

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Gas naturale: il commercio via gasdotto della Russia verso alcuni paesi nel 2004 (in miliardi di metri cubi)

verso		USA	Canada	Austria	Belgio	Bulgaria	Croazia	Repubblica Ceca	Finlandia	Francia	Germania
da	Russia	-	-	6,00	0,20	2,90	1,05	7,18	4,61	11,50	37,74
	Importazioni totali	102,05	8,69	7,80	16,40	2,90	1,11	9,80	4,61	37,05	91,76
verso		Grecia	Ungheria	Irlanda	Italia	Tunisia	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Paesi Bassi	Polonia
da	Russia	2,20	9,32	-	21,00	-	1,40	2,60	-	2,67	7,90
	Importazioni totali	2,20	10,95	3,70	61,40	1,30	1,40	2,60	1,30	13,56	9,10
verso		Portogallo	Romania	Serbia	Slovacchia	Slovenia	Spagna	Svezia	Svizzera	Turchia	Regno Unito
da	Russia	-	4,60	1,76	7,30	0,56	-	-	0,30	14,35	-
	Importazioni totali	2,25	5,90	1,76	7,30	1,10	9,74	1,05	2,87	17,91	11,40

Fonte: British Petroleum.

Nota: i flussi sono definiti in base ai contratti stipulati e possono non corrispondere con le quantità effettive

- La domanda di gas naturale percorre una tendenza di crescita vigorosa in Europa e nel Mondo tanto che, a partire dal 2010, questa risorsa naturale dovrebbe sostituirsi al carbone al secondo posto tra le fonti energetiche primarie dopo il petrolio. La Russia rappresenta il primo esportatore mondiale di gas, seguita da Canada e Norvegia. Gli Stati Uniti sono invece il più grande consumatore di gas, prima di Germania, Giappone e Italia.
- Dopo essere stata forte per alcuni anni, si ferma la crescita delle riserve internazionali in India. Non si tratta necessariamente di un segnale negativo nella misura in cui riflette la vivace spinta offerta alla crescita del paese da parte dei consumi delle famiglie indiane.

Si ferma la corsa delle riserve in India

P. Verduci ☎ 06-47027281 – paola.verduci@bnlmail.com

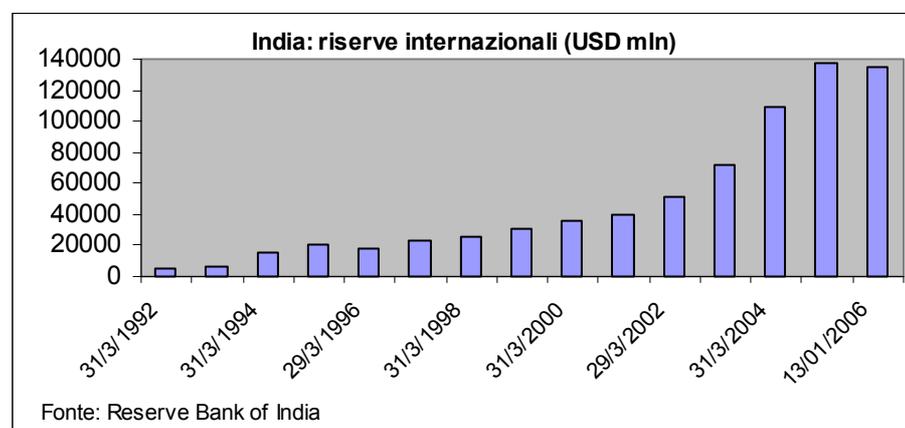
- **Negli ultimi quindici anni il livello delle riserve internazionali indiane è aumentato portando la quota dell'India sulle riserve mondiali, pressoché nulla negli anni '90, a superare il valore del 3% grazie ai consistenti afflussi di capitale dall'estero.**
- **L'anno fiscale in corso (FY2006) potrebbe rappresentare la prima interruzione del trend di crescita delle riserve, in atto ormai continuativamente da nove anni, a causa del peggioramento del saldo commerciale.**
- **Il peggioramento del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è stato prevalentemente determinato dal sostenuto andamento dei consumi. Risultano in aumento anche l'indebitamento pubblico e quello privato.**

Negli ultimi quindici anni il livello delle riserve in valuta estera in India è aumentato in misura molto consistente, passando dai US\$5,7 mld dell'anno fiscale 1992 (FY1992, aprile 1991-marzo 1992) ai US\$134 dell'anno fiscale 2006 (ultimo dato disponibile 13 gennaio). Ad oggi l'India detiene oltre il 3% delle riserve internazionali a livello mondiale e l'8% di quelle dei paesi emergenti dell'Asia.

Mentre la crescita delle riserve è stata graduale fino all'anno fiscale 2002, con un aumento medio annuo di circa US\$4,5 mld, e un solo anno in cui il livello delle riserve è diminuito (FY1996), è dal FY2003 che il tasso di accumulazione delle riserve ha subito una forte accelerazione, grazie soprattutto ai crescenti afflussi di capitale dall'estero. Nel FY2003 l'incremento delle riserve (US\$20,9 mld) è stato infatti quasi pari alla somma degli incrementi dei tre anni precedenti e tra gli anni FY2003-FY2005 l'incremento medio annuo ha superato i US\$28 mld.

Dall'analisi dei dati della bilancia dei pagamenti riferita all'intero periodo considerato (FY1992-FY2006 fino a settembre '05) emerge che l'aumento delle riserve è sostanzialmente attribuibile ai movimenti in conto capitale. Gli investimenti diretti dall'estero sono infatti passati dai US\$129 mln del FY1992 ai US\$5,5 mld del FY2005 e gli afflussi di portafoglio nel mercato dei capitali sono passati dagli US\$827 mln del gennaio 1993 ai US\$35,9 mld del FY2005.

Tuttavia all'inizio di gennaio il livello delle riserve risulta in calo rispetto al mese di marzo 2005 (US\$3 mld), facendo ritenere possibile che il FY2006 rappresenterà il primo anno di interruzione del trend di crescita delle riserve in atto continuativamente da nove anni (FY1997). Il dato assume maggior rilievo se si considera che nei tre anni precedenti gli aumenti erano stati dell'ordine di US\$28,2 mld nel FY2005, US\$36,2 mld nel FY2004 e US\$20,9 mld nel FY2003. Nell'anno finanziario in corso ci sono stati infatti ben cinque mesi in cui le riserve sono diminuite di un importo complessivo mai realizzato in un singolo anno dal FY1991 (US\$11,6 mld), contro un aumento di ben US\$17,8 mld nello stesso periodo dell'anno precedente.



L'inversione del trend di crescita delle riserve dipende essenzialmente dall'aumento del deficit di parte corrente, già avviato nel FY2005 e confermato nell'anno in corso.

Nel trimestre luglio-settembre 2005 il deficit di parte corrente ha raggiunto con US\$7,7 mld il 4,2% del Pil, un valore doppio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (2,2% del Pil) grazie all'ampliamento del deficit commerciale che ha raggiunto i US\$16,2 mld (US\$9,2 mld nello stesso trimestre dell'anno precedente).

In aggiunta al rialzo dei corsi petroliferi, il peggioramento del saldo è dovuto essenzialmente al sostenuto andamento delle importazioni (+37% tend.) sia di prodotti petroliferi (+56%), che non petroliferi (+30%).

Nell'intero periodo considerato il saldo di parte corrente è passato da un deficit del 3,1% sul Pil nel FY1991 ad un surplus dello 0,7% nel FY2003. Anche il FY2004 è stato un anno di surplus di parte corrente di US\$10,6 mld grazie soprattutto al contributo delle cosiddette partite invisibili (servizi, trasferimenti e redditi). Ma già il FY2005 segna il passaggio del saldo in deficit a US\$ 6,4 mld soprattutto per l'aumento del prezzo del petrolio, ma in generale delle importazioni.

Negli ultimi due anni, infatti, la crescita dei consumi interni ha raggiunto nuovi massimi guidando la crescita economica del paese ad un tasso medio annuo superiore al 7%.

L'andamento della domanda distingue ulteriormente l'India dagli altri paesi asiatici, in particolare la Cina, nei quali i consumi rappresentano la componente mancante della crescita.

In India infatti i consumi privati hanno raggiunto una quota del 64% del Pil, ben oltre il 42% della Cina, il 55% del Giappone e soprattutto il 58% dell'Europa.

Su tale quota influisce la struttura demografica del paese, nel quale la forza lavoro (tra 15 e 64 anni) ogni anno aumenta di circa 14 milioni, più di quanto accada persino in Cina (12,5 milioni).

Mentre inizialmente la domanda spingeva soprattutto i consumi di beni prodotti all'interno del paese, aumentando la capacità utilizzata, adesso ha dato notevole impulso alle importazioni, portando il saldo di parte corrente in consistente deficit.

Tale impulso ai consumi appare inoltre accompagnato da una crescita dell'indebitamento più che dei redditi, con un rapporto tra impieghi e depositi che ha superato il 68%, il livello massimo degli ultimi 19 anni.

Secondo la recente indagine pubblicata dal National Sample Survey Organisation (NSSO), a metà 2002 una famiglia indiana su quattro era indebitata e i prestiti erano principalmente finalizzati al consumo e non ad investimenti produttivi. In particolare l'indebitamento delle famiglie rurali, che costituiscono il 73% del totale delle famiglie indiane, è aumentato, passando dal 20% del 1981, al 23% del 1991 fino al 27% del 2002. Allo stesso modo risulta in aumento il rapporto tra debiti e attività, passato dall'1,78% del 1991 al 2,82% del 2002.

Anche l'indebitamento pubblico, tallone di Achille del paese, continua ad aumentare, avendo raggiunto nella definizione più ampia il massimo storico dell'80% sul Pil. Negli ultimi cinque anni il rapporto debito/Pil in India è aumentato di 28 p.p., rappresentando il più veloce peggioramento dell'indicatore tra i paesi emergenti. Nello stesso periodo infatti l'indebitamento pubblico è peggiorato per l'Asia (esclusi Giappone e India) di 16 p.p. e per gli USA di 18 p.p.

Le rotte del gas

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

- **Entro i prossimi 25 anni il gas dovrebbe arrivare a coprire circa un quarto del fabbisogno energetico mondiale, superando il carbone come seconda fonte energetica dopo il petrolio.**
- **Nei paesi europei, in realtà, il sorpasso è avvenuto già dalla metà degli anni Novanta, ed entro il 2030 la quota di gas sul consumo totale di energia dovrebbe superare il 30%.**
- **Sulla scena mondiale va consolidandosi il ruolo della Russia come principale fornitore, anche in virtù dell'ingente quantità di riserve provate superiori, in percentuale sul totale, anche alla produzione corrente.**
- **In Italia quasi il 90% del fabbisogno di gas viene soddisfatto dalle importazioni. La produzione interna ha registrato una flessione continua, soprattutto a causa della carenza di investimenti.**

La domanda di gas naturale è in forte crescita in Europa e nel mondo. Secondo previsioni recenti la quota del gas naturale sui consumi totali di energia (pari al 21% nel 2002) dovrebbe arrivare al 25% entro il 2030. Dopo il 2010, il gas dovrebbe sostituirsi al carbone al secondo posto tra le fonti energetiche primarie, dopo il petrolio.

In realtà, nella Ue a 30 (cioè i 25 più Bulgaria, Croazia, Romania, Serbia e Turchia), il gas ha superato il carbone già dalla metà degli anni '90, e la quota del gas sull'energia totale, oggi di poco superiore al 20%, dovrebbe arrivare entro il 2030 al 30-35%, triplicando abbondantemente, quindi, il 10% circa registrato nei primi anni '70. La stima si basa su uno scenario "conservativo" elaborato da alcuni centri di ricerca, che prevede che nella Ue-30 il consumo di energia cresca a un tasso annuo dell'1,1%. L'ipotesi più accreditata è che il consumo del gas aumenti al ritmo del 2,8% l'anno, oltre il doppio della crescita prevista per il consumo di petrolio. Rispetto al consumo di gas del 2000, ciò richiederebbe una produzione aggiuntiva pari a circa 320 miliardi di metri cubi l'anno. Con riferimento alla sola Ue-25, è verosimile che già a partire dal 2015 il 90% circa del fabbisogno verrà soddisfatto dalla Russia.

Attualmente, la produzione mondiale di gas ammonta a 2.617 miliardi di metri cubi, con una crescita del 7,5% rispetto al 2000. La Russia rappresenta il primo produttore mondiale (con una quota pari a circa il 22%), seguita dagli Stati Uniti (20,2%) e, a distanza, dal Canada (6,8%) e dal Regno Unito (3,6%). La distribuzione delle riserve induce a ritenere che la Russia in futuro consoliderà ulteriormente il proprio ruolo di leader mondiale del mercato del gas naturale: la percentuale delle sue riserve provate, infatti, ammonta al 26,7%, una cifra superiore anche a quella della produzione attuale. In tale prospettiva appare rilevante anche il ruolo dell'Iran (15% circa delle riserve) e del Qatar.

La Russia rappresenta anche il primo esportatore mondiale di gas (195 miliardi di metri cubi nel 2004), attraverso un sistema di gasdotti che si compone di tre arterie principali dirette verso l'Europa centro-orientale. Tra i primi tre esportatori compaiono poi il Canada (103 miliardi di metri cubi) e la Norvegia.

Gli Stati Uniti sono invece il primo paese consumatore, seguiti da Germania, Giappone e Italia.

Gas naturale: il commercio via gasdotto della Russia verso alcuni paesi nel 2004 (in miliardi di metri cubi)

verso		USA	Canada	Austria	Belgio	Bulgaria	Croazia	Repubblica Ceca	Finlandia	Francia	Germania
da	Russia	-	-	6,00	0,20	2,90	1,05	7,18	4,61	11,50	37,74
	Importazioni totali	102,05	8,69	7,80	16,40	2,90	1,11	9,80	4,61	37,05	91,76
verso		Grecia	Ungheria	Irlanda	Italia	Tunisia	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Paesi Bassi	Polonia
da	Russia	2,20	9,32	-	21,00	-	1,40	2,60	-	2,67	7,90
	Importazioni totali	2,20	10,95	3,70	61,40	1,30	1,40	2,60	1,30	13,56	9,10
verso		Portogallo	Romania	Serbia	Slovacchia	Slovenia	Spagna	Svezia	Svizzera	Turchia	Regno Unito
da	Russia	-	4,60	1,76	7,30	0,56	-	-	0,30	14,35	-
	Importazioni totali	2,25	5,90	1,76	7,30	1,10	9,74	1,05	2,87	17,91	11,40

Fonte: British Petroleum.

Nota: i flussi sono definiti in base ai contratti stipulati e possono non corrispondere con le quantità effettive

A differenza di venti anni fa, oggi risulta preponderante la quota di gas utilizzata per impieghi alternativi a quello industriale (che conta comunque per il 45,3%), mentre è raddoppiata (dal 2,6% al 5,2%) la quota utilizzata per il trasporto.

Il gas è un prodotto piuttosto omogeneo e in quasi tutte le sue applicazioni può essere sostituito da altre fonti di energia, che quindi possono muovergli concorrenza limitandone il prezzo. Il contrario non è sempre vero. Inoltre, la misura in cui il carbone, l'elettricità o il petrolio possono esercitare una effettiva concorrenza nei confronti del gas dipende dai prezzi relativi di queste tre fonti di energia registrati nei vari paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, dove i prezzi dell'elettricità sono relativamente bassi, vi è una pressione concorrenziale al ribasso sul prezzo del gas. Nel Regno Unito la stessa pressione dipende principalmente dai vasti giacimenti del Mare del Nord, e anche per questo il prezzo non risente, se non in minima parte, della concorrenza degli altri carburanti.

In Italia, nel 2004 il consumo di gas naturale è stato pari a 78,2 miliardi di metri cubi. Lombardia, Emilia Romagna e Piemonte sono i principali destinatari del gas distribuito, che viene impiegato per la maggior parte negli impianti termoelettrici per la produzione di energia elettrica (seguono poi i servizi e gli usi domestici). L'impiego nell'industria è minore, e prevale soprattutto nelle industrie chimiche, negli impianti che lavorano vetro e ceramica, nella meccanica e nell'industria agroalimentare.

Nel 2004 oltre l'87% del gas necessario a far fronte alla domanda nazionale è arrivato dall'estero, in particolare dall'Algeria (primo fornitore, con una quota del 37,7%), dalla Russia (34,8%) e dall'Olanda (11,9%). Tuttavia, secondo alcune stime recenti, a fine 2005 le nostre importazioni di gas dalla Russia dovrebbero essere arrivate a circa 26 miliardi di metri cubi, con una crescita in volume di oltre il 21% a/a. In tal caso la Russia occuperebbe la prima posizione nella classifica dei fornitori dell'Italia. Dal 2002 al 2004, in effetti, la quota algerina è andata diminuendo, anche se soprattutto a vantaggio di partner minori, mentre quella russa si era mantenuta costante (l'Italia è il secondo paese dell'Ue per importazioni di gas naturale russo per consumi interni, dopo la Germania).

Complessivamente, in Italia il gas soddisfa circa il 31% del consumo interno lordo di energia, con prospettive di rapida crescita a causa soprattutto del forte incremento dei consumi per la generazione elettrica. Le più recenti previsioni indicano che nei prossimi 5 anni deriverà dal gas naturale la metà dell'energia elettrica generata nel paese. Nonostante ciò, negli ultimi anni si è assistito a una costante riduzione della produzione interna (-7,6% a/a nei primi dieci mesi del 2005). A tale situazione ha contribuito soprattutto la carenza di investimenti in esplorazione e sviluppo. I tempi tecnici, d'altro canto, sono tanto lunghi che anche un immediato ritorno degli investimenti ai livelli degli anni Novanta (quasi 5 volte più elevati di quelli attuali) non inciderebbe sui livelli produttivi fino alla fine del decennio.

Il peso degli utili

G. Pedone ☎ 06-47027055 – giovanni.pedone@bnlmail.com

Dopo il brillante avvio di inizio anno i mercati azionari rallentano il passo, complice anche la brusca frenata di Tokyo sulle implicazioni dello scandalo Livedoor, per posizionarsi su un consolidamento dei livelli raggiunti.

Pausa comunque positiva che permette di scaricare gli indicatori di ipercomprato e assestare meglio le allocazioni sui settori trainanti dal rendimento costante e minor volatilità come finanziari, utilities, costruzioni, industriali e alimentari.

Gli energetici, pur garantendo ancora un'alta remunerazione ed una buona base di copertura dal caro greggio, iniziano ad incorporare troppa volatilità e risultano eccessivamente legati all'andamento delle materie prime.

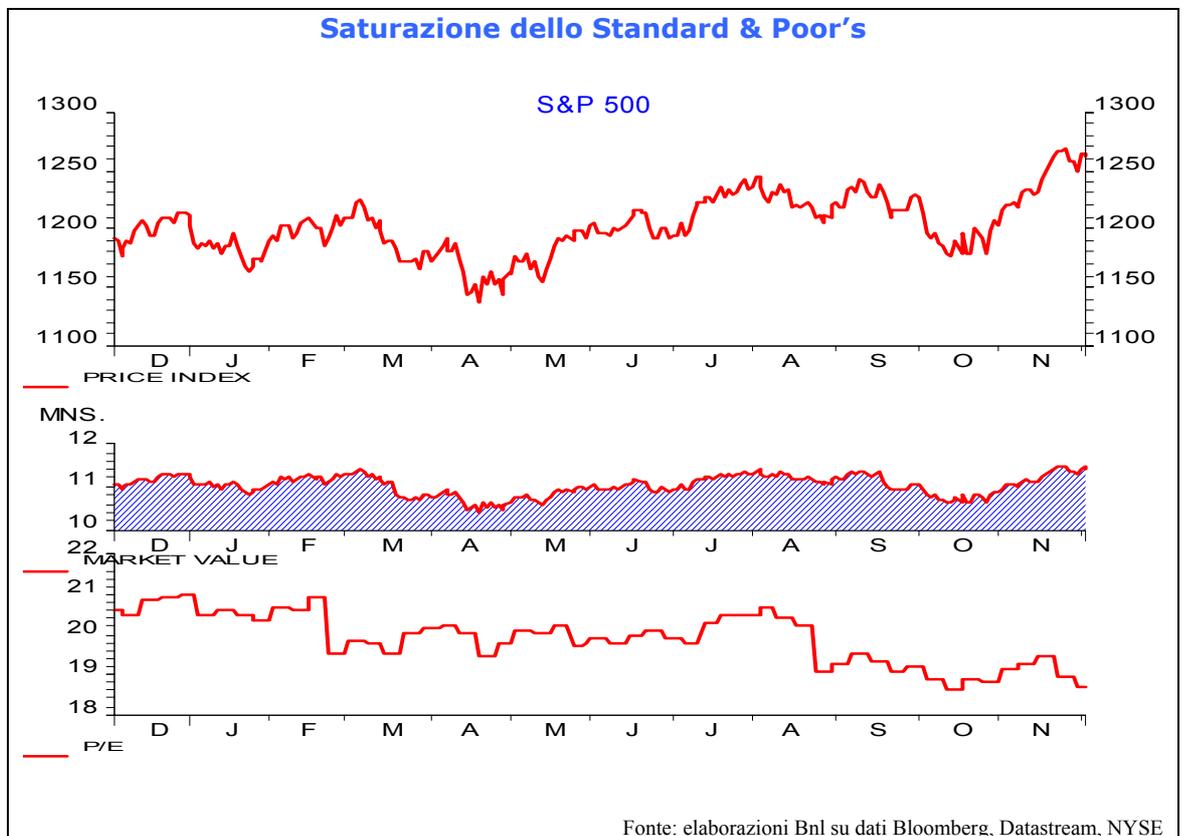
La dinamica settoriale, seppur affinatasi, resta quindi in linea con quella che ha caratterizzato il 2005.

La tenuta del tono rialzista dei listini dovrebbe trovare importanti alleati, oltre che nella scoperta di politiche monetarie comunque più accomodanti, nella liquidità abbondante e nella rotazione non geografica ma tra comparti.

Si rafforzano piuttosto la capitalizzazione ed il tasso di volatilità come vere discriminanti nei processi di scelta e allocazione dei capitali. In base a principi di minore predisposizione e assunzione del rischio i titoli più volatili e small cap vengono infatti sottopesati rispetto ad azioni a bassa volatilità e cosiddette larghe, molto capitalizzate.

Tutte misure che denotano una stabilizzazione del trend di fondo e minor domanda di rischio, soprattutto adesso durante una stagione degli utili americani quanto mai nervosa ed altalenante.

È forte infatti la delusione per le prime "uscite" dei dati (Alcoa, Intel, Yahoo, Motorola) e per l'andamento generale dei bilanci trimestrali della Corporate America.



E sebbene l'effetto depressivo venga accentuato dall'aver prefissato stime troppo alte ed ottimistiche, Wall Street ne ha comunque sofferto più del previsto ed un eventuale prosieguo del trend dei warning rischierebbe di compromettere la tenuta di lungo periodo dei listini, soprattutto se andasse a colpire le società ad alta capitalizzazione e le blue chips.

Finora, all'interno dello Standard & Poor's, solamente un settore, quello dei titoli finanziari, ha registrato nell'ultimo trimestre un aumento delle stime di crescita dell'utile.

Certo, se si confronta l'andamento degli utili aziendali statunitensi con l'evoluzione della curva dei rendimenti obbligazionari si può notare il vantaggio relativo da oltre vent'anni, in termini di rendimento, delle azioni rispetto al reddito fisso nonostante il calo degli ultimi anni.

Ma la debolezza imprevista degli utili aziendali rischia di logorare la tenuta dei listini e di pesare eccessivamente sulle prospettive a breve dei mercati azionari.

	Dati storici e variazioni percentuali			
	23/1/06	-1 sett	-1 anno	max a 52 sett
MIBTEL	27.244	-0,16 %	13,78 %	27.623
MIB 30	35.908	-0,20 %	13,30 %	36.501
DAX 30	5.515	-0,77 %	27,07 %	5.542
CAC 40	4.856	-0,19 %	23,09 %	4.890
IBEX 35	10.898	-0,58 %	17,93 %	10.966
FTSE 100	5.740	-0,21 %	16,57 %	5.740
DOW JONES	10.960	-0,17 %	-0,99 %	11.043
NASDAQ 100	1.747	0,43 %	1,11 %	1.758
NASDAQ COMP	2.317	0,30 %	0,98 %	2.331
NIKKEI 225	15.360	0,16 %	40,24 %	16.445
TOPIX	1.590	-0,19 %	43,50 %	1.685
HONG KONG	15.778	2,89 %	5,03 %	15.779
SINGAPORE	2.365	-0,61 %	13,86 %	2.426

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **Negli Usa sono molteplici i sintomi che avvalorano l'ipotesi di una moderata decelerazione dell'economia nell'anno in corso, pur in un contesto di crescita ancora sostenuta. Lo scenario è coerente con l'attesa di un'interruzione del graduale aumento dei tassi in atto da giugno del 2004.**
- **Il Bollettino economico della Bce conferma le aspettative di consolidamento della ripresa tra fine 2005 e inizio 2006, accompagnate da crescenti pressioni sull'inflazione. In attesa che i dati macroeconomici confermino lo scenario di recupero congiunturale, la Bce prepara i mercati a un rialzo dei tassi.**

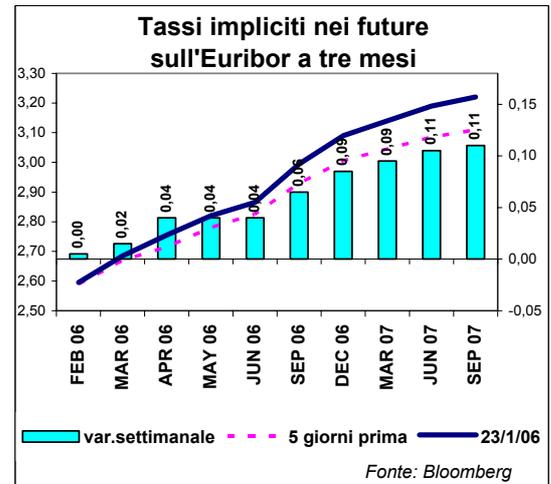
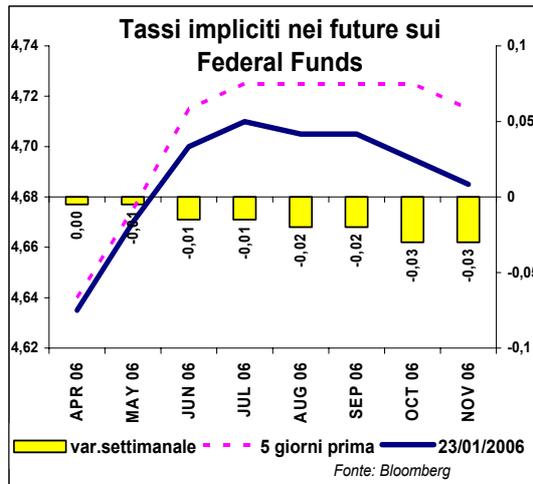
Negli **Usa** la crescita prosegue soprattutto nel comparto manifatturiero in un contesto inflazionistico sotto controllo, mentre il settore edilizio invia segnali di affaticamento. In dicembre i prezzi al consumo hanno evidenziato un calo congiunturale (-0,1% m/m; +3,4% a/a) per il secondo mese consecutivo, beneficiando del temporaneo rallentamento dei corsi petroliferi rispetto ai massimi toccati nel III trimestre del 2005. L'indice dei prezzi *core*, esclusi energetici e alimentari, è aumentato dello 0,2% m/m e del 2,2 a/a. In gennaio però i corsi petroliferi hanno ripreso a salire e la media dei primi venti giorni del corrente mese si è riportata verso i picchi di agosto.

Uno dei fattori che ha finora mantenuto l'inflazione sotto controllo, nonostante le spinte impresse sia dai costi crescenti sia dalla robusta domanda interna, è la progressiva accelerazione della produttività che l'economia Usa va accumulando ormai da diversi decenni: nel periodo 1973-1995 la produttività aumentava nell'ordine dell'1,5%, ha accelerato a una media del 2,5% tra il 1995 e il 2001 ed è, infine, passata a un ritmo di crescita medio di circa il 3,5% a partire dal I trimestre del 2001 fino al III del 2005. Le imprese, che anche grazie agli incrementi di produttività possono contare su una buona accumulazione di profitti, hanno confermato questa settimana il loro stato di salute tramite un sostenuto aumento della produzione in dicembre dello 0,6% congiunturale e del 2,8% tendenziale. La dinamica della produzione industriale, pur evidenziando un buon tasso di crescita (2,7% a/a) nel II semestre del 2005, è però in rallentamento rispetto al I semestre quando aumentava oltre il 3% tendenziale. Il calo dell'indice Empire in gennaio della Fed di New York e del Philadelphia Fed lascia presagire una decelerazione del settore manifatturiero nelle aree di riferimento all'inizio dell'anno in corso. Lo stesso messaggio proviene dal leading indicator statunitense, calcolato dal Conference Board, che in dicembre ha inanellato il secondo rallentamento consecutivo, segnalando la probabilità di una decelerazione nell'arco di tre-sei mesi.

Il settore edile manifesta ulteriori sintomi di incertezza. In dicembre il numero di nuovi cantieri è calato dell'8,9% m/m (-5,7% a/a a un ritmo annuo di 1,933 milioni) e il numero di nuove licenze edilizie è diminuito del 4,4% m/m (-0,6 a/a a 2,068 milioni).

Inflazione sotto controllo, aumento di produttività e accumulazione dei profitti da parte delle aziende sono tra le motivazioni che possono spiegare il contenuto livello dei tassi sui titoli di Stato a medio/lungo termine e anche i differenziali ancora storicamente contenuti, seppure in fase di allargamento, tra i rendimenti dei bond governativi e di quelli aziendali.

Complessivamente i dati giustificano le attese di un rallentamento, seppure moderato, nell'anno in corso che si accomuna ad aspettative inflazionistiche sotto controllo nel medio periodo. Questo scenario è coerente con l'attesa di un'interruzione del processo di graduale aumento dei tassi da parte della Fed: un'ipotesi che, oltre ad essere sposata dai mercati, è segnalata anche da numerosi interventi dei membri del Comitato monetario. I riflettori sono intanto puntati sul Fomc del 31 gennaio con attese prevalenti per un ulteriore aumento di 25 centesimi dei tassi sui Federal Funds.



Nell'area dell'euro, la produzione industriale di novembre ha dato segnali incoraggianti con un buon rimbalzo congiunturale (+1,3%) che segue due mesi di cali e si è tradotto in un incremento tendenziale del 2,6%. La produzione mostra, inoltre, un'accelerazione nella seconda metà del 2005 dopo aver ristagnato nella prima parte. Si tratta di uno dei primi sintomi concreti di rafforzamento del ciclo nel IV trimestre del 2005, dopo il generalizzato miglioramento emerso dagli indici di fiducia. Gli indicatori congiunturali non inviano comunque segnali univocamente positivi in Eurolandia. Ad esempio, ha sorpreso negativamente il calo della spesa per consumi francese in dicembre dell'1% congiunturale (+1,4% a/a); inoltre, la performance del IV trimestre 2005 evidenzia un rallentamento rispetto a luglio-settembre. In Francia i consumi hanno rappresentato uno dei principali motori della crescita ed un loro rallentamento rischia di pesare sull'evoluzione congiunturale. Le stime sul consolidamento della ripresa in Eurolandia scommettono sul risveglio della domanda interna e dei consumi, che il consuntivo francese non sembra avvalorare almeno nel IV trimestre del 2005.

Il Bollettino economico di dicembre della Banca centrale europea ribadisce che i risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano come l'attività economica sia rimasta vigorosa nel IV trimestre del 2005 e possa rimanere tale nei primi mesi del 2006, malgrado l'impatto degli elevati corsi petroliferi. Questi ultimi, le annunciate variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette eserciteranno una pressione al rialzo sull'inflazione armonizzata e i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo rimangono orientati verso l'alto, conclude la Bce. Sembra evidente che la Banca centrale sta preparando il mercato ad un aumento dei tassi non appena i dati potranno confermare le sue proiezioni macroeconomiche. Tra gli indicatori cruciali figurano le stime preliminari sull'andamento del Pil nel IV trimestre del 2005, in calendario per il 2 marzo 2006.

	dati storici		23/01/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	103,3	114,9	114,7	113,0	105,0
dollaro-euro	1,312	1,202	1,228	1,210	1,270
yen-euro	135,5	138,0	140,9	136,7	133,4
sterlina-euro	0,699	0,681	0,688	0,687	0,700
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	2,66	4,17	4,62	4,70	4,60
euro	2,15	2,20	2,52	2,65	2,90
yen	0,05	0,06	0,07	0,07	0,10
sterlina	4,87	4,59	4,59	4,55	4,55
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,21	4,45	4,39	4,50	4,70
Germania	3,59	3,26	3,39	3,50	3,70
Giappone	1,37	1,52	1,45	1,70	1,80
Italia	3,67	3,45	3,60	3,70	3,90
Gran Bretagna	4,55	4,34	4,03	4,32	4,50

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 reai)

STATI UNITI

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

AREA EURO

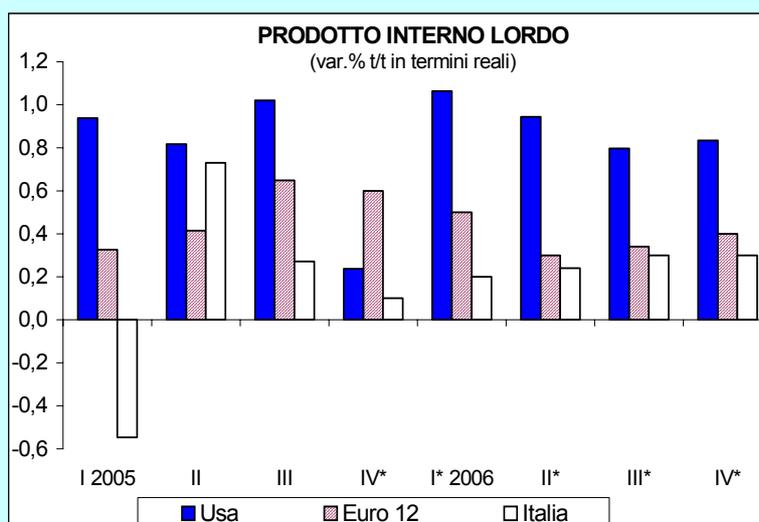
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,3	1,7	2,6	2,4	2,0	1,2	1,4	1,6
var.% anno su anno	1,8	1,5	1,9	1,2	1,2	1,6	2,0	2,2	2,1	1,8	1,5

ITALIA

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

* Previsioni

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



Le previsioni sui prezzi

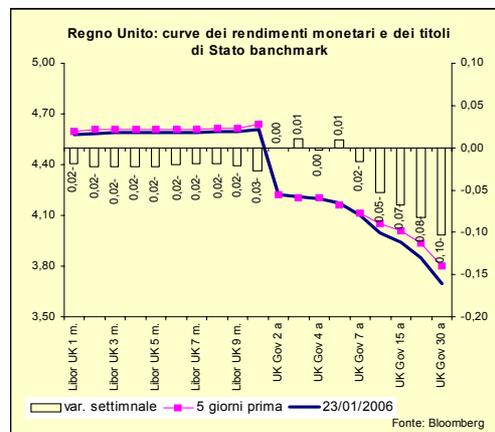
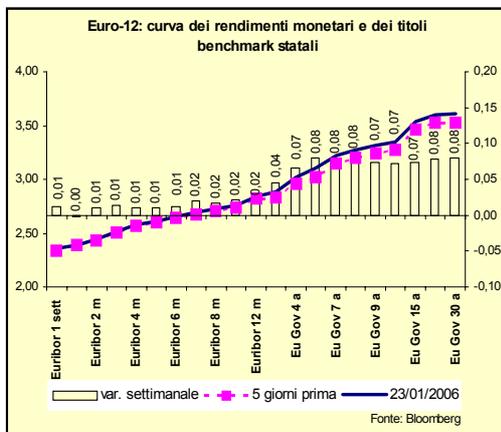
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

PREZZI AL CONSUMO													
EURO (indice MUICP - EUROSTAT)													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,5	119,1	119,4	119,1	119,5	118,2
2006	118,9	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121,2	121,5	121,4	121,8	120,6
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,5	0,3	-0,3	0,3	0,2
2006	-0,5	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,3	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2
2006	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,8	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,4	110,3	110,6	110,6	110,4	110,2	110,8	111,5	111,5	111,5	110,3
2006	110,6	110,4	111,4	112,4	112,7	112,8	112,7	112,4	113,0	113,3	113,5	113,9	112,4
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,5	0,6	0,0	0,0	0,2
2006	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,6	2,4	2,0	2,2
2006	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	1,6	1,8	2,1	2,0
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
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
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Panorama Tassi & Euro

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



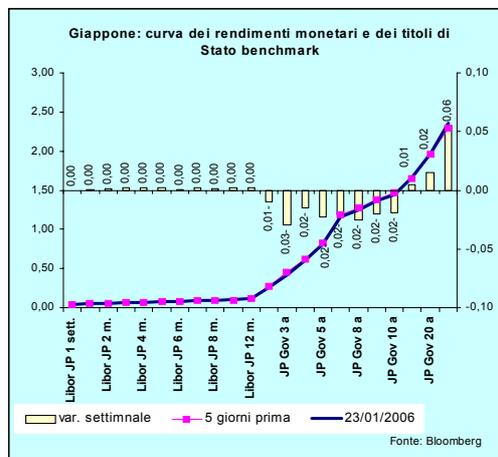
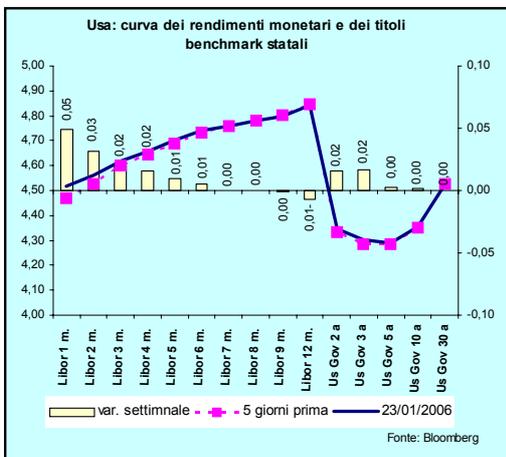
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	20/1/06	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,207	1,204	1,196	1,294	1,263	1,179	0,2	0,9	-6,7	-4,4	2,4
Canada	1,403	1,397	1,402	1,593	1,623	1,800	0,4	0,1	-11,9	-13,6	-22,1
Australia	1,613	1,604	1,618	1,708	1,680	1,910	0,6	-0,3	-5,6	-4,0	-15,6
Nuova Zelanda	1,776	1,734	1,738	1,844	1,924	2,223	2,4	2,2	-3,7	-7,7	-20,1
Giappone	139,2	138,1	139,4	133,2	135,1	133,7	0,7	-0,2	4,5	3,0	4,1
Argentina	3,671	3,672	3,611	3,813	3,699	1,180	0,0	1,7	-3,7	-0,8	211,2
Swizzera	1,551	1,549	1,552	1,541	1,558	1,617	0,1	-0,1	0,6	-0,4	-4,1
Regno Unito	0,685	0,681	0,678	0,693	0,705	0,711	0,6	1,0	-1,2	-2,8	-3,6
Svezia	9,304	9,306	9,389	9,022	9,080	9,470	0,0	-0,9	3,1	2,5	-1,8
Danimarca	7,462	7,459	7,457	7,442	7,445	7,450	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
Norvegia	8,085	8,048	8,033	8,179	8,414	8,855	0,5	0,6	-1,2	-3,9	-8,7
Cipro	0,574	0,574	0,574	0,582	0,586	0,582	0,0	0,1	-1,4	-2,1	-1,5
Repubblica Ceca	28,61	28,84	28,95	30,37	32,41	35,11	-0,8	-1,2	-5,8	-11,7	-18,5
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	250,6	250,5	251,3	247,0	262,5	251,5	0,0	-0,3	1,5	-4,5	-0,3
Lettonia	0,696	0,696	0,697	0,696	0,673	0,667	0,0	-0,1	0,0	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,431	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,48	37,52	37,91	38,68	41,17	42,99	-0,1	-1,1	-3,1	-9,0	-12,8
Slovenia	239,5	239,5	239,5	239,8	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7
Polonia	3,8381	3,814	3,836	4,114	4,702	4,071	0,6	0,1	-6,7	-18,4	-5,7
Russia	34,17	34,36	34,16	36,49	36,89	25,32	-0,5	0,0	-6,4	-7,4	35,0
EURO	91,3	90,9	90,4	92,6	92,8	93,3	0,4	0,9	-1,4	-1,7	-2,2

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						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	20/1/06	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,154	1,160	1,173	1,233	1,293	1,598	0,6	1,7	6,9	12,1	38,5
Australia (*)	0,748	0,755	0,734	0,759	0,753	0,516	-0,9	1,9	-1,4	-0,7	45,0
Nuova Zelanda (*)	0,679	0,698	0,682	0,704	0,656	0,425	-2,7	-0,5	-3,6	3,6	59,7
Giappone	115,3	114,3	117,2	103,4	107,2	131,8	-0,8	1,7	-10,3	-7,0	14,4
Corea del Sud	986	976	1.016	1.033	1.198	1.320	-1,0	3,1	4,8	21,5	33,9
Filippine	52,60	52,23	53,44	55,45	55,54	51,60	-0,7	1,6	5,4	5,6	-1,9
Indonesia	9,435	9,359	9,922	9,155	8,418	10,370	-0,8	5,2	-3,0	-10,8	9,9
Singapore	1,628	1,627	1,666	1,639	1,700	1,849	0,0	2,3	0,7	4,4	13,6
Thailandia	39,18	39,58	40,93	38,55	39,61	44,05	1,0	4,5	-1,6	1,1	12,4
Cina	8,06	8,07	8,07	8,28	8,28	8,28	0,1	0,2	2,7	2,7	2,7
India	44,19	44,10	45,22	43,75	45,63	48,27	-0,2	2,3	-1,0	3,3	9,2
Argentina	3,04	3,03	3,04	2,94	2,94	1,00	-0,1	0,0	-3,1	-3,2	-67,2
Brasile	2,28	2,27	2,36	2,72	2,89	2,30	-0,1	3,5	19,3	27,0	0,8
Cile	531,4	525,5	514,0	585,8	593,0	646,3	-1,1	-3,3	10,2	11,6	21,6
Colombia	2,271	2,273	2,288	2,381	2,780	2,297	0,1	0,8	4,8	22,4	1,1
Messico	10,50	10,58	10,71	11,24	11,24	9,11	0,7	2,0	7,0	7,0	-13,3
Perù	3,36	3,45	3,44	3,27	3,46	3,44	2,6	2,3	-2,7	3,0	2,4
Uruguay	24,05	24,05	23,65	25,38	29,32	14,75	0,0	-1,7	5,5	21,9	-38,7
Venezuela	2,647	2,757	2,610	2,712	2,852	759	4,1	-1,4	2,5	7,7	-71,3
Israele	4,62	4,62	4,60	4,37	4,39	4,48	-0,1	-0,4	-5,4	-5,0	-3,1
Sud Africa	6,00	6,05	6,37	6,07	6,62	12,37	0,8	6,1	1,1	10,2	106,0
Turchia	1,3333	1,3316	1,3460	1,3396	1,3966	1,4298	-0,1	1,0	0,5	4,7	7,2
Area dell'Euro (*)	1,207	1,204	1,196	1,294	1,263	0,904	0,2	0,9	-6,7	-4,4	33,6
Regno Unito (*)	1,771	1,775	1,754	1,872	1,786	1,439	-0,2	1,0	-5,4	-0,8	23,1
Svizzera	1,276	1,277	1,309	1,191	1,239	1,650	0,1	2,6	-6,7	-2,9	29,3
Danimarca	6,15	6,15	6,29	5,74	5,91	8,28	-0,1	2,2	-6,7	-4,0	34,7
Norvegia	6,70	6,68	6,72	6,32	6,68	8,87	-0,2	0,3	-5,6	-0,4	32,3
Svezia	7,67	7,69	7,95	6,99	7,18	10,28	0,3	3,7	-8,9	-6,4	34,1
Russia	28,29	28,40	28,64	28,16	29,45	30,14	0,4	1,3	-0,5	4,1	6,6
Polonia	3,17	3,14	3,24	3,16	3,73	3,96	-1,0	1,9	-0,4	17,6	24,7
Repubblica Ceca	23,68	23,96	24,20	23,48	25,65	35,27	1,2	2,2	-0,8	8,4	49,0
Ungheria	206,6	206,5	211,7	190,7	209,3	272,9	-0,1	2,4	-7,7	1,3	32,1
DOLLARO USA	95,5	95,4	96,9	91,1	94,6	122,0	0,1	-1,4	4,8	1,0	-21,7
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

Il calendario della settimana economica (dal 24 al 30/1/2006)

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

Giorno	Eventi
Mercoledì 25	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'ultima riunione del MPC Area Euro: intervento di Trichet e Garganas Stati Uniti: intervento di Olson della Federal Reserve
Sabato 28	Area Euro: intervento di Trichet (BCE) e Geithner (Federal Reserve) al WEF

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Mercoledì 25	Germania	Prezzi import	dicembre	-0,2% ^{m/m} ; 5,5% ^{a/a}	0,1% ^{m/m} ; 6,6% ^{a/a}
		IFO	gennaio	99,6	99,8
		Prezzi al consumo armonizzati	gennaio	1% ^{m/m} ; 2,1% ^{a/a}	-0,2% ^{m/m} ; 2,4% ^{a/a}
	Francia	Fiducia delle imprese	gennaio	102,0	103,0
	Italia	Fiducia dei consumatori	gennaio	108,2	108,2
		Vendite al dettaglio	novembre	1,4% ^{a/a}	1,2% ^{a/a}
	Regno Unito	PIL (rev.)	IV tr. 05	0,4% ^{t/t} ; 1,7% ^{a/a}	0,5% ^{t/t} ; 1,6% ^{a/a}
Giovedì 26	Italia	Bilancia commerciale (non EU)	dicembre	-822 mln	60 mln
Venerdì 27	Italia	Fiducia imprese	gennaio	91,1	91,2
	Area Euro	M3	dicembre	7,6% ^{a/a}	7,5% ^{a/a}
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 24	Giappone	Indice industriale complessivo	novembre	0,9%	0,3%
		Indice settore terziario	novembre	1,2%	0,1%
Mercoledì 25	Stati Uniti	Vendite case esistenti	dicembre	6,97 mln	6,87 mln
Giovedì 26	Stati Uniti	Ordinativi, beni durevoli	dicembre	4,4% ^{m/m}	1,0% ^{m/m}
		Ordinativi (ex trasporti)	dicembre	-0,6% ^{m/m}	0,9% ^{m/m}
		Richieste sussidio disoccup.	21 gennaio	271.000	300.000
Venerdì 27	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	dicembre	-0,8% ^{a/a}	-0,3% ^{a/a}
		Prezzi al consumo (ex al.fr.)	dicembre	0,1% ^{a/a}	0,1% ^{a/a}
		Prezzi al consumo (Tokyo)	gennaio	-0,6% ^{a/a}	-0,1% ^{a/a}
		Prezzi al con.(Tokyo) ex al.fr.	gennaio	-0,2% ^{a/a}	0,0% ^{a/a}
	Stati Uniti	Pil (1 stima)	IV tr. 05	4,1%	2,8%
		Vendita nuove case	dicembre	1,24 mln	1,22 mln
		Consumi	IV tr. 05	4,1%	0,5%