

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto, 119  
00187 Roma

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

Le opinioni espresse  
non impegnano la  
responsabilità  
della Banca

# focus

## settimanale del Servizio Studi BNL

39  
2005

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



Source: DATASTREAM

- Da oltre due mesi le quotazioni del petrolio risultano in calo. Difficile è però stabilire se si tratti di una vera inversione di rotta. La domanda di greggio e di prodotti raffinati rimarrà vivace, mentre la dinamica dell'offerta continuerà a risentire del confronto strategico tra membri dell'OPEC e produttori esterni al cartello.
- Quando la qualità paga: le indicazioni di ripresa per le macchine utensili e robot italiani sui mercati esteri.

## Il petrolio ha invertito la corsa?

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

- **Le quotazioni del petrolio sui mercati internazionali sono in discesa da oltre due mesi. Rispetto ai picchi di fine estate, i prezzi della qualità Brent registrano una flessione di circa il 25% e si sono riportati ai livelli di giugno, antecedenti la forte e rapida fiammata seguita all'uragano Katrina che nell'arco di due settimane aveva portato i corsi a sfiorare i 70 dollari al barile.**
- **La politica dell'Opec per il 2006 dovrebbe essere volta a evitare bruschi innalzamenti dei livelli delle quotazioni, come in realtà avviene da inizio autunno, dopo il lancio di un'ulteriore offerta di 2 milioni di barili al giorno. Potrebbe anche consolidarsi l'ipotesi della creazione di una banda ideale di oscillazione compresa tra i 45 e i 55 dollari per barile, lontani dai 62 dollari (paniere OPEC) del record toccato a inizio settembre.**

Da oltre un mese, le quotazioni del petrolio si sono portate sensibilmente sotto la soglia dei 60 dollari per barile. Il picco toccato all'inizio di settembre, sotto la spinta dell'uragano Katrina, con il Brent prossimo ai 68 e il WTI ai 70 dollari per barile, sembra lontano. Da allora, la flessione dei corsi relativi alla qualità Brent è stata pari a circa il 25%. Le quotazioni si sono riportate ai livelli di giugno, pur restando ancora sui massimi registrati nel 2004.

La domanda che ora si pone è la seguente: il calo sarà solo temporaneo o la fascia che si è andata delineando di 50/60 dollari per barile potrà costituire un alveo naturale atto a contenere nei prossimi mesi il fiume del petrolio? Poco più di un anno fa preoccupava il fatto che i prezzi del greggio fossero saliti proprio oltre i 50 dollari. L'anno prima la parola "rincarare" era riferita alla soglia dei 30 dollari. E' pur vero che quando, nel recente passato, le quotazioni del petrolio hanno toccato prima i 50 e poi i 60 e i 70 dollari, si è subito detto che comunque quei corsi, calcolati a prezzi costanti, erano inferiori a quelli di fine anni '70, quando il greggio costava 40 dollari ed era pari agli 80 odierni. Tutto ciò pone un dilemma di prospettiva: occorre focalizzarsi sul fatto che un quarto di secolo fa il petrolio aveva raggiunto picchi - ma erano solo picchi! - superiori a quelli di oggi, ovvero sul fatto che le quotazioni registrano una crescita quasi ininterrotta dall'inizio del decennio? che nell'ultimo triennio sono più che raddoppiati? che potrebbero ancora raddoppiare nell'arco di pochi anni? Non dimentichiamo che solo qualche mese fa uno studio di Goldman Sachs poneva il rischio di una spirale di rincari fino alla soglia fatidica dei 100 dollari e che solo a fine ottobre l'Agenzia Internazionale dell'Energia parlava di possibili nuove tensioni verso la fine dell'anno se l'inverno fosse stato più freddo del normale.



I rischi di nuovi rincari appaiono legati ai seguenti fattori: l'incessante aumento della domanda, ai massimi da 30 anni; l'offerta che fatica a star dietro alle nuove richieste; il collo di bottiglia della raffinazione per mancanza di investimenti; rischi geo-politici o di catastrofi naturali. Oggi, la domanda globale è pari a circa 84 milioni di barili al giorno; nel 2006 arriverà almeno a 85. L'offerta potrà essere pari a circa 88 mbg, di cui il 40% proveniente dall'OPEC. La capacità produttiva inutilizzata del Cartello è in lieve recupero (pur se inferiore a tre milioni di barili), ma in presenza di forti elementi di incertezza. Nonostante l'OPEC sia recentemente riuscito ad aumentare il proprio potenziale grazie soprattutto all'Arabia Saudita, restano dubbi circa la possibilità per i sauditi di proseguire su questo trend oltre il 2006. L'equilibrio tra domanda e offerta, almeno nel breve periodo, appare garantito, anche se nel medio-lungo saranno indispensabili nuovi investimenti.

D'altro canto, esistono altrettanti validi motivi per supporre che, sempre nel breve periodo, le quotazioni del greggio possano assestarsi intorno a quota 50, proseguendo ancora per un po' il trend iniziato dopo gli uragani di settembre, favorite dall'aumento delle scorte negli Stati Uniti, dove peraltro le temperature sono ancora miti e le raffinerie non hanno ripreso del tutto il normale ritmo produttivo. Un ridotto appetito per il greggio potrebbe inoltre essere giustificato dall'elevato costo dei noli. L'OPEC, da parte sua, potrebbe avere come obiettivo quello di stabilizzare le quotazioni all'interno di una fascia compresa tra i 45 e i 55 dollari, pur non avendo attualmente indicato questo come intervallo ufficiale. Tale obiettivo rifletterebbe, da un lato, la necessità di mantenere un prezzo non troppo elevato al fine di limitare le "velleità" di produttori concorrenti ad attivare nuovi giacimenti, dall'altro, quello di non far abbattere troppo il prezzo così da non compromettere le entrate in presenza di un dollaro ancora relativamente debole rispetto alla valuta europea. In definitiva, il 2005 dovrebbe vedere le quotazioni del greggio salire mediamente del 45% rispetto a quelle registrate nel 2004, quando il prezzo medio era stato per la qualità Brent di circa 38 dollari al barile. Nel 2006, potremmo assistere ad una minore volatilità dei corsi del greggio, che potrebbero assestarsi, in media d'anno, intorno alla fascia di 50/60 dollari al barile, con una variazione quindi contenuta rispetto ai livelli del 2005.

## Macchine utensili e robot in ripresa sui mercati esteri

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

- **La produzione di macchine utensili e robot è prevista in decisa ripresa nell'anno in corso grazie al positivo apporto dei mercati esteri, soprattutto quelli emergenti.**
- **Il punto debole di questo comparto resta quello della dimensione aziendale, fattore cruciale per disporre dei mezzi finanziari utili negli investimenti in ricerca e per l'introduzione di nuove tecnologie che proteggono dalle imitazioni dei nuovi competitors.**

In un contesto di prolungato rallentamento della produzione industriale, la meccanica strumentale è tra i pochi settori a mostrare spunti di ripresa, particolarmente nel comparto delle macchine utensili, robotica e automazione, il cui indice degli ordinativi, dopo qualche difficoltà nei primi mesi sembra essersi avviato su un cammino di deciso recupero. Nei primi nove mesi dell'anno, l'indice complessivo degli ordini ha registrato una crescita dell'1,5% determinata dal divergente andamento tra mercato interno (-5,6%) ed estero (+8,1%). I dati evidenziano pertanto un dinamismo legato non tanto al mercato domestico che continua a inviare segnali di stagnazione, quanto ai mercati esteri e non solo quelli più vicini che lentamente stanno riprendendo gli investimenti, ma soprattutto a quelli emergenti.

Secondo le rilevazioni Istat, nei primi sette mesi dell'anno, l'aumento tendenziale delle esportazioni è stato del 15,5%. In crescita quasi tutti i mercati di sbocco più importanti: Germania +23%, Francia +14,7%, Stati Uniti +22,6%. Il mercato cinese è risultato stabile, con uno +0,3%, mentre sul mercato spagnolo e inglese si sono registrati segnali di difficoltà, con cali, rispettivamente, del 3,5% e del 16,3%. Le vendite nei mercati emergenti sono risultate in forte crescita: Turchia (+76,5%), Russia (+8,9%), Messico (+206,7%), Brasile (+95%) e India (+119,6%).

Nonostante la debole performance, la Cina resta il mercato più promettente: la domanda di macchine utensili in questo paese è prevista raddoppiare nei prossimi cinque anni, trainata soprattutto dalla recente espansione dell'industria automobilistica e dal settore dell'energia (la costruzione di nuove centrali elettriche necessiterà di turbine). Con oltre il 10% del consumo mondiale, la Repubblica Popolare è uno dei principali consumatori di macchine utensili: è il terzo importatore mondiale dopo Stati Uniti e Germania e il consumo interno viene soddisfatto per oltre il 50% dalle importazioni. Sul fronte della concorrenza, inoltre la Cina sembra essere meno preoccupante di quanto si sia sinora rivelata per altri settori del *made in Italy*. Si sta infatti osservando un crescente ritorno al marchio italiano da parte di clienti stranieri delusi dalla qualità non sempre eccellente delle produzioni asiatiche, la cui competitività si è sensibilmente ridotta anche sul fronte dei prezzi costretti a incorporare i rincari delle materie prime (leghe di ferro, di rame) riducendo il divario con i prodotti italiani.

INDUSTRIA MACCHINE UTENSILI, ROBOT E AUTOMAZIONE			
(var% annue)			
	2003	2004	2005*
Produzione	-8,0	2,5	3,4
Export	-5,1	12,2	8,3
Import	-28,8	6,3	4,5
Consumo	-17	-2,0	0,5
Saldo commerciale	50	18,8	12,1

\* previsioni Fonte: UCIMU

Le aziende di apparecchi meccanici non trascurano neanche mercati più piccoli come Serbia e Montenegro, dove la necessità di sviluppare infrastrutture e logistica sta offrendo notevoli opportunità di investimento alle imprese italiane di vari comparti del manifatturiero particolarmente quello meccanico.

Segnali di dinamismo sono provenuti anche dal comparto più tecnologicamente avanzato delle macchine utensili, quello della robotica. Le aziende hanno ripreso a investire e a utilizzare robot per migliorare la qualità dei loro prodotti, riportando in positivo tutti gli indicatori: la produzione è cresciuta del 13%, invertendo un triennio di risultati negativi, grazie all'apporto delle vendite sul mercato interno (+14%) e delle esportazioni (+9,5%). Il consumo dei robot e dei bracci meccanici in Italia è stato di 445 milioni di euro. Per tipo di impiego, i settori più importanti in valore sono stati quello delle manipolazioni per lavorazioni meccaniche e quello della saldatura. I buoni risultati del 2004 classificano l'Italia come quarto consumatore mondiale di robot, davanti alla Corea del Sud, alle spalle di Usa, Germania e Giappone.

I soddisfacenti risultati raccolti all'estero mostrano la capacità dei costruttori di mantenere e, in alcuni casi, di migliorare le quote di mercato conquistate nel corso degli anni che hanno condotto il settore a raggiungere primati di produzione ed export a livello mondiale. Il punto debole di questo comparto resta quello della dimensione aziendale, fattore cruciale per disporre dei mezzi finanziari utili per investire in ricerca e quindi per l'introduzione di nuove tecnologie che proteggono dalle imitazioni dei paesi emergenti. Il maggior apporto a produzione e esportazioni viene fornito in questo settore dalle imprese più strutturate: quelle con più di 100 dipendenti, che rappresentano soltanto il 21% delle unità operanti in Italia, hanno prodotto il 68% ed esportato il 76% del totale. Analogamente, le imprese che hanno fatturato più di 25 milioni (il 10,5% del numero complessivo) hanno realizzato il 54% della produzione e coperto il 61% delle esportazioni italiane di macchine utensili. La dimensione media delle aziende italiane è inferiore a quella dei principali *competitors* esteri tanto in termini di fatturato (22,3 milioni di euro contro gli oltre 100 della Germania e della Svizzera) quanto in numero di dipendenti (72, contro i 145 delle imprese tedesche e i 181 delle svizzere).

Nel comparto della robotica, anch'esso caratterizzato da una limitata dimensione aziendale, emerge invece una tendenza alla crescita dimensionale delle aziende sostenuta dalla crescente domanda di servizi che favorisce fusioni, accordi e altre aggregazioni. Nel 2004 si è assistito a una ristrutturazione del settore della robotica verso dimensioni medio-grandi, con il peso delle piccole imprese che è sceso dal 42,9% al 27,8%, a favore di una crescita delle medie imprese e soprattutto di quelle di maggiori dimensioni, passate dal 35,7% del totale al 44,4%. La limitata dimensione aziendale italiana ha tuttavia i suoi vantaggi, quelli che consentono ai costruttori di mettere in campo grandi doti di flessibilità e di velocità e di conquistare quote di mercato sottraendole a tedeschi e svizzeri.

Le previsioni per il 2005, relativamente all'intero settore macchine utensili e robot, sono per una ulteriore crescita della produzione, intorno al 3,4% sempre con il sostegno delle esportazioni che potrebbero segnare un aumento medio annuo superiore all'8%. Il mercato interno continuerà a risentire della difficile situazione congiunturale dei settori clienti tradizionali, le cui decisioni di investimento sono frenate dalle difficoltà che incontrano sui mercati esteri e dai processi di internazionalizzazione. Lo spostamento di parte della produzione o la creazione di stabilimenti produttivi in paesi emergenti effettuato da molte aziende del sistema Moda e Casa sta dando luogo alla nascita di nuove reti di subfornitura che penalizzano un numero crescente di piccoli produttori di macchine utensili, risparmiando i grandi operatori in grado di seguire con successo i propri clienti nei nuovi mercati.

## **Famiglie olandesi: tra reddito, debiti e patrimonio un delicato equilibrio**

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

- **Alla debole crescita economica dei Paesi Bassi degli ultimi anni ha contribuito il rallentamento dei consumi privati per i quali per l'anno in corso e per il prossimo si prevedono andamenti negativi.**
- **Tra le famiglie dei paesi industrializzati, quelle olandesi sono le più indebitate, con un rapporto tra passività e reddito disponibile pari al 225%. Oltre il 90% dei debiti è costituito da finanziamenti per acquistare le abitazioni, sempre più costose.**
- **Gli investimenti finanziari delle famiglie sono indirizzati prevalentemente verso le attività liquide. Negli ultimi cinque anni, a causa delle difficoltà dei mercati azionari, l'allocazione in obbligazioni e contratti assicurativi è stata preferita a quella in fondi comuni e titoli di borsa.**

La fase di debolezza del ciclo economico dei Paesi Bassi, culminata nel 2003 con una crescita negativa (-0,1%), è stata corretta nel 2004 (+1,7%) ma le previsioni di sviluppo per l'immediato futuro rimangono ancora piuttosto moderate (0,5% per il 2005). La relativa maggiore dipendenza del paese dal commercio internazionale, specialmente verso gli Stati Uniti, l'andamento del cambio euro-dollaro (forte rafforzamento nel 2004, indebolimento nell'anno in corso) sono fattori che spiegano una parte rilevante di questa fase ciclica. La domanda interna è aumentata grazie al contributo positivo degli investimenti, mentre i consumi privati sono rimasti deboli nel 2004 e addirittura in flessione nel 2005, con indicazioni di crescita fortemente negativa anche per il prossimo anno (-3%). Tale dato, tuttavia, risulta distorto dagli effetti della riforma del sistema sanitario che comporterà l'attribuzione a consumi pubblici (in crescita tendenziale prevista al 9%) di una spesa in precedenza privata. Dall'inizio del millennio, comunque, i consumi privati degli olandesi hanno risentito di un contesto poco favorevole: il reddito disponibile è, infatti, diminuito (-1% nel 2004 in termini reali) a causa della crescente disoccupazione, dell'aumento solo moderato dei salari monetari e della diminuzione dei redditi non da lavoro.

Ciononostante, le famiglie olandesi hanno il ratio debiti/reddito disponibile più elevato delle economie industrializzate (225% nel 2004), con una accelerazione che non trova eguali nel confronto internazionale (nel 1996 era pari al 130%). L'innalzamento è stato determinato soprattutto dal boom del mercato immobiliare iniziato a metà degli anni Novanta che ha portato a un aumento del valore delle abitazioni rispetto al Pil dal 123% del 1997 al 214% del 2003. Nel tempo, infatti, vincoli alla costruzione di nuovi edifici, soprattutto nelle aree agricole, e complessi adempimenti amministrativi hanno reso l'offerta piuttosto rigida con inevitabili ricadute sui prezzi degli immobili.

Proprio considerando il peso rilevante della proprietà immobiliare sulla ricchezza complessiva delle famiglie, l'indagine condotta periodicamente della banca centrale olandese analizza la situazione finanziaria dei nuclei familiari distinguendo a seconda che questi risultino o meno proprietari di abitazione.

Per le famiglie proprietarie l'investimento nell'abitazione costituisce mediamente il 76% della ricchezza complessiva e arriva all'86% per quelle con redditi più bassi, mentre scende al 72% per le classi di reddito più elevate. Grazie al crescente costo delle abitazioni e al trend discendente dei tassi di interesse sui finanziamenti è aumentato il ricorso delle famiglie olandesi ai mutui ipotecari, tanto che nel 2004 il peso di questa tipologia di prestito ha superato il 92% delle passività totali. Inoltre, sono aumentate le operazioni di rifinanziamento per ottenere liquidità specialmente per le classi di reddito più elevate che risultano le più attive sia per numero di operazioni che per importi finanziati; per questa categoria l'ammontare medio ricevuto è pari a €49mila mentre risulta di €27.500 per le classi di reddito più basse.

Molto diversa risulta essere, invece, la situazione finanziaria di coloro che non sono proprietari di immobili; per questi ultimi, che contraggono debiti prevalentemente per credito al consumo e prestiti di studio, l'incidenza delle passività sulle attività detenute è solo del 15%.

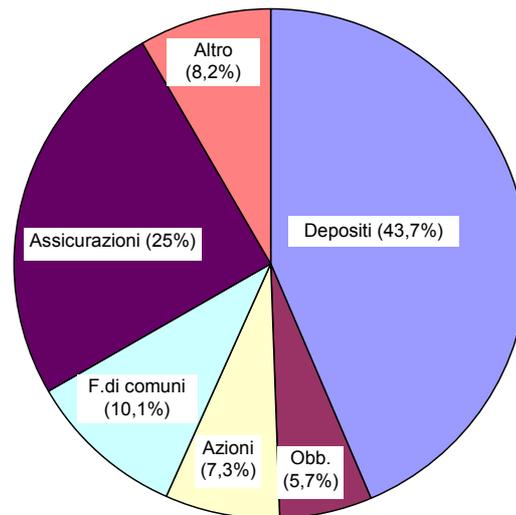
In generale, nell'arco dell'ultimo decennio, l'indebitamento complessivo rispetto al totale delle attività è sceso dal 36% al 27%, valore che, per le classi di reddito più basse scende al

25% ad indicare sia una maggiore cautela a contrarre debiti da parte di questa categoria sia una valutazione prudentiale del loro merito di credito da parte degli istituti finanziari.

La situazione patrimoniale delle famiglie olandesi rimane comunque positiva, e la porzione di famiglie con debiti superiori alla metà delle attività detenute è scesa dal 30% della metà degli anni Novanta all'attuale 25%. I rischi sembrano essere limitati a quei nuclei che hanno contratto debiti solo di recente per acquistare la casa di proprietà per la prima volta sostenendo l'onere di quotazioni immobiliari in forte ascesa. Attualmente, infatti, il 5% dei proprietari ha un mutuo pari al 100% del valore della casa e, in caso di una caduta del 20% dei prezzi delle abitazioni, la percentuale di famiglie che si troverebbe ad avere un debito maggiore del valore dell'immobile acquistato salirebbe al di sopra del 13%. A ciò si aggiunge che entro un paio di anni per circa un terzo dei mutui in essere scadrà il periodo di applicazione del tasso fisso, circostanza che potrebbe costituire un ulteriore elemento di rischio nel caso di un eventuale rialzo dei tassi di interesse.

Relativamente alla composizione del portafoglio finanziario delle famiglie olandesi, nel 2004 emerge come una elevata quota sia destinata ad attività liquide (43,7%) scelta che conferma la quota degli anni precedenti. Da inizio millennio l'allocazione di ricchezza in fondi comuni (10,1%) e titoli azionari (7,3%) si è, invece, progressivamente ridotta a favore di investimenti in strumenti assicurativi (25%) e in titoli obbligazionari (5,7%).

**PAESI BASSI: COMPOSIZIONE % DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE  
2004**



Fonte: Banca centrale olandese

## Le previsioni su tassi e cambi

A. De Romanis 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com)

- **La Commissione europea prevede un consolidamento della ripresa economica su livelli modesti.**
- **Proseguimento della fase di ripresa, proiezioni dei corsi petroliferi che rimangono elevati e leggi finanziarie per il 2006 alle prese con la correzione dei conti pubblici rendono la Banca centrale europea più preoccupata sull'evoluzione dei prezzi e delle aspettative inflazionistiche.**
- **In Giappone, la prospettiva di un'uscita dalla deflazione porta la Banca centrale a preparare il terreno per una graduale rimozione dello stimolo monetario.**

Le previsioni di autunno della Commissione europea proiettano un consolidamento della ripresa tra il 2005-2007, anche se il ritmo di sviluppo viene rivisto al ribasso rispetto alle proiezioni pubblicate in primavera. Per contro, la dinamica dei prezzi al consumo subisce un ritocco all'insù tra le previsioni di primavera e quelle autunnali, prevalentemente a causa delle spinte superiori alle attese impresse dai corsi energetici nel corso del 2005. Le previsioni sui prezzi del Brent sono più elevate di quanto ipotizzato in primavera. L'andamento delle quotazioni petrolifere rimane uno dei principali fattori di rischio che pesa sullo scenario della Commissione europea.

Previsioni della Commissione europea per l'area dell'euro				
		2005	2006	2007
<b>Autunno 2005</b>				
Pil	Var.a/a	1,3	1,9	2,1
Prezzi al consumo armonizzati	Var.a/a	2,3	2,2	1,8
Brent	\$ al barile	55	61,4	60,3
<b>Primavera 2005</b>				
Pil	Var.a/a	1,6	2,1	na
Prezzi al consumo armonizzati	Var.a/a	1,9	1,5	na
Brent	\$ al barile	50,9	48	na

I dati preliminari sull'andamento del Pil europeo nel III trimestre, migliori delle attese, hanno avvalorato l'ipotesi di un consolidamento della ripresa che rimane comunque debole e nettamente inferiore alla crescita potenziale dell'area dell'euro. L'andamento delle componenti del Pil europeo, che verrà comunicato a fine novembre, sarà particolarmente utile per giudicare la qualità della ripresa in atto. I dati sul Pil francese nel III trimestre, divulgati dall'Istituto nazionale di statistica (Insee), hanno mostrato un'accelerazione dell'incremento congiunturale allo 0,7%, dopo aver archiviato un aumento pressoché nullo (0,1%) tra aprile-giugno, e una variazione tendenziale dell'1,8%. Il miglioramento della crescita francese è abbastanza diffuso tra le diverse componenti ed è trainato da consumi ed esportazioni che rappresentano i fattori più vivaci, ma anche gli investimenti hanno mostrato un maggiore dinamismo rispetto ad aprile-giugno.

Contestualmente al consolidamento delle attese di ripresa, la Banca centrale europea è divenuta più attenta ai potenziali sviluppi inflazionistici. Nella testimonianza di fronte al Parlamento europeo, il presidente della Bce Jean Claude Trichet ha evidenziato un crescente disagio di fronte a un profilo inflazionistico che da mesi eccede l'obiettivo. Tra le cause alla base di questo andamento dei prezzi bisogna distinguere i motivi temporanei, da quelli di breve periodo e dai fattori permanenti. In particolare, sottolinea Trichet, i mercati si aspettano che i corsi petroliferi rimangano in prospettiva su livelli storicamente elevati, suggerendo che il loro impatto sull'inflazione si sia ormai trasformato in un fattore di pressione permanente. A questo elemento di rischio vanno sommate attese di ulteriori aumenti dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta, l'accelerazione dell'incremento della massa monetaria, la rapida crescita del credito e in particolare dei prestiti ipotecari. Ad aggravare il quadro disegnato dai banchieri centrali vi è la constatazione che le leggi

finanziarie del 2006 non presentano alcun significativo passo in avanti nel consolidamento dei conti pubblici europei.

Dopo due anni e mezzo di tassi mantenuti a livelli storicamente bassi, Trichet segnala che il Consiglio direttivo è motivato a reagire contro la formazione di eccessive aspettative inflazionistiche, suscitando le perplessità di alcuni economisti, ad esempio, dell'Ocse.

La **Banca centrale giapponese** segnala con insistenza la possibilità di avviare un graduale ritiro dello stimolo monetario, anche se il Comitato non ha apportato alcuna modifica alla propria strategia alla riunione del 16-17 novembre. L'esecutivo nipponico non ha nascosto preoccupazioni sulla tenuta della crescita economica dato che anche la politica fiscale potrebbe diventare meno espansiva nel 2006. Tra gli obiettivi del governo vi è, infatti, il contenimento del deficit di bilancio agendo prevalentemente sulla riduzione della spesa pubblica, mentre dal lato delle entrate si pensa a gradualmente aumenti delle imposte sul reddito. Il governo vuole anche limitare le emissioni nette di titoli governativi intorno ai 30 trilioni di yen nel prossimo anno fiscale imponendo un limite quantitativo che, insieme ad un'eventuale inversione di rotta dei tassi a breve, potrebbe indurre un aumento più rapido delle attese dei rendimenti a lungo termine e della spesa per interessi sul debito pubblico. Il governatore, Toshihiko Fukui, ha precisato che la politica monetaria potrebbe subire variazioni nel corso del prossimo anno se l'indice dei prezzi di riferimento tornasse a salire stabilmente e se la banca centrale fosse convinta della sostenibilità della ripresa economica. L'inversione della politica monetaria sarà graduale e riguarderà in una prima fase l'obiettivo quantitativo, per passare solo successivamente a un aumento dei tassi monetari (attualmente a livello 0) destinati a rimanere a lungo contenuti. Lo scenario macroeconomico di Boj suppone una tenuta della crescita che dovrebbe favorire la fine della deflazione: il tasso di variazione annuo dell'indice dei prezzi esclusi alimentari freschi dovrebbe divenire positivo verso la fine dell'anno fiscale in corso per poi posizionarsi nell'intervallo +0,4/+0,6% nel 2006.

Il ritmo di sviluppo si è confermato sostenuto negli **Stati Uniti**. La produzione industriale in ottobre ha registrato un aumento dello 0,9% congiunturale e dell'1,9% su base annua, che evidenzia una leggera decelerazione rispetto alla dinamica del III trimestre (+2,6% tendenziale). Analoga indicazione proviene dai dati relativi ai primi dieci mesi dell'anno: tra gennaio-ottobre 2005 la produzione è avanzata di poco più del 3% su base annua e si confronta con il 4,1% realizzato nello stesso periodo del 2004. In presenza di una solida crescita economica e in assenza di forti tensioni inflazionistiche di natura interna, la Fed dovrebbe proseguire il moderato aumento dei tassi già nella prossima riunione di dicembre.

	dati storici		22/11/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	108,8	111,2	118,9	113,0	107,7
dollaro-euro	1,249	1,226	1,173	1,200	1,270
yen-euro	135,9	136,3	139,6	135,6	136,8
sterlina-euro	0,691	0,678	0,683	0,687	0,695
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,08	3,91	4,36	4,55	4,60
euro	2,15	2,14	2,44	2,45	2,85
yen	0,05	0,06	0,06	0,09	0,25
sterlina	4,90	4,60	4,59	4,55	4,53
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,08	4,18	4,46	4,65	4,70
Germania	3,92	3,09	3,49	3,49	3,65
Giappone	1,49	1,34	1,49	1,70	1,81
Italia	4,07	3,29	3,68	3,69	3,85
Gran Bretagna	4,76	4,02	4,21	4,51	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	0,9	0,9	0,8	0,6	0,4	0,5
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	3,8	3,7	3,2	2,4	1,8	2,2
var.% anno su anno	4,2	3,6	3,0	3,6	3,6	3,6	3,7	3,5	3,3	2,8	2,4

#### AREA EURO

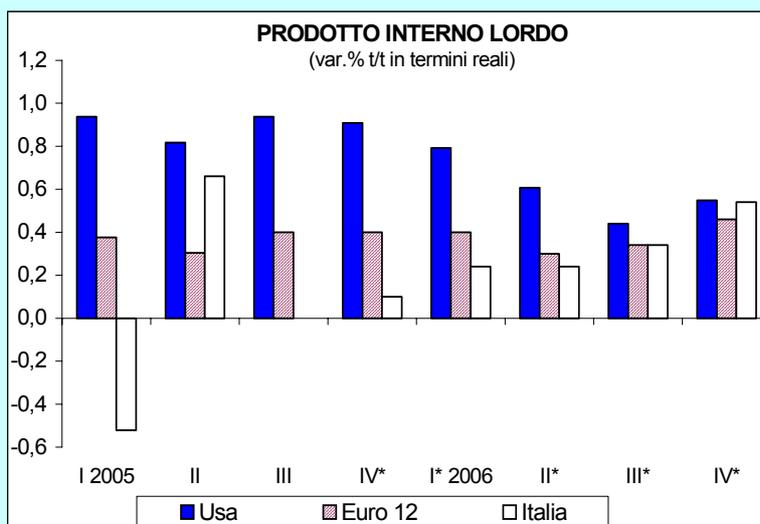
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,2	1,6	1,6	1,6	1,2	1,4	1,9
var.% anno su anno	1,8	1,3	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5

#### ITALIA

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

\* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.601
Italia	1.351



## Le previsioni sui prezzi

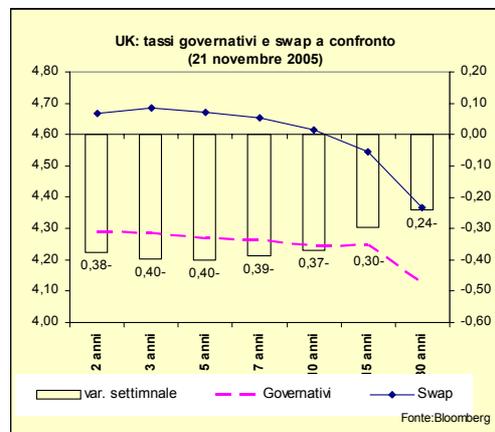
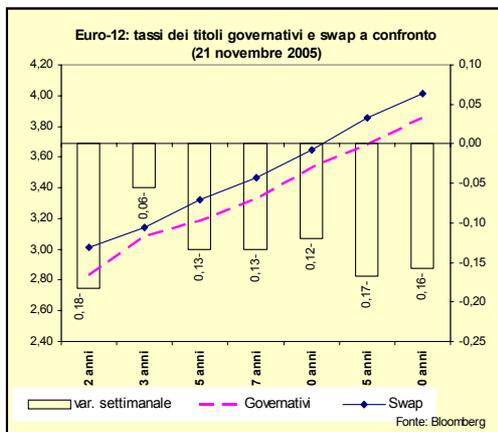
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,5	119,1	119,4	119,3	119,6	118,2
2006	118,9	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121	121,4	121,4	121,8	120,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,5	0,3	-0,1	0,3	0,2
2006	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,5	2,3	2,2
2006	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,6	1,7	1,8	1,8	2,0
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,8	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,4	110,3	110,6	110,6	110,4	110,2	110,8	111,5	111,7	112,0	110,3
2006	111,1	110,9	111,9	112,9	113,2	113,3	113,2	112,9	113,5	113,8	114,0	114,4	112,9
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,5	0,6	0,2	0,3	0,2
2006	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,6	2,6	2,5	2,3
2006	2,7	2,6	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,4
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,3	127,2
2006	128,4	128,8	129,2	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2
2006	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,1	2,0
2006	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Panorama Tassi & Euro

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



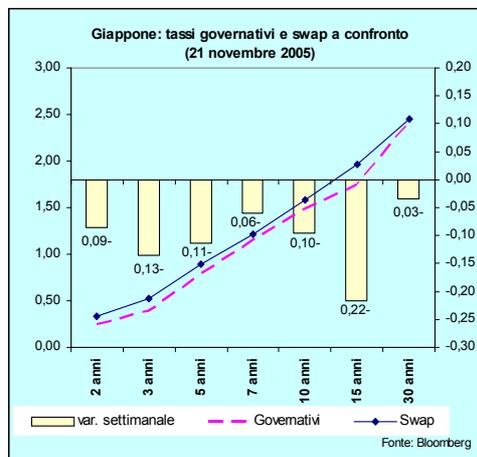
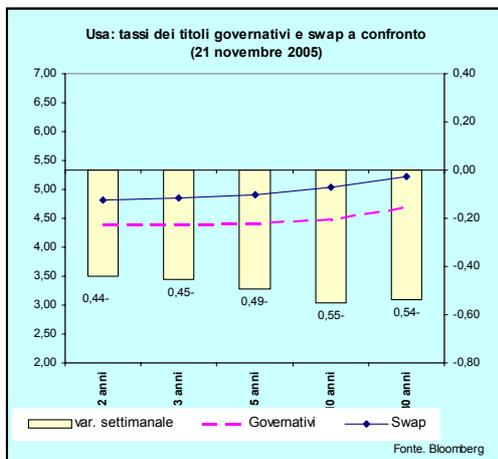
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	18/11/05	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,168	1,170	1,194	1,302	1,263	1,179	-0,2	-2,2	-10,3	-7,5	-0,9
Canada	1,389	1,394	1,417	1,565	1,623	1,800	-0,3	-1,9	-11,2	-14,4	-22,8
Australia	1,597	1,599	1,600	1,669	1,680	1,910	-0,1	-0,2	-4,3	-5,0	-16,4
Nuova Zelanda	1,703	1,704	1,717	1,837	1,924	2,223	-0,1	-0,8	-7,3	-11,5	-23,4
Giappone	139,3	138,1	138,3	135,5	135,1	133,7	0,8	0,7	2,8	3,1	4,1
Argentina	3,446	3,476	3,539	3,814	3,699	1,180	-0,9	-2,6	-9,6	-6,8	192,1
Swizzera	1,547	1,538	1,556	1,517	1,558	1,617	0,6	-0,6	2,0	-0,7	-4,3
Regno Unito	0,682	0,673	0,684	0,703	0,705	0,711	1,2	-0,4	-3,0	-3,3	-4,2
Svezia	9,568	9,589	9,471	8,965	9,080	9,470	-0,2	1,0	6,7	5,4	1,0
Danimarca	7,456	7,458	7,463	7,431	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,3	0,2	0,1
Norvegia	7,882	7,745	7,821	8,127	8,414	8,855	1,8	0,8	-3,0	-6,3	-11,0
Cipro	0,573	0,573	0,573	0,578	0,586	0,582	0,0	0,1	-0,8	-2,2	-1,5
Repubblica Ceca	29,35	29,23	29,76	31,27	32,41	35,11	0,4	-1,4	-6,1	-9,5	-16,4
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	252,6	251,1	252,4	245,9	262,5	251,5	0,6	0,1	2,7	-3,8	0,5
Lettonia	0,696	0,697	0,696	0,681	0,673	0,667	-0,1	0,0	2,2	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,433	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,7	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,68	38,93	38,92	39,41	41,17	42,99	-0,6	-0,6	-1,8	-6,0	-10,0
Slovenia	239,5	239,5	239,5	239,8	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7
Polonia	3,9734	4,028	3,885	4,254	4,702	4,071	-1,4	2,3	-6,6	-15,5	-2,4
Russia	33,77	33,79	34,18	37,08	36,89	25,32	-0,1	-1,2	-8,9	-8,5	33,4
EURO	90,5	89,8	90,7	92,9	92,8	93,3	0,8	-0,3	-2,6	-2,5	-3,0

*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				
	18/11/05	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,189	1,190	1,178	1,206	1,293	1,598	0,1	-1,0	1,4	8,7	34,4
Australia (*)	0,735	0,732	0,748	0,777	0,753	0,516	0,3	-1,8	-5,5	-2,5	42,4
Nuova Zelanda (*)	0,687	0,687	0,696	0,706	0,656	0,425	-0,1	-1,3	-2,7	4,7	61,5
Giappone	119,1	118,0	115,7	104,3	107,2	131,8	-0,9	-2,9	-12,5	-10,0	10,7
Corea del Sud	1.035	1.047	1.045	1.088	1.198	1.320	1,1	0,9	5,1	15,7	27,6
Filippine	54,53	54,68	55,77	56,31	55,54	51,60	0,3	2,3	3,3	1,9	-5,4
Indonesia	10,084	9,985	10,091	8,998	8,418	10,370	-1,0	0,1	-10,8	-16,5	2,8
Singapore	1,700	1,702	1,696	1,653	1,700	1,849	0,1	-0,2	-2,7	0,0	8,8
Thailandia	41,17	41,08	40,87	40,13	39,61	44,05	-0,2	-0,7	-2,5	-3,8	7,0
Cina	8,08	8,09	8,09	8,28	8,28	8,28	0,0	0,1	2,4	2,4	2,4
India	45,74	45,61	45,12	45,03	45,63	48,27	-0,3	-1,4	-1,6	-0,2	5,5
Argentina	2,94	2,97	2,97	2,94	2,94	1,00	1,0	0,9	-0,2	-0,1	-66,1
Brasile	2,23	2,16	2,24	2,78	2,89	2,30	-3,0	0,7	24,7	29,8	3,0
Cile	527,7	526,1	535,4	592,3	593,0	646,3	-0,3	1,5	12,2	12,4	22,5
Colombia	2,279	2,285	2,287	2,517	2,780	2,297	0,3	0,3	10,5	22,0	0,8
Messico	10,65	10,68	10,83	11,33	11,24	9,11	0,3	1,8	6,4	5,6	-14,4
Perù	3,38	3,36	3,39	3,31	3,46	3,44	-0,8	0,2	-2,1	2,4	1,8
Uruguay	23,59	23,61	23,44	26,18	29,32	14,75	0,1	-0,6	11,0	24,3	-37,5
Venezuela	2,663	2,825	2,827	2,556	2,852	759	6,1	6,2	-4,0	7,1	-71,5
Israele	4,72	4,72	4,64	4,39	4,39	4,48	0,0	-1,7	-7,0	-7,0	-5,1
Sud Africa	6,68	6,76	6,59	6,04	6,62	12,37	1,1	-1,4	-9,6	-0,9	85,1
Turchia	1,3677	1,3609	1,3592	1,4417	1,3966	1,4298	-0,5	-0,6	5,4	2,1	4,5
Area dell'Euro (*)	1,168	1,170	1,194	1,302	1,263	0,904	-0,2	-2,2	-10,3	-7,5	29,2
Regno Unito (*)	1,716	1,742	1,751	1,848	1,786	1,439	-1,5	-2,0	-7,1	-3,9	19,3
Svizzera	1,314	1,311	1,298	1,172	1,239	1,650	-0,2	-1,2	-10,8	-5,7	25,6
Danimarca	6,33	6,36	6,24	5,74	5,91	8,28	0,4	-1,5	-9,3	-6,7	30,8
Norvegia	6,75	6,62	6,55	6,24	6,68	8,87	-1,9	-2,9	-7,5	-1,1	31,4
Svezia	8,15	8,16	7,90	6,93	7,18	10,28	0,1	-3,1	-14,9	-11,9	26,2
Russia	28,88	28,81	28,53	28,67	29,45	30,14	-0,2	-1,2	-0,7	2,0	4,4
Polonia	3,38	3,43	3,25	3,28	3,73	3,96	1,5	-3,9	-3,0	10,4	17,0
Repubblica Ceca	25,12	24,98	24,95	24,00	25,65	35,27	-0,6	-0,7	-4,4	2,1	40,4
Ungheria	215,2	214,1	211,2	190,8	209,3	272,9	-0,5	-1,9	-11,3	-2,7	26,8
<b>DOLLARO USA</b>	<b>98,7</b>	<b>98,2</b>	<b>96,8</b>	<b>90,9</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>8,6</b>	<b>4,3</b>	<b>-19,1</b>
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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

## Il calendario della settimana economica (dal 22 al 28/11/2005)

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

Giorno	Eventi
Martedì 22	Stati Uniti: la Federal Reserve pubblica i verbali della riunione del 1/11
Mercoledì 23	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali della riunione MCP di novembre Area Euro: intervento di Issing della BCE Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali della riunione dell'11-12 ottobre

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 22	Germania	Pil (destag)	III tr. 05	0,2% t/t	0,6% t/t
	Francia	Spese per consumi	ottobre	-0,3% m/m; 4,2% a/a	-0,6% m/m; 1,8% a/a
	Italia	Bilancia commerciale (non EU)	ottobre	-2.087 mil €	-232 mil. €
Mercoledì 23	Italia	Indice fiducia consumatori	novembre	105,3	105
	Spagna	Pil	III tr.05	0,9% t/t; 3,4% a/a	0,8% t/t; 3,5% a/a
	Area Euro	Ordini all'industria (destag.)	settembre	-0,1% m/m	0,9% m/m
Giovedì 24	Francia	Indice fiducia imprese	novembre	102,0	103,0
	Germania	IFO 	novembre	98,7	98,6
	Italia	Vendite al dettaglio	settembre	0,6% m/m	-0,2% m/m
Venerdì 25	Italia	Indice fiducia imprese	novembre	89,5	89,8
		Salari contrattuali	ottobre	3,1% a/a	3,0% a/a
	Regno Unito	Pil (2 stima)	III tr. 05	0,5% t/t; 1,5% a/a	0,4% t/t; 1,6% a/a
	Germania	Prezzi al consumo armoniz.	novembre	0,0% m/m; 2,4% a/a	-0,3% m/m; 2,5% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Mercoledì 23	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccup.	19 novem.	303.000	312.000
		Indice fiducia Univ. Michigan	novembre	79,9	81
Venerdì 25	Giappone	Prezzi al consumo (naz.)(ex alim. freschi)	ottobre	-0,1% a/a	0,0% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo)(ex alim.freschi)	novembre	-0,3% a/a	-0,2% a/a