premi al rischio di credito piuttosto ristretti, dal decollo dell'attività di emissione (ipo), dalla ripresa dell'attività di fusioni e acquisizioni e dalla segnalazione dell'emergere di domanda speculativa per le abitazioni mono-familiari e condominiali". Il mercato ha perciò rivisto al rialzo le attese di aumento dei *Fed Funds*.

- Nell'area dell'euro, si alternano luci e ombre. Il miglioramento del clima di fiducia nel settore manifatturiero si scontra con la persistente debolezza della domanda interna che rischia di frenare anche lo sviluppo del 2005.

- L'indice Pmi manifatturiero, che testa il clima di fiducia del settore, è salito in dicembre, per la prima volta dopo cinque mesi, a 51,4 da 50,4 di novembre che rappresentava un minimo nell'arco di 14 mesi. A trainare il progresso sono state le componenti relative ai nuovi ordini e alla produzione che sembrano indicare la tenuta su livelli soddisfacenti della domanda mondiale e infatti lo sviluppo degli scambi internazionali è stato tra i principali fattori di traino della crescita del 2004 mettendo a segno un incremento stimato nell'ordine del 10% sull'anno precedente. È probabile che il miglioramento del clima di fiducia - registrato anche nei principali paesi membri come Germania (51,7 in dicembre da 49,1), Francia (52,5 da 52,2) e Italia (48,6 da 48,1) - sia stato favorito dal calo dei corsi petroliferi rispetto ai prezzi record di ottobre. Il Pmi dell'area euro relativo ai servizi è rimasto pressoché invariato a 52,6 tra novembre e dicembre.

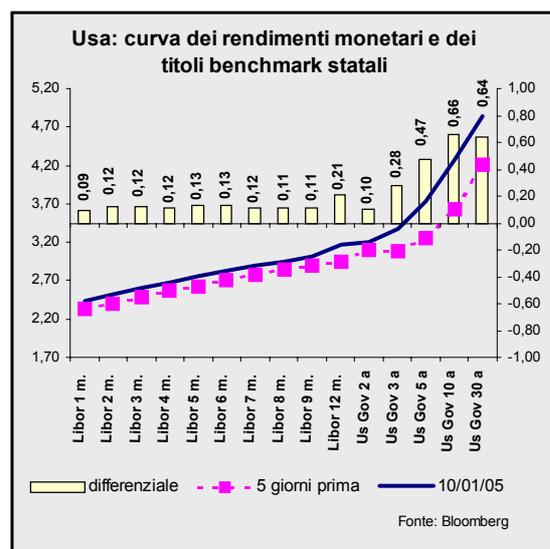
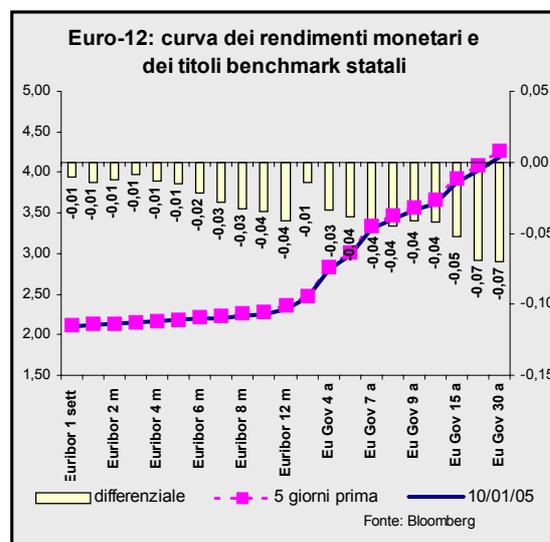
- Tuttavia, se si guarda alla media trimestrale si registra un arretramento degli indici nel IV trimestre rispetto al III, ad indicare che l'attività manifatturiera come anche quella dei servizi potrebbe risultare in crescita tra ottobre-dicembre ma a ritmi meno vivaci di quelli del III trimestre.

- In **Germania** la situazione rimane tesa sul mercato del lavoro: la disoccupazione è cresciuta ad un massimo da 7 anni in dicembre 2004 e ha espulso 17.000 lavoratori (con riferimento ai dati destagionalizzati) portando il totale dei disoccupati a 4,48 milioni. Il tasso di disoccupazione è salito al 10,8% di dicembre dal 10,3%. Le vendite al dettaglio sono rimaste deboli. A novembre sono migliorate, invece, per il terzo mese consecutivo le esportazioni tedesche, aumentando a un ritmo molto più celere dell'import e favorendo l'accumularsi di un buon attivo commerciale di 11,7 miliardi di euro.

- I dati definitivi sul **prodotto interno lordo francese** del III trimestre 2004 hanno segnalato crescita congiunturale zero, secondo la revisione effettuata dall'istituto di statistica Insee che ha corretto al ribasso la prima stima indicante un'espansione dello 0,1% t/t. Tra luglio e settembre 2004 i consumi delle famiglie francesi sono calati dello 0,2% sul trimestre precedente, mentre gli investimenti sono scesi dello 0,7%. In particolare gli investimenti delle imprese hanno registrato una frenata dell'1,1% e quelli pubblici dello 0,4%. La componente netta dall'estero ha sottratto alla crescita francese mezzo punto percentuale. Nel trimestre le importazioni sono aumentate del 2,5% congiunturale, mentre le esportazioni solo dello 0,8%. L'elemento di maggior traino della domanda interna si è concentrato nell'accumulo di scorte.

- Di riflesso all'andamento dei fondamentali, i tassi sui titoli di Stato statunitense hanno teso a salire su tutte le durate dalla fine del 2004, ma il rialzo più consistente si è concentrato sulle scadenze più brevi in sintonia con le attese formatesi sul mercato di una manovra monetaria meno "misurata" di quanto precedentemente ipotizzato. La curva dei rendimenti dei titoli di Stato ha subito un sensibile appiattimento. Infatti, il differenziale tra il tasso decennale e biennale che il 31 gennaio 2004 oscillava intorno ai 117 punti base è sceso a circa 106.

- Per contro, le incertezze del quadro macroeconomico hanno guidato al ribasso i rendimenti dei titoli *benchmark* di Eurolandia nello stesso periodo. I tassi sui bond governativi europei sono andati costantemente calando nella seconda metà del 2004 e, a partire da ottobre, hanno seguito un movimento autonomo rispetto ai tassi sui Treasury che invece hanno ripreso a salire. Anche la curva dei rendimenti europea ha teso ad appiattirsi nel 2004 e sta proseguendo il movimento a inizio 2005 sulla scia di una riduzione più marcata dei tassi a lungo termine rispetto a quelli dalla durata più ravvicinata.



## 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 reali)

#### STATI UNITI

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

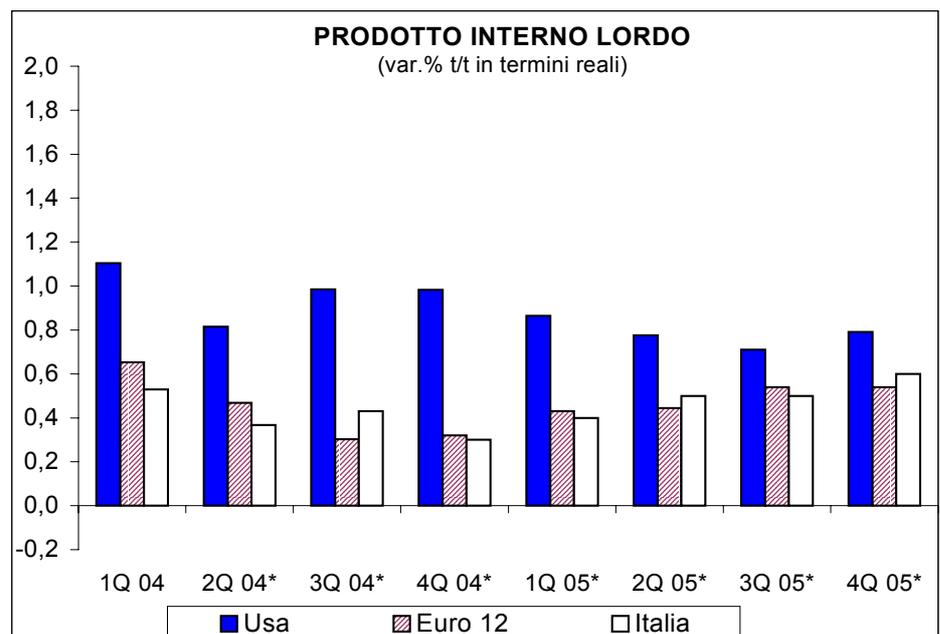
#### AREA EURO

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

#### ITALIA

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

PIL 2003 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.717
Euro 12	7.254
Italia	1.302



## LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

### PREZZI AL CONSUMO

#### EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,9	116,1	116,5	116,4	116,8	115,7
2005	116,5	116,7	117,3	117,6	117,9	117,9	117,8	118	118,4	118,5	118,5	118,8	117,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,2
2005	-0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,3	2,1
2005	2,2	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,8	1,7	1,9

#### ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,8	106,8	105,5
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,4	108,7	108,9	109,2	107,9
2005	108,6	108,4	109,4	110,2	110,4	110,5	110,3	110,0	110,8	111,2	111,6	111,7	110,3
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,3	0,2
2005	-0,5	-0,2	0,9	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8	2,6	2,6
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,2	2,2
2005	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,5	2,3	2,2

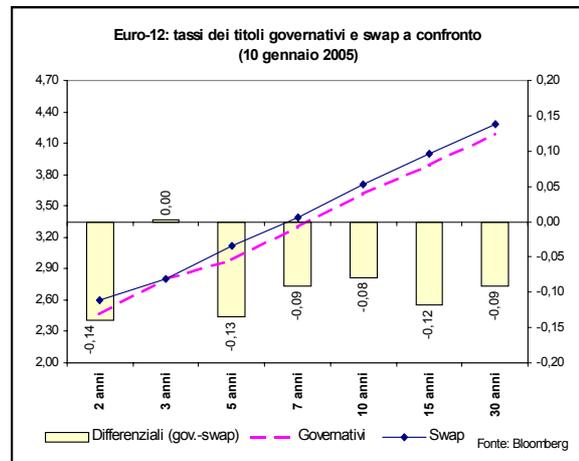
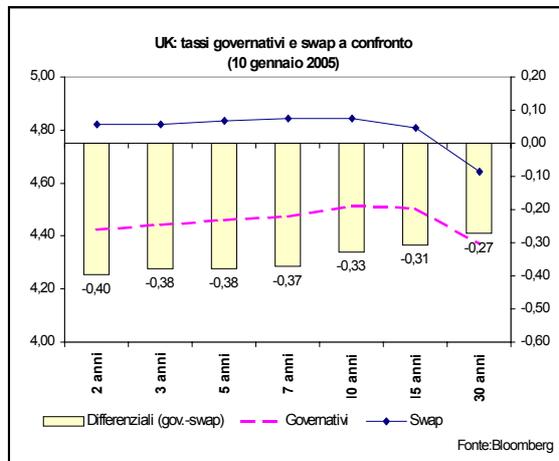
#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	120,6	120,8	121,2	121,5	121,8	121,9	122,1	122,4	122,6	122,7	123	123,1	122,0
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,8	126,2	126,6	126,8	127,2	127,4	127,5	127,6	127,8	128	128,3	128,5	127,3
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1	2,2	2,4	2,3	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PANORAMA TASSI & EURO

M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



### Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

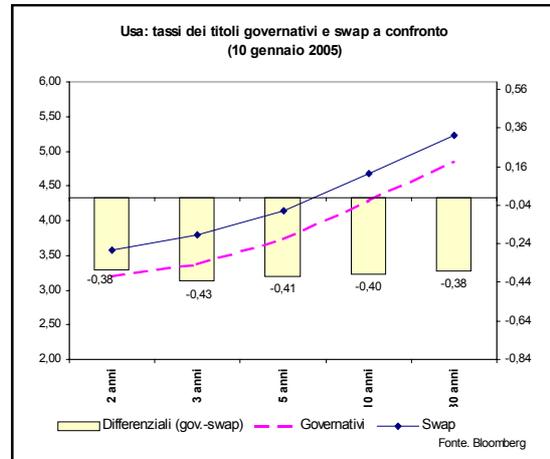
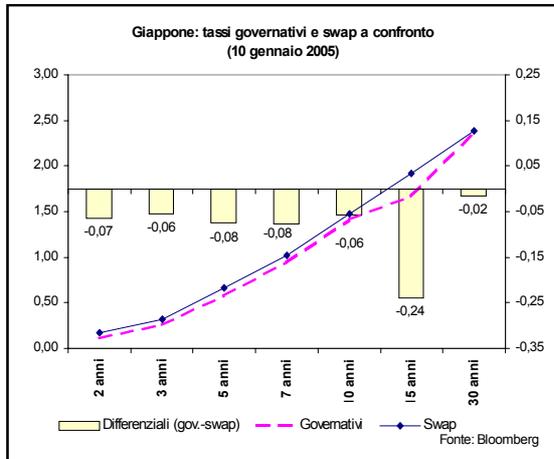
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute					
	7/1/05	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99	
	USA	1,320	1,362	1,346	1,268	1,049	1,179	-3,1	-1,9	4,1	25,9	12,0
Canada	1,623	1,642	1,607	1,631	1,655	1,800	-1,2	0,9	-0,5	-2,0	-9,9	
Australia	1,730	1,746	1,732	1,651	1,856	1,910	-0,9	-0,1	4,8	-6,8	-9,4	
Nuova Zelanda	1,881	1,887	1,863	1,890	1,998	2,223	-0,3	1,0	-0,5	-5,8	-15,4	
Giappone	138,1	139,7	138,3	134,6	124,4	133,7	-1,1	-0,2	2,5	11,0	3,2	
Argentina	3,865	4,040	4,017	3,640	3,531	1,180	-4,3	-3,8	6,2	9,5	227,6	
Svizzera	1,549	1,543	1,531	1,568	1,452	1,617	0,4	1,2	-1,2	6,6	-4,2	
Regno Unito	0,703	0,705	0,691	0,698	0,651	0,711	-0,3	1,8	0,7	8,0	-1,2	
Svezia	9,030	9,021	8,907	9,105	9,153	9,470	0,1	1,4	-0,8	-1,3	-4,6	
Danimarca	7,440	7,439	7,429	7,448	7,429	7,450	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	
Norvegia	8,221	8,237	8,136	8,570	7,276	8,855	-0,2	1,1	-4,1	13,0	-7,2	
Cipro	0,581	0,580	0,579	0,586	0,573	0,582	0,1	0,3	-1,0	1,3	-0,3	
Repubblica Ceca	30,30	30,46	30,73	32,36	31,58	35,11	-0,5	-1,4	-6,4	-4,0	-13,7	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	248,6	246,0	245,7	262,6	236,3	251,5	1,1	1,2	-5,3	5,2	-1,2	
Lettonia	0,697	0,698	0,690	0,673	0,614	0,667	-0,2	1,0	3,5	13,5	4,5	
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,454	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,433	0,434	0,432	0,431	0,418	0,443	-0,3	0,2	0,4	3,5	-2,3	
Slovacchia	38,61	38,75	39,09	40,92	41,50	42,99	-0,4	-1,2	-5,6	-7,0	-10,2	
Slovenia	239,8	239,8	239,9	237,1	230,2	189,0	0,0	0,0	1,1	4,2	26,8	
Polonia	4,0912	4,085	4,174	4,680	4,021	4,071	0,2	-2,0	-12,6	1,7	0,5	
Russia	36,22	37,68	37,45	37,11	33,53	25,32	-3,9	-3,3	-2,4	8,0	43,0	
EURO	93,4	95,0	93,7	92,7	84,5	93,3	-1,7	-0,3	0,7	10,6	0,1	

*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				
	7/1/05	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	Canada	1,233	1,202	1,209	1,290	1,572	1,598	-2,5	-1,9	4,6	27,5
Australia (*)	0,757	0,781	0,775	0,767	0,562	0,516	-3,1	-2,3	-1,4	34,8	46,8
Nuova Zelanda (*)	0,695	0,718	0,717	0,670	0,524	0,425	-3,3	-3,2	3,6	32,5	63,4
Giappone	104,9	102,6	102,9	106,2	118,8	131,8	-2,2	-1,9	1,3	13,2	25,7
Corea del Sud	1.048	1.044	1.038	1.188	1.200	1.320	-0,4	-0,9	13,3	14,5	26,0
Filippine	56,18	56,28	56,07	55,29	53,60	51,60	0,2	-0,2	-1,6	-4,6	-8,2
Indonesia	9.303	9.272	9.090	8.367	8.950	10.370	-0,3	-2,3	-10,1	-3,8	11,5
Singapore	1,648	1,632	1,638	1,695	1,734	1,849	-1,0	-0,6	2,9	5,2	12,2
Thailandia	39,17	38,89	39,16	39,00	43,11	44,05	-0,7	0,0	-0,4	10,1	12,5
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,81	43,45	43,71	45,57	47,97	48,27	-0,8	-0,2	4,0	9,5	10,2
Argentina	2,97	2,97	3,00	2,88	3,36	1,00	0,2	0,9	-2,9	13,2	-66,4
Brasile	2,71	2,66	2,75	2,85	3,54	2,30	-2,1	1,4	5,2	30,5	-15,4
Cile	571,2	556,8	583,4	569,0	720,3	646,3	-2,5	2,1	-0,4	26,1	13,1
Colombia	2.381	2.354	2.459	2.760	2.867	2.297	-1,2	3,3	15,9	20,4	-3,5
Messico	11,37	11,15	11,17	10,91	10,46	9,11	-2,0	-1,8	-4,0	-8,0	-19,9
Perù	3,27	3,28	3,30	3,46	3,50	3,44	0,2	0,7	5,6	7,0	5,1
Uruguay	25,44	26,41	26,64	29,07	27,20	14,75	3,8	4,7	14,3	6,9	-42,0
Venezuela	2.703	2.578	2.458	2.876	1.387	759	-4,6	-9,0	6,4	-48,7	-71,9
Israele	4,40	4,32	4,33	4,40	4,75	4,48	-1,7	-1,6	0,1	8,0	1,9
Sud Africa	6,11	5,65	5,75	6,56	8,57	12,37	-7,5	-5,9	7,5	40,4	102,6
Turchia	1,3756	1,3395	1,3942	1,3670	1,6437	1,4298	-2,6	1,4	-0,6	19,5	3,9
Area dell'Euro (*)	1,320	1,362	1,346	1,268	1,049	0,904	-3,1	-1,9	4,1	25,9	46,1
Regno Unito (*)	1,871	1,919	1,945	1,817	1,610	1,439	-2,5	-3,8	3,0	16,2	30,0
Svizzera	1,185	1,140	1,141	1,241	1,383	1,650	-3,8	-3,7	4,7	16,7	39,3
Danimarca	5,69	5,48	5,53	5,90	7,08	8,28	-3,6	-2,7	3,7	24,5	45,7
Norvegia	6,26	6,04	6,05	6,76	6,97	8,87	-3,5	-3,4	8,0	11,3	41,6
Svezia	6,91	6,65	6,64	7,19	8,69	10,28	-3,8	-3,9	4,0	25,7	48,7
Russia	27,75	27,75	27,84	29,25	31,78	30,14	0,0	0,3	5,4	14,5	8,6
Polonia	3,13	3,00	3,11	3,67	3,81	3,96	-4,2	-0,6	17,0	21,6	26,3
Repubblica Ceca	22,97	22,37	22,83	25,53	30,14	35,27	-2,6	-0,6	11,1	31,2	53,6
Ungheria	190,3	180,7	183,0	207,9	224,9	272,9	-5,0	-3,8	9,2	18,2	43,4
<b>DOLLARO USA</b>	<b>91,4</b>	<b>88,6</b>	<b>89,1</b>	<b>93,8</b>	<b>110,5</b>	<b>122,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-17,3</b>	<b>-25,1</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'11 AL 17/1/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 12	Stati Uniti: Minehan della Federal Reserve parla delle prospettive economiche
Giovedì 13	Regno Unito: riunione MCP della Banca d'Inghilterra Area Euro: consiglio direttivo BCE ☹
Venerdì 14	Stati Uniti: discorso di Poole della Federal Reserve Area Euro: discorso di Trichet, presidente della BCE, presso lo European American Press Club a Parigi Stati Uniti: chiusura anticipata dei mercati obbligazionari

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 11	Francia	Produzione industriale	novembre	-0,8% m/m; 1,3% a/a	0,1% m/m; 2,1% a/a
	Germania	Indice Zew ☹	gennaio	14,4	26,9
		Produzione industriale	novembre	0,4% m/m; 2,3% a/a	-1,7% m/m; -0,7% a/a
Mercoledì 12	Area Euro	Pil destag.	III tr.04	0,5% t/t; 2,1% a/a	0,3% t/t; 1,8% a/a
Giovedì 13	Germania	Pil	2004	-0,1%	1,7%
	Francia	IPCA	dicembre	0,0% m/m; 2,2% a/a	0,1% m/m; 2,2% a/a
	Regno Unito	Produzione industriale	novembre	-0,1% m/m; -2,0% a/a	0,4% m/m; -0,6% a/a
		Produzione manifatturiera	novembre	-0,1% m/m; -0,5% a/a	0,3% m/m; 0,2% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Mercoledì 12	Stati Uniti	Bilancia commerciale	novembre	-55,5 mld	-53,9 mld
Giovedì 13	Stati Uniti	Vendite al dettaglio ☹	dicembre	0,1% m/m	1,1% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto) ☹	dicembre	0,5% m/m	0,5% m/m
		Prezzi all'importazione	dicembre	0,2% m/m; 9,5% a/a	-0,4% m/m; 8,3% a/a
Venerdì 14	Giappone	Ordinativi di macchinari	novembre	-3,1% m/m; -9,9% a/a	3,3% m/m; -0,9% a/a
		Produzione industriale	novem. (F)	1,5% m/m	1,5% m/m
	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	dicembre	0,5% m/m; 5,0% a/a	-0,1% m/m; 4,7% a/a
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	dicembre	0,2% m/m; 1,9% a/a	0,2% m/m; 2,3% a/a
		Scorte delle imprese	novembre	0,2% m/m	0,6% m/m
		Produzione industriale	dicembre	0,2% m/m	0,4% m/m
		Impiego capacità produttiva	dicembre	78,7%	79%