

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

18 gennaio 2005
n. 2 - 2005

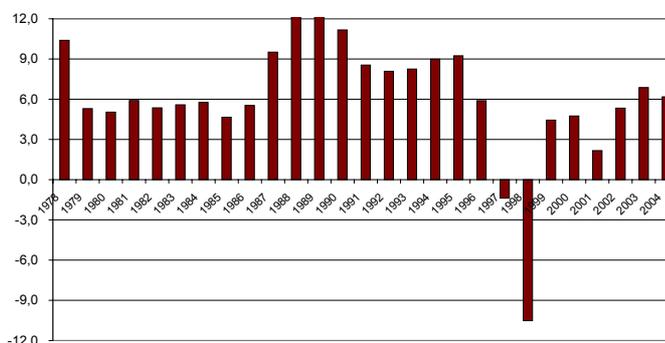
Coordinamento:
Giovanni Ajassa
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

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

Tailandia	2003	2004	2005*
Popolazione (milioni di abitanti)	63,5		
Pil (var. % annua in termini reali)	6,9	6,2	5,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,8	2,7	3,0
Cambio contro \$ Usa (media annua)	41,5	40,3	38,8
Riserve valutarie (mld. di \$)	41,1	48,6	52,9
Fonte: IIF, ADB e nostre elaborazioni su dati Datastream		(*) Previsioni	
Rating: Baa1 (Moody's), BBB+ (Standard & Poor), BBB (Fitch)			
Eca: classe 4			

Crescita del Pil (1978-2004)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni e previsioni Servizio Studi BNL su dati IIF e EIU

- ✓ L'economia thailandese fa i conti con gli effetti dello tsunami. Secondo stime di consenso, le proiezioni di crescita del PIL del paese asiatico nel 2005 scendono di mezzo punto percentuale rispetto alle previsioni formulate prima del cataclisma. Il settore più penalizzato è quello del turismo che contribuisce al 6 per cento del prodotto interno lordo thailandese.
- ✓ Come investono i propri risparmi le famiglie sudafricane? Nell'economia più sviluppata del continente africano i risparmiatori puntano sulle attività finanziarie, specie se a basso rischio, piuttosto che sul mattone. L'indebitamento delle famiglie si attesta intorno alla metà del reddito disponibile.

TAILANDIA: GLI SCENARI DOPO LO TSUNAMI

S.Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

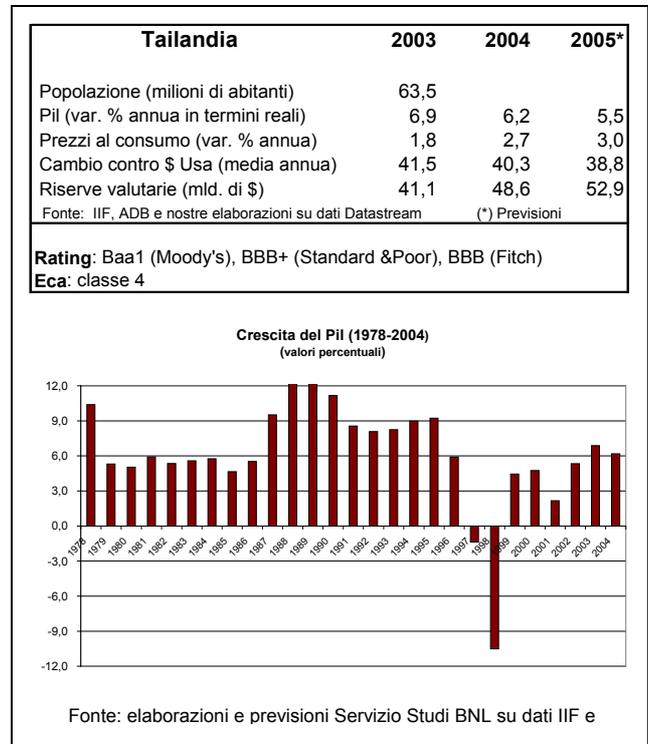
- Gli effetti delle devastazioni legate allo tsunami hanno accentuato le difficoltà sociali di un paese che presentava già il 40% della popolazione sotto la soglia di povertà.
- Le aspettative di crescita del Pil per il 2005, già previste in calo rispetto all'anno precedente, sono stimate al 5,5 per cento dal 6 per cento atteso prima del maremoto. Il settore più penalizzato è quello del turismo che ha un peso pari al 6 per cento del Pil e dà lavoro a 19 milioni di persone.

Lo tsunami, che ha colpito il sud-est asiatico, ha comportato enormi perdite in termini di vite umane e ha accentuato le condizioni di miseria sociale degli strati più poveri della popolazione, privandoli delle abitazioni e in molti casi della propria attività lavorativa. In Thailandia, uno tra i paesi più colpiti, il costo sociale di questa calamità è stato altissimo, anche se le prime stime indicano un impatto macroeconomico che dovrebbe rimanere contenuto.

Il settore maggiormente danneggiato è quello del turismo che pesa circa il 6 per cento sul Pil del paese. In particolare l'area di Phuket da sola conta circa il 25 per cento del totale. Lo tsunami è arrivato nel momento di picco della stagione e nonostante le rassicurazioni del governo circa il fatto che oltre l'80 per cento delle strutture turistiche risultano agibili, gran parte delle prenotazioni da parte dei visitatori sono state cancellate. Nel tentativo di limitare l'impatto economico dello tsunami sono state poste in essere una serie di iniziative da parte del governo, che ha stanziato un fondo per le vittime del disastro e previsto una serie di incentivi fiscali per le economie locali, e della banca centrale che ha stanziato un miliardo di dollari da impiegare in prestiti a tassi molto contenuti per la ricostruzione delle attività economiche danneggiate. Un altro elemento favorevole alla rapidità del processo di ricostruzione è il fatto che molti degli hotel appartenevano a catene internazionali e potranno dunque beneficiare di un più facile accesso al credito e ottenere in alcuni casi rimborsi anche dalle compagnie assicurative. Il governo si è impegnato a ricostruire le strutture destinate ai turisti prima dell'inizio del nuovo anno cinese (metà febbraio 2005). Per quella data, il primo ministro Thaksin Shinawatra si è impegnato ufficialmente nel corso di una conferenza stampa ad accogliere nuovamente i turisti provenienti in gran parte dalla Cina su quelle spiagge e coste oggi devastate dal maremoto. Le presenze turistiche in arrivo nel 2005, che prima dello tsunami erano stimate in 13 milioni di unità, nonostante le attese di una ripresa del settore in tempi brevi, difficilmente potranno superare 8-8,5 milioni di unità.

Nel complesso gli effetti sul Pil per il 2005 potrebbero limitarsi a una riduzione delle stime di crescita di circa mezzo punto percentuale, dal 6 per cento previsto prima del maremoto al 5,5 per cento. Le attività industriali e agricole nelle parti del Paese meno colpite continueranno a crescere a un buon ritmo, anche se nel settore dell'allevamento nel corso del terzo trimestre 2004 si è registrata una nuova epidemia di febbre aviaria che ha creato forti danni all'industria dei polli. Segni di rallentamento sono stati evidenziati anche nell'export di gamberetti in seguito all'introduzione di misure anti-dumping da parte degli Stati Uniti. Le esportazioni, pur in rallentamento rispetto al +23 per cento del 2004, cresceranno nel 2005 del 15 per cento. Anche le importazioni sono attese in rallentamento dal 27 per cento del 2004 al 19 per cento per l'anno in corso, per effetto anche di quotazioni del petrolio più contenute rispetto al 2004. Il rallentamento nella crescita dell'export e il minor contributo del turismo, comporteranno una riduzione del surplus di parte corrente da 7 a 4,3 mld. di Usd, corrispondente a una riduzione dal 4,4 al 2,4 per cento del Pil. Tra le iniziative per restituire fiducia ai visitatori nell'area del sud-est asiatico, è allo studio da parte della comunità internazionale, la costituzione di un sistema di "warning" per catastrofi naturali da rendere operativo nell'intera area dell'Oceano Indiano.

Nel 2004 la banca centrale ha iniziato a mutare l'orientamento estremamente accomodante della politica monetaria iniziato dopo la crisi finanziaria del 1997. Il processo di riduzione degli stimoli monetari, insieme a una buona posizione della bilancia dei pagamenti e alla debolezza della valuta statunitense hanno creato le condizioni per una pressione al rialzo del cambio del baht contro dollaro. Gli effetti di questo apprezzamento non sembrano comunque tali da poter influire negativamente sul percorso di espansione economica. Le prospettive per l'economia thailandese sono frenate piuttosto dal lento processo di attuazione di riforme strutturali e dalle limitate opportunità per gli investimenti esteri. Il governo sembra voler favorire gli investimenti esteri nel settore manifatturiero, ma il settore dei servizi e quello delle infrastrutture appaiono ancora nelle mani di pochi operatori locali e piuttosto chiusi alla partecipazione estera.



SUDAFRICA: DEBITI E RICCHEZZA CRESCONO INSIEME

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

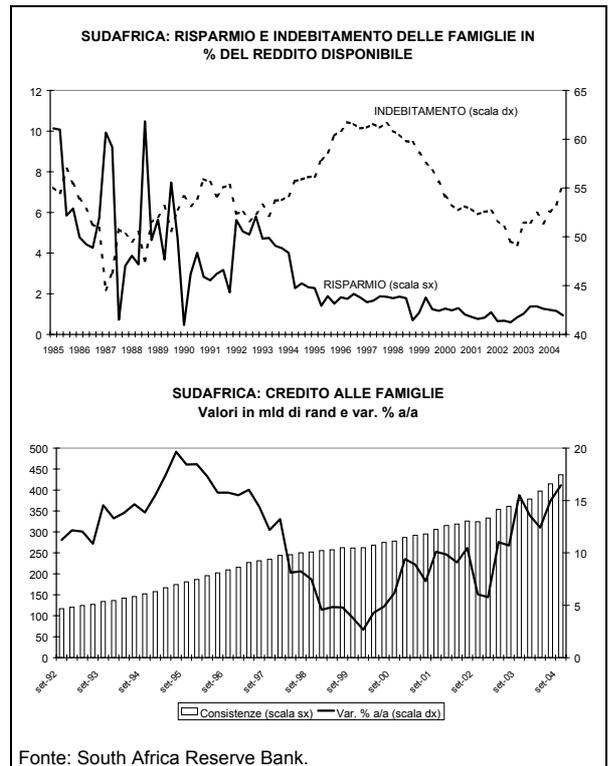
- Gli elevati tassi di crescita del Pil degli ultimi anni confermano il Sudafrica paese con l'economia più sviluppata nel continente africano. Oltre il 60% della crescita dipende dai consumi delle famiglie.
- Dagli anni '90 i finanziamenti ai nuclei familiari si sviluppano a ritmo sostenuto contribuendo a innalzare il livello di indebitamento del comparto.
- Cresce anche la ricchezza complessiva delle famiglie spinta dall'aumento del valore degli immobili e dai rendimenti del mercato azionario.

Con un tasso reale di crescita del Pil pari al 5,5% (III trim. 2004, dato annualizzato, sesto trimestre consecutivo di variazione positiva) il Sudafrica si conferma l'economia più sviluppata e più dinamica del continente africano. La componente principale del prodotto interno è costituita dai consumi delle famiglie (oltre il 60%, in aumento tendenziale nel 2004 del 6%), fattore questo che determina una particolare attenzione delle autorità verso la situazione finanziaria del settore in considerazione anche del crescente livello di indebitamento. Le passività delle famiglie sudafricane, rimaste intorno al 45% del reddito disponibile negli anni Settanta, hanno superato il 60% tra il 1996 e il 1998 e sono attualmente al 55%. L'aumento si deve sia al crescente ricorso a finanziamenti bancari sia alla riduzione del tasso di risparmio. Dall'inizio degli anni '90, ad eccezione che nel triennio '98-2001, i prestiti delle istituzioni creditizie alle famiglie hanno conosciuto uno sviluppo a due cifre, mentre la propensione al risparmio si è andata gradualmente riducendo per attestarsi su valori prossimi all'1% dall'inizio del nuovo millennio (in media al 2,6% negli anni '90).

Quest'ultima tendenza ricalca quella già in atto in diversi paesi industrializzati, ma in Sudafrica risulta motivata anche da altri fattori, infatti i tassi di interesse reali negativi e l'elevata tassazione hanno scoraggiato alcune forme di risparmio; a ciò si aggiungono fattori demografici e socio-economici quali la presenza di un'elevata quota di popolazione (circa il 30%) nella fascia di età 25-44 anni, più propensa ai consumi, e l'impossibilità di risparmiare da parte di una percentuale consistente della popolazione spesso aiutata da politiche di sostegno e assistenza (la disuguaglianza sociale è ancora molto elevata in Sudafrica). Dal lato dell'offerta, la deregolamentazione del sistema finanziario iniziata negli anni '80 ha favorito la creazione di nuove forme di finanziamento e facilitato l'accesso al credito permettendo alle famiglie di mantenere livelli di consumo altrimenti non sostenibili. A metà degli anni Novanta, nonostante una severa politica monetaria avesse portato i tassi di interesse in prossimità del 20%, alcune istituzioni finanziarie hanno offerto carte di credito con politiche di marketing particolarmente aggressive contribuendo alla diffusione di questo strumento presso un ampio numero di famiglie anche a basso reddito. Ne è conseguito che nel 1997 il credito al consumo ha raggiunto il 62,1% del reddito disponibile, quota che si è in seguito ridotta pur rimanendo comunque su livelli elevati. Inoltre, a partire dal 1994 una parte della popolazione in precedenza esclusa dai servizi finanziari ne ha poi avuto accesso facendone un ampio uso.

A sostenere la propensione alla spesa ha contribuito poi anche l'effetto ricchezza dovuto all'aumento del valore delle attività a disposizione delle famiglie sudafricane, fenomeno particolarmente intenso per i titoli azionari (+10,7% annuo nel periodo 1995-04) e per le abitazioni (+7,4% annuo tra il 1996 e il 1999). Studi empirici hanno evidenziato che ogni aumento di un rand nei titoli azionari si traduce in un aumento dei consumi tra i 2 e 3 centesimi mentre arriva a 6 centesimi se l'incremento riguarda il valore degli immobili. Gli elevati tassi di crescita dei patrimoni familiari hanno reso meno oneroso il peso crescente dei debiti: il rapporto tra passività e attività si è ridotto dal 18,7% del 1999 al 17,2% del 2004 mentre il "servizio del debito" (quota di reddito disponibile destinata al rimborso dei finanziamenti) è passata dal 10,8% del 1999 al 6,3% attuale; a ciò si aggiunge un aumento del reddito disponibile dovuto a un rallentamento dell'inflazione e una graduale discesa dei tassi di interesse (il prime rate è passato da un valore medio superiore al 18% degli anni Novanta all'attuale 11%).

Relativamente alla composizione del portafoglio delle famiglie, uno studio della South Africa Reserve Bank indica come nel tempo vi si sia stata una riduzione della quota di ricchezza detenuta in depositi e come una parte rilevante sia destinata a contratti assicurativi e fondi pensione. L'investimento in attività finanziarie risulta molto elevato e in crescita: la quota di risparmio che le famiglie sudafricane vi impiegano è passata dal 65% degli anni '80 al 77% degli anni '90. Nonostante gli alti tassi di inflazione sperimentati nel passato, inoltre, i risparmiatori sudafricani hanno preferito indirizzarsi verso investimenti finanziari a basso contenuto di rischio piuttosto che verso l'investimento immobiliare. In effetti in Sudafrica l'investimento in attività reali risulta ancora piuttosto contenuto (20% circa) rispetto alla ricchezza complessiva. Programmi di incentivazione alla proprietà abitativa rientrano, comunque, tra gli impegni governativi da realizzare attraverso finanziamenti agevolati soprattutto per le fasce di reddito più basse al fine di favorire stabilità e integrazione sociale. In generale, i finanziamenti bancari per mutui ipotecari sono in costante aumento (coprono mediamente circa il 35% del valore delle abitazioni e diffuso è anche il rifinanziamento) grazie anche alla crescente domanda di abitazioni da parte della *black middle class* emergente e degli investitori esteri.



MODA, UN ANNO DI SFIDE

P. Di Falco ☎ 06-47028442 – pulisia.difalco@bnlmail.com

- L'industria del tessile-abbigliamento evidenzia ancora una situazione di difficoltà, non priva di segnali di miglioramento. I comparti a monte e a valle della filiera mostrano un arresto della dinamica negativa dopo la lunga fase recessiva. I preconsuntivi per il 2004 indicano una crescita media annua del fatturato intorno allo 0,2%.
- Il 2005 sarà un anno di sfide per il settore che dovrà sostenere il rafforzamento competitivo delle produzioni asiatiche favorite dalla fine dell'Accordo Multifibre.

Nel corso del 2004, il quadro generale dell'industria del tessile abbigliamento italiana ha evidenziato una situazione di difficoltà, non priva di segnali di miglioramento. Gran parte dei comparti del settore hanno infatti evidenziato un arresto della dinamica negativa, dopo la lunga fase recessiva che aveva caratterizzato il biennio 2002-2003. L'evoluzione produttiva è stata determinata dalle vendite all'estero che, seppure penalizzate dall'accesso contestato competitivo sui mercati internazionali, sono apparse in crescita dell'1,5%. Il mercato interno ha mantenuto un tono di scarsa dinamicità, segnando per l'intero 2004 una crescita stimata dell'1,4%.

A monte della filiera, le aziende tessili hanno evidenziato, nella seconda metà dello scorso anno, una situazione generale di crescita. Il comparto tessile-laniero, sostenuto da tendenze della moda nuovamente favorevoli alle produzioni in lana, ha mostrato ordini in aumento sia sul mercato domestico sia su quello estero.

Le aziende tessili-ricche hanno evidenziato, sin dall'inizio dello scorso anno, un'attenuazione della dinamica negativa e un recupero sul mercato nazionale. Nei settori a valle (abbigliamento-maglieria-calzetteria), l'attività produttiva e le vendite sono apparse stabili. Tra i comparti in recupero spicca quello dell'abbigliamento maschile (+0,6%), favorito dal traino della domanda estera soprattutto da quella proveniente da Spagna e Grecia.

Il 2004 si configura per l'industria italiana del tessile-abbigliamento come un anno di transizione. Secondo le più recenti indicazioni congiunturali i preconsuntivi per l'anno appena trascorso indicano una crescita media annua del fatturato intorno allo 0,2%. Sul fronte delle esportazioni, si stima, un recupero dell'1,5% per un valore di 26,7 miliardi di euro con andamenti contrastanti nelle varie aree geografiche. Nei paesi UE-15 le esportazioni hanno superato un valore di 12 miliardi di euro (-0,4%), con importazioni in aumento dalla Spagna, mentre il mercato tedesco (-3%) è risultato ancora stretto fra una domanda interna stagnante e il continuo incremento delle importazioni dai paesi extra-europei. Tra i paesi extra-UE, è apparsa in significativa ripresa la domanda asiatica e quella statunitense, anche se le aziende italiane – nel contesto di un netto rafforzamento dell'euro – hanno dovuto accettare pesanti sacrifici sui margini lordi per mantenere le proprie quote di mercato. Il contributo del commercio estero all'attività settoriale è rimasto comunque negativo a causa di un ulteriore incremento delle importazioni (+5,3%). Nel 2005, la scarsa dinamicità del reddito disponibile, e altri elementi di incertezza con i quali dovranno confrontarsi le famiglie europee, potrebbero limitare i consumi di abbigliamento che dovrebbero svilupparsi a ritmi non superiori allo 0,3%. Sui mercati extra-europei, sarà invece l'euro forte a creare i maggiori problemi alle aziende italiane. La situazione congiunturale che l'industria italiana del tessile-abbigliamento sta vivendo non è ascrivibile soltanto a un'altrettanto poco favorevole congiuntura economica che penalizza da un biennio anche altri settori del *made in Italy*. L'evoluzione dei consumi di vestiario nei paesi industrializzati è divenuta poco favorevole alle peculiarità dell'offerta italiana: il *premium price* riconosciuto al *made in Italy* dai *buyer* di tutto il mondo grazie ai vantaggi legati non al prezzo ma alla qualità, al contenuto moda, alla velocità di consegna dell'offerta italiana è stato messo a dura prova dalla concorrenza dei paesi emergenti.

La competizione è destinata ad accentuarsi nel corso di quest'anno, quando la scadenza dell'Accordo Multifibre esporrà l'industria dell'abbigliamento italiana ed europea all'ingresso delle ingenti produzioni asiatiche. In vista dell'eliminazione delle quote, le aziende cinesi di abbigliamento stanno espandendo la propria capacità produttiva. Dopo il primo gennaio 2005, infatti, le esportazioni del paese verso l'Europa e gli USA sono con ogni probabilità destinate a crescere, mentre le importazioni caleranno. Si stima che più del 90% delle aziende cinesi dell'abbigliamento, prevedendo un'impennata nelle vendite soprattutto nella prossima stagione calda, si preparano a rafforzare la capacità produttiva attraverso nuove assunzioni, acquisto di macchinari e costruzioni di impianti. Anche in India le principali società del tessile-abbigliamento si stanno preparando alla svolta del primo gennaio, attraverso l'espansione della forza lavoro, che potrebbe essere già aumentata del 15/20%. La Cina può tuttavia rappresentare un'opportunità di affari, oltre che una minaccia. La Repubblica popolare, da bacino di manodopera a basso costo, ha sviluppato negli ultimi anni una forza manageriale e imprenditoriale ed è oggi alla ricerca di una cooperazione con le aziende europee. La moda italiana può cercare forme di collaborazione attraverso *partnership* in cui la creatività e il *know-how* italiano potrebbero unirsi alla forza produttiva e distributiva cinese.

INDUSTRIA ITALIANA DEL TESSILE-ABBIGLIAMENTO (valori in milioni di euro)

	2002	2003	2004*
Fatturato	45889	43150	43226
<i>var%</i>		-6,0	0,2
Esportazioni	27989	26335	26743
<i>var%</i>		-5,9	1,5
Importazioni	14315	14244	14999
<i>var%</i>		-0,5	5,3
Saldo Commerciale	13674	12091	11744
		-3,6	-2,9
Aziende (numero)	70966	67741	--
<i>var%</i>		-4,5	
Addetti (numero)	592334	569733	--
<i>var%</i>		-3,8	

*stima

Fonte: Sistema Moda Italia

TORO CICLICO

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

Prosegue l'atteggiamento enigmatico dei mercati azionari, da un lato, favoriti dalla struttura dei tassi/rendimenti obbligazionario e dall'altro penalizzati dalla fragilità del dollaro combinata con l'imponenza dei deficit.

Indecisione ancor più viva per l'insolita latitanza del classico driver americano. Wall Street prende tempo e non decide quale direzione intraprendere. Le vie del ribasso restano più numerose, soprattutto se quelle rialziste si affidano eccessivamente a cabale statistiche (primo anno presidenziale, effetto gennaio, quinto anno della decade).

La Borsa sembra più sensibile ai richiami di prudenza indotti da un deficit Usa incontenibile, in circolo vizioso con l'esigenza di tenere il dollaro basso.

Clima attendista alimentato dalla curva dei rendimenti e dal comportamento del T-Bond che, dopo settimane di pressione, mostra i primi segni di risveglio.

Tutti i maggiori indici galleggiano così su supporti chiave, cristallizzandosi su livelli cosiddetti di spartiacque.

Ne deriva un aumento di volatilità (a tre mesi) e una compressione delle aspettative a breve termine.

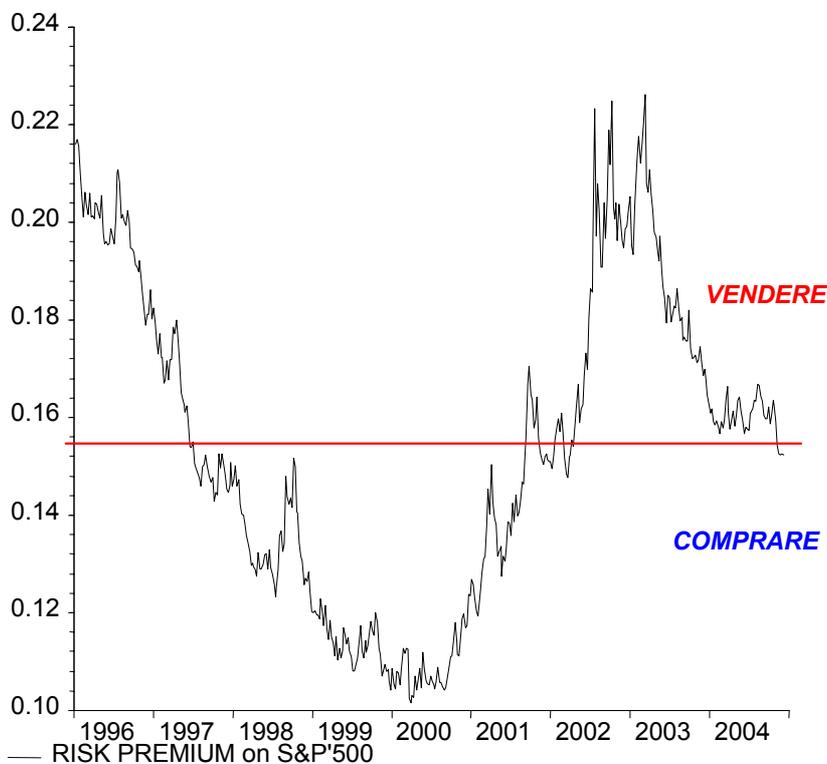
La rigidità degli indici di Wall Street accentua la differenziazione geografica in termini di performance. Gli scambi vengono catalizzati su Londra che si conferma la piazza più reattiva con ambizioni chiare di rialzo e target dichiarati (FTSE a 5.000).

Decoupling da vecchio manuale anche con Tokyo, dove il Nikkei non nasconde più la propria indipendenza dalle sorti di Wall Street. Malgrado l'"affinità tecnologica" che lega i panieri delle due piazze azionarie, il Nasdaq appare più appesantito dalla stanchezza dei semiconduttori.

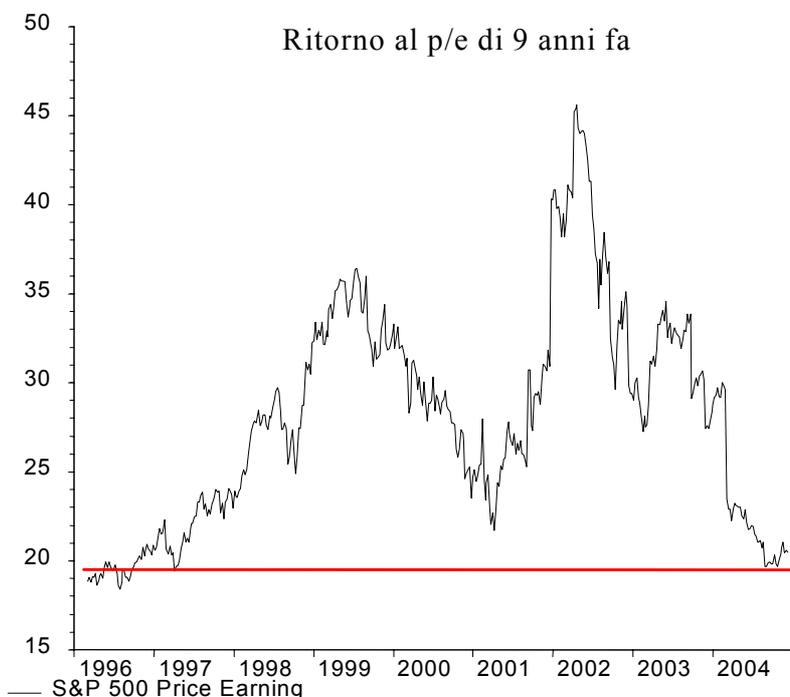
Sulla scia di Londra e Tokyo, prima di Milano, brilla Francoforte. La forza relativa superiore dell'indice Dax si deve alla sua composizione ad alto tasso industriale, una concentrazione settoriale che viene premiata anche dalla dinamica del cambio col dollaro.

Un raffreddamento del cross euro/dollaro rispolvera l'utilità e le doti difensive dei settori ciclici ed industriali (anche media e auto), quelli cioè più economici legati alla ripresa del ciclo abbondantemente a sconto sui listini europei.

Acquisto di azioni:
 area di convenienza



Ritorno al p/e di 9 anni fa



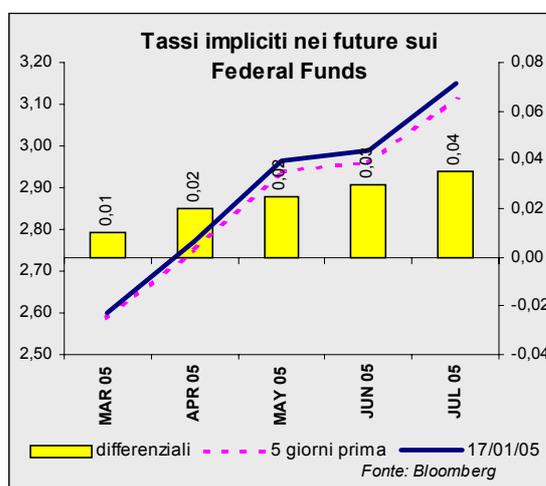
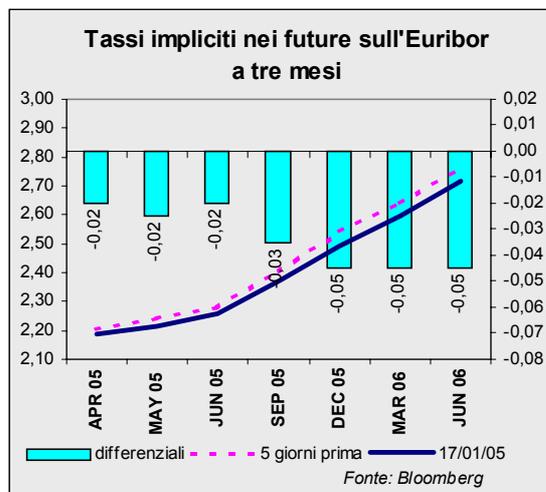
HIGH 45.61 19/4/02, LOW 18.41 26/7/96, LAST 20.48 10/12/04

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

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

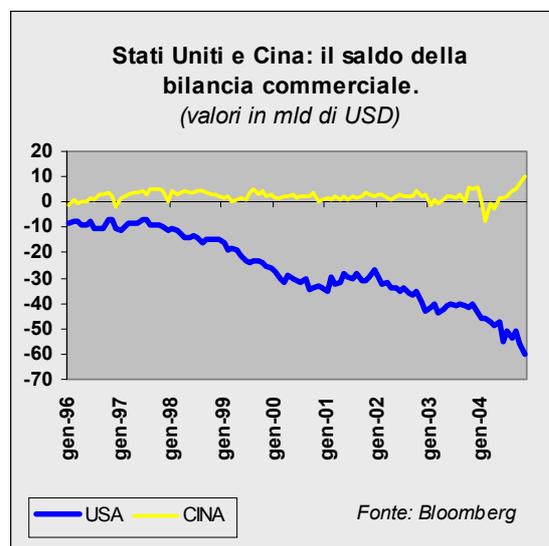
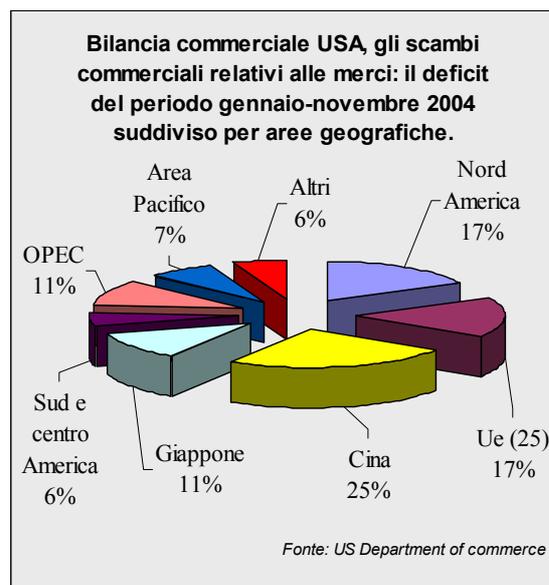
P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

- Nell'area euro, la Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2%. Il comunicato diffuso a margine della riunione del Consiglio Direttivo disegna uno scenario caratterizzato da un'economia che dovrebbe proseguire la propria crescita moderata in un contesto di minore preoccupazione per l'evoluzione del livello generale dei prezzi. Dopo un III trimestre con una crescita del Pil su base congiunturale dello 0,3%, i dati relativi al periodo ottobre-dicembre, sebbene eterogenei, sembrano suggerire una crescita moderata negli ultimi mesi del 2004.
- In prospettiva, le esportazioni dovrebbero essere trainate da una domanda mondiale sostenuta. Sul fronte interno l'andamento degli investimenti dovrebbe essere positivo. Dal lato dei prezzi, sebbene persistano pressioni nel breve periodo, queste si sono attenuate soprattutto grazie al calo registrato nei corsi petroliferi. Secondo la Bce, nel corso del 2005 il tasso d'inflazione dovrebbe scendere al di sotto del 2%. La moderata evoluzione dei salari sta favorendo l'assenza di tensioni di natura interna all'area dell'euro. Permangono, comunque, fattori di rischio per la stabilità dei prezzi. Rimane forte l'esigenza di monitorare gli sviluppi della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati. Continua ad essere necessario evitare la formazione di "second round effects" nell'economia. Preoccupazioni provengono dalla quantità di liquidità in circolazione ritenuta eccessiva per una crescita non inflazionistica. Tale squilibrio, congiuntamente alla robusta crescita del credito, potrebbe comportare in alcuni paesi uno sviluppo dei prezzi nel mercato immobiliare non sostenibile nel lungo periodo.
- Nel comunicato è stato, inoltre, ribadito che i recenti movimenti del tasso di cambio sono sgraditi e indesiderabili. Nella conferenza stampa Trichet ha sottolineato come a livello globale ognuno deve fare la propria parte per risolvere gli squilibri dell'economia mondiale. Per l'Europa e il Giappone le riforme strutturali sono necessarie per aumentare il potenziale di crescita, mentre sul fronte americano è importante agire con politiche che influenzino l'evoluzione del tasso di risparmio dell'economia. E' stata, infine, ribadita l'esigenza di una graduale rivalutazione delle valute di alcuni paesi asiatici.
- I dati sull'inflazione di dicembre provenienti dai diversi paesi aderenti alla moneta unica confermano uno scenario caratterizzato da una sostanziale stabilità dei prezzi. In **Germania** l'indice armonizzato è cresciuto dell'1,1% m/m e +2,2% a/a (da -0,4% m/m e +2% a/a) con una media per l'anno passato dell'1,8%; in **Francia** la variazione è stata pari al +0,1% m/m e +2,2% a/a, 2,3% medio per l'intero anno; in **Italia** il 2004 si è chiuso con un +0,4% m/m e +2,3% a/a (da +0,2% m/m e +2% a/a) e un +2,3% medio annuo; in **Spagna**, infine, l'indice dei prezzi al consumo ha registrato una contrazione dello 0,1% m/m e +3,3% a/a (da +0,2% m/m e +3,5% a/a) con un valore medio per il 2004 del 3%.
- Sul fronte della crescita dall'area dell'euro giungono informazioni contrastanti. In **Germania** la produzione industriale a novembre ha subito una brusca contrazione (-1,7% m/m e -0,7% a/a). La media di ottobre-novembre (0,8% tendenziale) risulta ampiamente inferiore a quella del III trimestre (3,8%). E' migliorata, invece, la fiducia degli investitori tedeschi; l'indice Zew è passato da 14,4 a 26,9 a gennaio.



	dati storici		previsioni		
	- 12 mesi	- 3 mesi	17/01/05	+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	106,45	108,82	102,1	102,0	104,0
dollaro-euro	1,261	1,249	1,307	1,350	1,340
yen-euro	134,3	135,9	133,5	137,7	139,4
sterlina-euro	0,693	0,691	0,702	0,703	0,704
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,13	2,08	2,67	2,90	3,15
euro	2,09	2,15	2,14	2,15	2,35
yen	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06
sterlina	4,06	4,90	4,86	5,00	5,03
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,13	4,08	4,21	4,60	4,30
Germania	4,19	3,92	3,55	3,70	4,00
Giappone	1,33	1,49	1,40	1,65	1,50
Italia	4,32	4,07	3,68	3,85	4,15
Gran Bretagna	4,78	4,76	4,49	4,70	4,80

- Il 2004 dovrebbe concludersi con una crescita del Pil tedesco dell'1,7%, secondo i dati preliminari dell'Istituto di Statistica nazionale. Depurando il dato dal maggior numero di giorni lavorativi rispetto al 2003, la crescita potrebbe essere ridimensionata all'1,1%. Dopo la recessione del 2003 (-0,1%) la Germania è stata principalmente trainata dalle esportazioni.
- In **Francia** la produzione industriale a novembre è cresciuta meno delle attese (+0,1% m/m e 2,1% a/a). La media dei tendenziali del periodo ottobre-novembre (1,7%) conferma il trend discendente iniziato nel III trimestre.
- L'economia dell'**area euro** si caratterizza, quindi, per una crescita che prosegue moderata in un contesto di stabilità dei prezzi. Riteniamo, pertanto, che la Bce manterrà invariati nei prossimi mesi i tassi, continuando a sostenere lo sviluppo con una politica monetaria espansiva.
- Negli **Stati Uniti** indicazioni preoccupanti continuano a provenire dai conti con l'estero. I dati di novembre hanno segnalato un ulteriore peggioramento del deficit commerciale. Il saldo negativo su base destagionalizzata è stato di 60,3 miliardi, da 56 di ottobre (rivisto al rialzo dal precedente 55,5). La causa va rinvenuta nel calo delle esportazioni (-2,3%) a fronte di un ulteriore incremento del valore delle importazioni (+1,3%). Il deficit complessivo relativo al periodo gennaio-novembre 2004 ha raggiunto i 561,3 miliardi di dollari, superando ampiamente il totale del 2003 (496,5) e registrando un incremento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente di circa il 24%.
- Il valore delle importazioni di prodotti petroliferi ha registrato un robusto aumento rispetto ad ottobre (+11,8%). L'incremento relativo ai beni di consumo (+1,1%) e ai generi alimentari (+3,4%), sebbene meno accentuato, risulta maggiormente significativo. L'evoluzione della spesa americana per queste categorie merceologiche non è influenzata dalle tensioni sui corsi energetici ed è quindi rappresentativa delle potenzialità della domanda interna.
- Analizzando la suddivisione per area geografica, limitatamente alla componente delle merci su base non destagionalizzata, si evidenzia come, nonostante il deprezzamento del dollaro, il deficit nei confronti dell'area euro sia passato dai 7,1 miliardi di ottobre ai 7,7 di novembre. Il peggior saldo bilaterale si conferma quello nei confronti della Cina, con un deficit complessivo pari a quasi il 25% del totale a fronte del 12% per l'area dell'euro.
- Negli Usa permangono positive le indicazioni sulla crescita economica. Le vendite al dettaglio sono aumentate a dicembre dell'1,2% m/m (8,7% a/a). Particolarmente significativo il dato del settore auto (+4,3% m/m); l'indice al netto di questo comparto ha registrato, infatti, un più modesto +0,3% m/m. Il dato di dicembre ha rafforzato ulteriormente la già robusta crescita del 2004 (7,6% annuo, da 5,3% del 2003). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale a dicembre è aumentata più delle attese (+0,8% m/m e +4,4% a/a). L'incremento medio per l'intero anno è stato pari al 4,1%.
- Sul fronte dell'inflazione americana, i prezzi alla produzione hanno chiuso l'anno con una contrazione dello 0,7% m/m (+4,1% a/a). Per l'intero 2004 la crescita è stata pari al 3,6%. Il dato di dicembre è stato influenzato dal favorevole andamento della componente energetica; l'indice *core* ha, infatti, segnato un +0,1% m/m e +2,2% a/a (+1,5% media annua). Anche i prezzi all'import a dicembre si sono ridotti dell'1,3% m/m (+6,9% a/a); l'indice esclusa la componente petrolifera è, invece, aumentato dello 0,5% m/m (+3,8% a/a) concludendo il 2004 con una crescita robusta (+2,6%).
- Negli Usa prosegue, quindi, sostenuta la crescita economica, sebbene i dati del Pil dell'ultimo trimestre potrebbero subire una limatura a causa del profondo deficit commerciale. In un contesto caratterizzato dal persistere di pressioni inflazionistiche ancora moderate, provenienti anche dall'esterno, continuiamo a ritenere che la Fed prosegua con gli aumenti graduali del tasso di riferimento già nella prossima riunione (FOMC) del 2 febbraio.
- Nel **Regno Unito** la Banca d'Inghilterra (Boe) ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 4,75%. Dopo il rallentamento registrato nel III trimestre (0,5% t/t e 3,1% a/a) i dati relativi agli ultimi mesi del 2004 non lasciano intravedere un'accelerazione dell'economia. La produzione industriale, nonostante l'incremento congiunturale di novembre (+0,2%), ha registrato nei primi due mesi del IV trimestre una variazione tendenziale media del -1,5% in peggioramento da luglio-settembre (-0,3% a/a). Anche le vendite al dettaglio, seppur positive a novembre (+0,6% m/m e +6,1% a/a), appaiono in rallentamento a ottobre-novembre con un +5,9% tendenziale che si confronta con il +6,6% del III trimestre. Sul fronte dei prezzi permane una situazione di sostanziale stabilità: la media relativa ai primi undici mesi dell'anno dell'indice armonizzato è pari all'1,3% mentre i prezzi delle case stanno conoscendo una fase di moderata decelerazione.



PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com (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	0,9	1,0	0,8	0,7	0,8
var.% trim su trim annualizzato				4,5	3,3	4,0	3,8	3,9	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

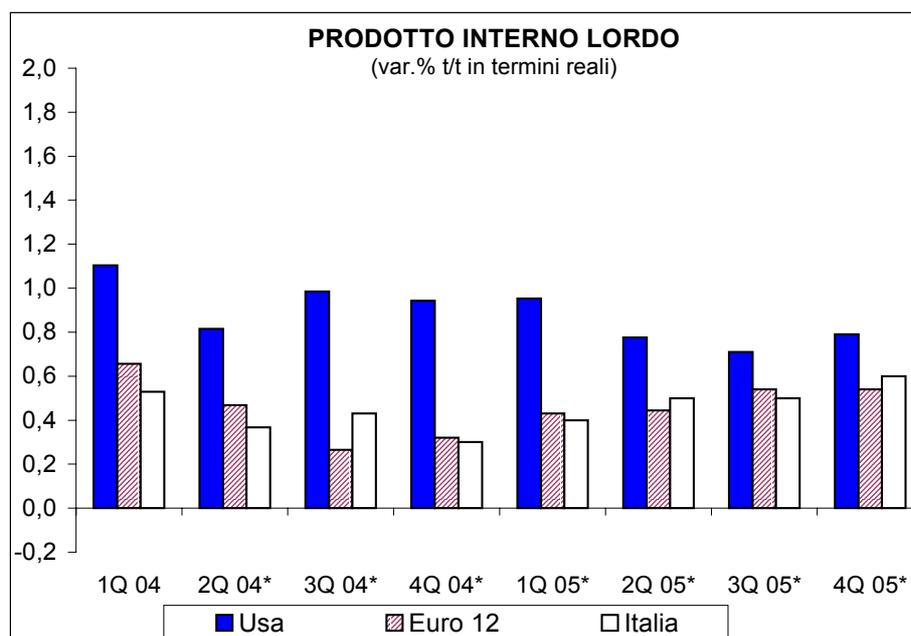
AREA EURO

	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				2,7	1,9	1,1	1,3	1,7	1,8	2,2	2,2
var.% anno su anno	0,5	1,7	1,7	1,4	2,1	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	2,0

ITALIA

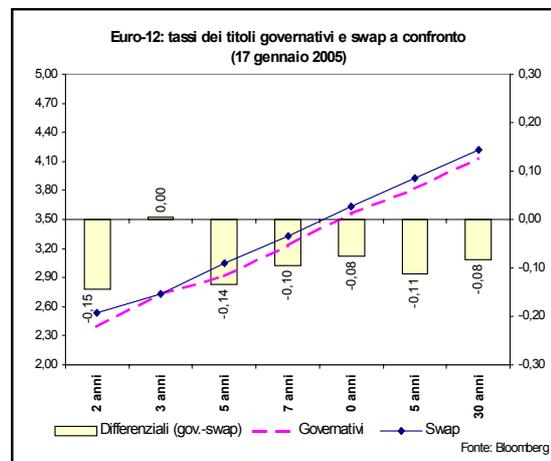
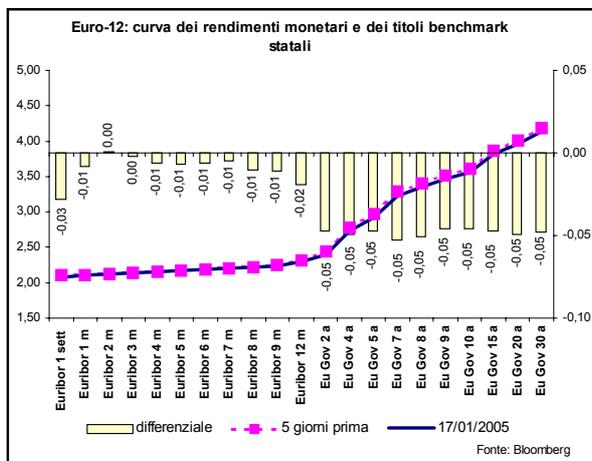
	2003	2004	2005	2004				2005			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				2,1	1,5	1,7	1,2	1,6	2,0	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,3	1,3	1,6	0,8	1,3	1,3	1,7	1,4	1,5	1,5	1,9

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



PANORAMA TASSI & EURO

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



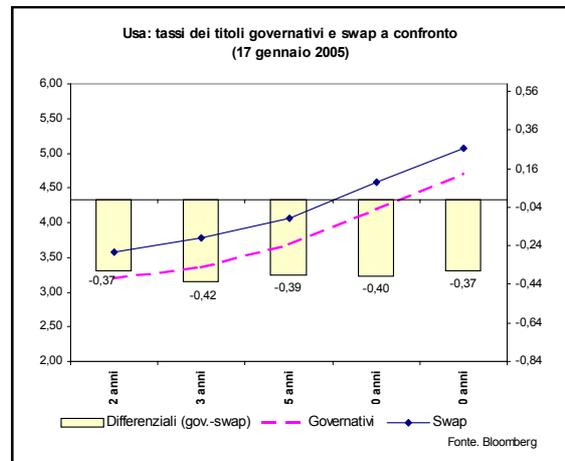
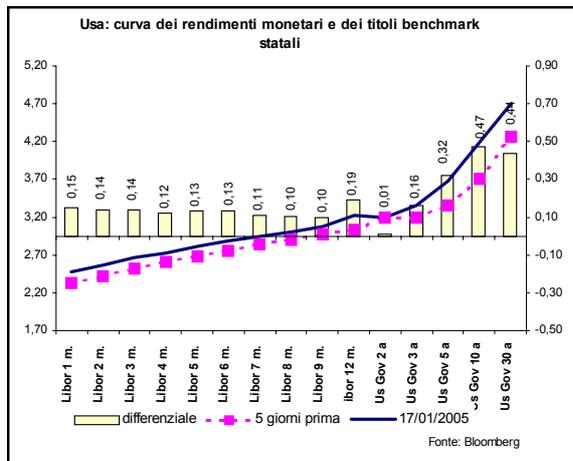
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	14/1/05	- 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	1,309	1,320	1,332	1,269	1,049	1,179	-0,8	-1,7	3,1	24,8
Canada	1,586	1,623	1,637	1,616	1,655	1,800	-2,3	-3,1	-1,9	-4,2	-11,9
Australia	1,724	1,730	1,749	1,632	1,856	1,910	-0,3	-1,4	5,6	-7,1	-9,7
Nuova Zelanda	1,873	1,881	1,867	1,861	1,998	2,223	-0,4	0,3	0,6	-6,2	-15,7
Giappone	134,3	138,1	139,7	134,7	124,4	133,7	-2,7	-3,9	-0,3	8,0	0,4
Argentina	3,848	3,865	3,947	3,643	3,531	1,180	-0,4	-2,5	5,6	9,0	226,2
Svizzera	1,549	1,549	1,537	1,560	1,452	1,617	0,0	0,8	-0,7	6,7	-4,2
Regno Unito	0,701	0,703	0,692	0,690	0,651	0,711	-0,3	1,3	1,5	7,7	-1,5
Svezia	9,048	9,030	8,957	9,176	9,153	9,470	0,2	1,0	-1,4	-1,1	-4,4
Danimarca	7,440	7,440	7,433	7,448	7,429	7,450	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1
Norvegia	8,175	8,221	8,200	8,567	7,276	8,855	-0,6	-0,3	-4,6	12,4	-7,7
Cipro	0,582	0,581	0,579	0,587	0,573	0,582	0,2	0,5	-0,8	1,5	-0,1
Repubblica Ceca	30,37	30,30	30,61	32,59	31,58	35,11	0,2	-0,8	-6,8	-3,8	-13,5
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	247,0	248,6	246,6	265,9	236,3	251,5	-0,6	0,2	-7,1	4,5	-1,8
Lettonia	0,696	0,697	0,688	0,673	0,614	0,667	-0,1	1,2	3,6	13,4	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,432	0,433	0,432	0,430	0,418	0,443	-0,1	0,1	0,5	3,4	-2,4
Slovacchia	38,58	38,61	38,79	40,62	41,50	42,99	-0,1	-0,5	-5,0	-7,0	-10,3
Slovenia	239,8	239,8	239,8	237,4	230,2	189,0	0,0	0,0	1,0	4,2	26,8
Polonia	4,0626	4,091	4,179	4,748	4,021	4,071	-0,7	-2,8	-14,4	1,0	-0,2
Russia	36,59	36,22	37,15	36,64	33,53	25,32	1,0	-1,5	-0,1	9,1	44,5
EURO	93,3	93,4	93,7	92,4	84,5	93,3	-0,1	-0,4	1,0	10,5	0,0
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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				
	14/1/05	- 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	1,217	1,233	1,237	1,291	1,572	1,598	1,3	1,6	6,0	29,1
Australia (*)	0,759	0,757	0,757	0,774	0,562	0,516	0,3	0,3	-2,0	35,2	47,2
Nuova Zelanda (*)	0,700	0,695	0,710	0,680	0,524	0,425	0,7	-1,4	2,9	33,4	64,5
Giappone	102,0	104,9	105,6	106,3	118,8	131,8	2,8	3,5	4,1	16,4	29,2
Corea del Sud	1.037	1.048	1.061	1.180	1.200	1.320	1,1	2,4	13,8	15,8	27,4
Filippine	55,75	56,18	56,29	55,49	53,60	51,60	0,8	1,0	-0,5	-3,9	-7,4
Indonesia	9.160	9.303	9.312	8.344	8.950	10.370	1,6	1,7	-8,9	-2,3	13,2
Singapore	1,639	1,648	1,650	1,694	1,734	1,849	0,5	0,6	3,3	5,8	12,8
Thailandia	38,73	39,17	39,49	38,99	43,11	44,05	1,1	2,0	0,7	11,3	13,8
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	43,60	43,81	44,03	45,43	47,97	48,27	0,5	1,0	4,2	10,0	10,7
Argentina	2,94	2,97	2,98	2,88	3,36	1,00	0,9	1,3	-2,1	14,3	-66,1
Brasile	2,70	2,71	2,77	2,81	3,54	2,30	0,4	2,4	4,1	31,1	-15,0
Cile	573,1	571,2	583,0	570,3	720,3	646,3	-0,3	1,7	-0,5	25,7	12,8
Colombia	2.357	2.381	2.378	2.739	2.867	2.297	1,0	0,9	16,2	21,7	-2,5
Messico	11,24	11,37	11,29	10,83	10,46	9,11	1,2	0,5	-3,6	-6,9	-18,9
Perù	3,26	3,27	3,27	3,46	3,50	3,44	0,4	0,2	5,9	7,4	5,5
Uruguay	25,29	25,44	26,61	29,47	27,20	14,75	0,6	5,2	16,5	7,6	-41,7
Venezuela	2.729	2.703	2.664	3.025	1.387	759	-1,0	-2,4	10,8	-49,2	-72,2
Israele	4,36	4,40	4,33	4,42	4,75	4,48	0,7	-0,8	1,3	8,8	2,7
Sud Africa	6,02	6,11	5,73	7,12	8,57	12,37	1,5	-4,8	18,3	42,4	105,6
Turchia	1,3528	1,3756	1,4152	1,3443	1,6437	1,4298	1,7	4,6	-0,6	21,5	5,7
Area dell'Euro (*)	1,309	1,320	1,332	1,269	1,049	0,904	-0,8	-1,7	3,1	24,8	44,9
Regno Unito (*)	1,870	1,871	1,927	1,832	1,610	1,439	0,0	-2,9	2,1	16,2	30,0
Svizzera	1,180	1,185	1,155	1,233	1,383	1,650	0,4	-2,1	4,5	17,2	39,9
Danimarca	5,68	5,69	5,59	5,89	7,08	8,28	0,2	-1,5	3,7	24,7	45,9
Norvegia	6,24	6,23	6,16	6,75	6,97	8,87	-0,3	-1,4	8,1	11,5	42,0
Svezia	6,92	6,91	6,75	7,26	8,69	10,28	-0,1	-2,5	4,8	25,6	48,5
Russia	27,87	27,75	28,12	28,88	31,78	30,14	-0,4	0,9	3,6	14,1	8,2
Polonia	3,11	3,13	3,14	3,74	3,81	3,96	0,8	1,0	20,4	22,6	27,3
Repubblica Ceca	23,19	22,97	22,98	25,67	30,14	35,27	-1,0	-0,9	10,7	30,0	52,1
Ungheria	188,6	190,3	185,1	209,9	224,9	272,9	0,9	-1,8	11,3	19,2	44,7
DOLLARO USA	90,3	91,4	90,8	93,8	110,5	122,0	-1,2	-0,6	-3,7	-18,3	-26,0

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 19 AL 21/1/2005)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 19	Stati Uniti: La Fed pubblica il Beige Book  Stati Uniti: discorso di Bernanke (Board della Fed) sull'economia internazionale Area Euro: discorso di Issing (capo economista della Bce) sulla politica monetaria  Giappone: riunione di politica monetaria di Boj e annuncio delle decisioni
Giovedì 20	Area Euro: Bollettino mensile della Bce Stati Uniti: intervento di Poole (Fed di St. Louis) sullo scenario economico Stati Uniti: intervento di Yellen (Fed di San Francisco) sullo scenario economico
Venerdì 21	Stati Uniti: intervento di Stern (Fed di Minneapolis) sull'economia Stati Uniti: intervento di Bies (Board della Fed) su economia e risparmio pensionistico Stati Uniti: intervento di Lacker (Presidente Fed Richmond) sullo scenario economico statunitense a Richmond

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Mercoledì 19	Regno Unito	Variazione disoccupati	dicembre	-3,4 (*1000)	-1 (*1000)
	Regno Unito	Tasso di disoccupazione	dicembre	2,7	2,7
	Regno Unito	Retribuzioni medie buoni inclusi (3mm/a)	novembre	4,1%	4,2%
	Regno Unito	Retribuzioni medie buoni esclusi (3mm/a)	novembre	4,4%	4,4%
Giovedì 20	Area Euro	Prezzi al consumo 	dicembre	-0,1% m/m; + 2,2% a/a	0,4% m/m; 2,3% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo core 	dicembre	0% m/m; 1,9% a/a	0,4% m/m; 1,9% a/a
	Italia	Ordini all'industria	novembre	0,4%(sa) m/m; -1,1%(nsa) a/a	-0,4%(sa)m/m; 2,5%(nsa)a/a
	Italia	Fatturato industriale	novembre	2,3%(sa)m/m	-1,1%(sa)m/m
	Italia	Bilancia commerciale verso Ue	novembre	125 mln	-500 mln
	Italia	Bilancia commerciale totale	novembre	664 mln	-437 mln
Venerdì 21	Francia	Spese per consumi 	dicembre	1,5% m/m; 6,5% a/a	-0,6% m/m; 5,2% a/a
	Regno Unito	Vendite al dettaglio 	dicembre	0,6% m/m; 6,1% a/a	0,3% m/m; 5,5% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Mercoledì 19	Stati Uniti	Prezzi al consumo 	dicembre	0,2% m/m; 3,5% a/a	0% m/m; 3,4% a/a
	Stati Uniti	Prezzi al consumo escl. alimentari e energia 	dicembre	0,2% m/m; 2,2% a/a	0,2% m/m; 2,3% a/a
		Nuovi cantieri residenziali	dicembre	1771 (*1000)	1900 (*1000)
Giovedì 20	Stati Uniti	Indice anticipatore	dicembre	0,2% m/m	0,2% m/m
	Stati Uniti	Indice Filadelfia Fed	gennaio	25,4	25
Venerdì 21	Stati Uniti	Indice di fiducia delle famiglie – Università del Michigan	gennaio	97,1	98
	Giappone	Indice industriale complessivo	novembre	-0,4%	+0,3%
	Giappone	Indice del settore terziario	novembre	-0,1%	0,0%

