

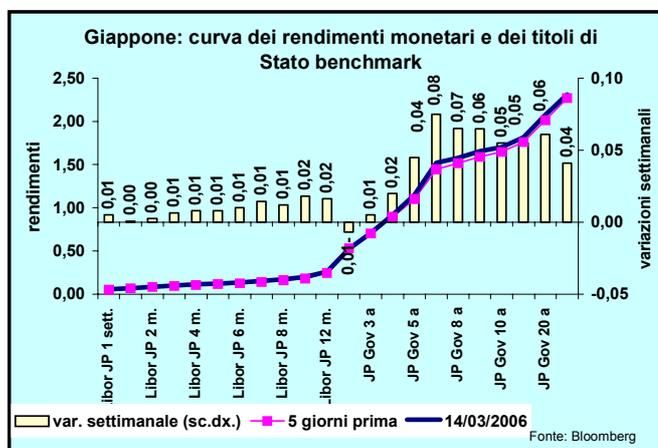
focus

settimanale del Servizio Studi BNL

10
2006

14 marzo 2006

Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
capo economista
Tel. 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



Liquidità calante nel paese del sol levante. La decisione della Banca centrale del Giappone di ritenere conclusa la fase di gestione estremamente accomodante della politica monetaria rappresenta soprattutto una buona notizia sulle condizioni di salute dell'economia nipponica. La ripresa del Giappone trae vantaggio dalla spinta delle esportazioni - che risente del traino forte della Cina - ma anche, in misura significativa, dal comportamento delle componenti interne della domanda.

In Cile, fondamentali economici e finanziari in ordine e prospettive di crescita non inflazionistica nel 2006 accompagnano l'insediamento del presidente Bachelet. Tra i fattori da seguire con attenzione nello scenario dell'economia del paese latino-americano rimangono l'elevata concentrazione delle esportazioni sulle vendite di rame e la questione energetica che vede il Cile dipendere largamente dalle importazioni di gas naturale dall'Argentina.

Il Cile alla prova delle riforme

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

- L'11 marzo scorso è iniziato il mandato presidenziale di Michelle Bachelet, vincitrice delle recenti elezioni alla guida della coalizione di governo *Concertacion*. Tra le priorità dell'agenda governativa figura la riforma del sistema formativo, di quello pensionistico e la soluzione del vincolo energetico.
- Nel 2005, l'economia cilena ha registrato un ritmo di sviluppo del 6% per il secondo anno consecutivo. La crescita è stata trainata da una forte espansione della domanda interna e dal favorevole clima internazionale, caratterizzato soprattutto dal susseguirsi di record delle quotazioni del rame.
- La posizione finanziaria del Cile appare soddisfacente. Il debito estero è di poco inferiore al 40% del Pil. Il servizio del debito è pari al 15% del totale delle esportazioni. Lo *spread* tra i titoli cileni e i *benchmark* statunitensi è il più basso dell'area latino-americana ed è attualmente intorno ai 70 punti base.

L'economia cilena ha chiuso il 2005 con un aumento del prodotto interno lordo di oltre il 6% per il secondo anno consecutivo. La crescita è stata trainata da una forte espansione della domanda interna e dal favorevole clima internazionale, caratterizzato soprattutto dal susseguirsi di record delle quotazioni del rame. Il rafforzato clima di fiducia ha fatto altresì aumentare gli investimenti diretti nel paese, ma è stata ancora la forte apertura all'estero a spingere verso l'alto il surplus commerciale, che ha sfiorato i 10 miliardi di dollari, pari a circa il 10% del prodotto interno lordo. L'analisi delle componenti del Pil evidenzia per il 2005 una crescita assai sostenuta dei consumi privati (+7%) e degli investimenti fissi (+25%). Il rapporto tra investimenti e prodotto interno lordo si è così portato intorno al 30%. Le esportazioni hanno sfiorato un ammontare complessivo di circa 40 miliardi di dollari contro i 32 miliardi dell'anno prima. A spingere così in alto le vendite all'estero sono stati soprattutto i corsi elevati del rame, il cui export da solo costituisce oltre il 45% del totale delle esportazioni cilene. L'inflazione ha subito un'accelerazione mantenendosi tuttavia ampiamente al di sotto del target programmato del 4%. Nei giorni scorsi, la Banca centrale ha innalzato il tasso guida al 4,75%, dal 4% di settembre 2005 e dal 2,25% di dicembre 2004.

CILE			
	2004	2005	2006*
Popolazione (milioni di abitanti)	16,0		
Pil pro capite (in US\$)	5.900		
Pil (var. % annua)	6,1	6,3	5,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	1,1	3,1	3,1
saldo estero conto corrente (%Pil)	1,5	-0,4	-1,1
Cambio pesos/US\$ (media annua)	610	560	530
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	Fitch
a lungo termine (Bloomberg)	Baa1	A	A

Fonti: IIF Bloomberg e ns.elaborazioni

* previsioni

Sempre nel 2005, i capitali hanno continuato ad affluire in Cile, favoriti anche dalle importanti recenti riforme in materia fiscale. Nel periodo gennaio-settembre, gli investimenti diretti esteri hanno sfiorato i 5 miliardi di dollari, come nello stesso periodo del 2004, contro i 3,7 miliardi dell'intero 2003. Sono aumentati gli investimenti in ricerca e innovazione. La maggior parte degli investimenti diretti esteri sono affluiti da Stati Uniti, Canada, Gran Bretagna e Spagna. Anche l'Italia è presente in settori che vanno dall'agro-alimentare, al legno, al marmo, alla meccanica, ai grandi lavori.

In prospettiva, le riforme strutturali allo studio del Governo, con l'introduzione di una maggiore flessibilità nel mercato del lavoro, potranno in parte sostenere l'occupazione nonchè imprimere un'accelerazione alla competitività e alla crescita nel medio termine. L'11 marzo scorso ha avuto inizio il mandato presidenziale di Michelle Bachelet, che ha vinto le elezioni di gennaio alla guida della coalizione di governo Concertacion. Bachelet ha nominato ministro dell'economia un tecnico indipendente, Andrès Velasco, professore ad Harvard e con forti credenziali accademiche. Tra gli obiettivi prioritari del governo, la riforma del sistema formativo, di quello pensionistico e la riduzione della dipendenza energetica da petrolio e gas, incentivando l'utilizzo dell'energia idroelettrica soprattutto nel sud del paese.

La posizione finanziaria del Cile appare buona, con una quota di debito estero sul Pil poco inferiore al 40%. Il debito a breve termine è poco inferiore al 14% del totale. Il servizio del debito è pari al 15% del totale delle esportazioni. Le riserve internazionali ammontano complessivamente a circa 17 miliardi di dollari e coprono 5 mesi di importazioni. Lo spread tra i titoli cileni e i benchmark statunitensi è il più basso dell'area latino-americana ed è di poco inferiore ai 70 punti base.

Le prospettive di crescita del Cile restano incoraggianti sebbene siano fortemente legate all'andamento delle quotazioni del rame. I prezzi del metallo, che negli ultimi due anni sono più che raddoppiati, dovrebbero mantenersi elevati anche nel corso del 2006, per poi ripiegare l'anno successivo. La produzione potrebbe attestarsi, come nel 2005, intorno ai 6 milioni di tonnellate. Le previsioni per 2006 indicano che il prodotto interno lordo cileno possa aumentare ancora di circa il 5%, come conseguenza di un ulteriore buon incremento delle esportazioni e una domanda interna sostenuta. La politica monetaria potrebbe mantenersi restrittiva per contenere le moderate pressioni inflazionistiche dovute essenzialmente alla forte domanda per consumi.

Indonesia: il rilancio passa per gli investimenti

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

- **L'economia indonesiana mostra alcuni sintomi di rallentamento nel processo di crescita: il Pil nel 2006 crescerà del 4,5 per cento dal 5,6 per cento del 2005.**
- **L'inflazione si confermerà su livelli elevati, superiori al 10,5 per cento del 2005, per effetto dell'aumento dei prezzi petroliferi e del contemporaneo venir meno dei sussidi governativi sul carburante. La rupia, che lo scorso anno ha evidenziato un deprezzamento nel cambio contro dollaro, potrebbe rafforzarsi nel corso dell'anno.**
- **Le difficoltà incontrate nel perseguimento degli obiettivi economici dichiarati dal presidente Yudhoyono hanno portato a un rimpasto di governo lo scorso dicembre. Al fine di creare un clima di fiducia positivo per gli investitori sono stati predisposti un piano di sviluppo delle infrastrutture e una serie di incentivi sia per gli investitori esteri sia per quelli nazionali.**

Indonesia	2004	2005	2006*
Popolazione (milioni di abitanti)	220,5		
Pil (var. % annua in termini reali)	5,1	5,6	4,5
Prezzi al consumo (var % annua)	6,1	10,5	12,5
Cambio contro \$ Usa (media annua)	8.939	9.703	9.140
Riserve valutarie (mld. di Usd)	34.900	33.130	35.814
Fonte: EIU, IIF, e nostre elaborazioni su dati Datastream		(*) Previsioni	
Rating: B2 (Moody's), B+ (Standard & Poor), BB- (Fitch)			

La dinamica di sviluppo dell'economia indonesiana negli ultimi mesi è stata in parte rallentata da una serie di eventi: la nuova ondata di febbre aviaria, un secondo attacco terroristico a Bali, il prezzo elevato del petrolio e un andamento instabile del mercato finanziario. Nel 2006 il tasso di crescita del Pil potrebbe assestarsi su valori prossimi al 4,5 per cento, in rallentamento rispetto al 5,6 per cento del 2005.

Il presidente Yudhoyono, al suo secondo anno di governo, ha dichiarato quali obiettivi primari il rilancio economico e la creazione di condizioni favorevoli per attrarre investimenti esteri. Le difficoltà finora incontrate nell'attuazione di questi programmi hanno portato a un rimpasto governativo, avvenuto lo scorso dicembre, con il quale sono stati messi alla guida dei ministeri economici alcuni importanti esponenti del mondo finanziario. Questi ultimi sono apparsi più determinati nell'intento di avviare le riforme fiscali e legislative prospettate dal presidente.

Il permanere di quotazioni elevate del petrolio ha comportato nel mese di ottobre il taglio, dei sussidi che il governo aveva predisposto sul prezzo dei carburanti e che ormai non erano più sostenibili. L'inadeguato sfruttamento dei giacimenti petroliferi, dovuto anche agli scarsi investimenti per la ricerca e l'estrazione, insieme all'aumento del prezzo del petrolio sui mercati internazionali, avevano portato il costo per i sussidi pubblici a oltre 10 miliardi di dollari Usa; i sussidi assorbivano ormai quasi un quarto della spesa pubblica. L'elevato prezzo globale del petrolio creava infatti una duplice disagio: comportava da un lato l'acquisto di dollari Usa da parte del governo per coprire l'acquisto del carburante (mettendo sotto pressione la rupia), dall'altro un aumento dei sussidi per mantenere basso, in modo artificiale, il prezzo della benzina.

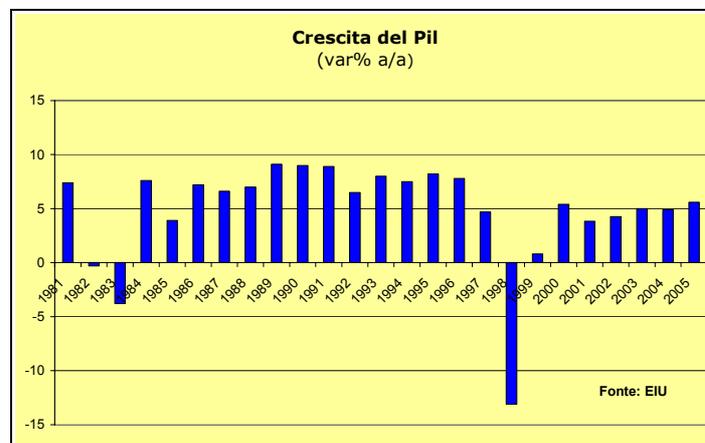
A gennaio 2006 la produzione di petrolio è stata pari a 1 milione di barili al giorno, circa il 4 per cento in meno rispetto a un anno prima e il 35 per cento in meno rispetto al picco massimo raggiunto nel 1991. L'attuale produzione non è più sufficiente a soddisfare la domanda interna di 1,4-1,5 milioni di barili al giorno, di qui l'onere crescente per il bilancio pubblico e la decisione governativa di sospendere i sussidi.

L'incedere delle quotazioni del petrolio e il contemporaneo venir meno dei sussidi governativi hanno alimentato le tensioni inflazionistiche, sostenute anche da una eccessiva liquidità.

L'inflazione, che nel 2005 ha raggiunto il 10,5 per cento in media d'anno, continuerà a rimanere su valori a due cifre nel primo semestre dell'anno: il governo ha infatti annunciato un incremento dei prezzi amministrati, tra cui le tariffe elettriche. Una politica monetaria restrittiva e le attese di una valuta relativamente solida dovrebbero portare invece a un rallentamento dei prezzi nella seconda metà dell'anno.

Il tasso di inflazione per il 2006 rimarrà comunque elevato, su valori nell'ordine del 12-13 per cento. Le pressioni salariali rimangono invece sotto controllo. Il rallentamento della dinamica economica non consentirà una riduzione della disoccupazione, inoltre non sono ancora chiari i tempi di attuazione del programma governativo di aumenti retributivi per i dipendenti pubblici e i militari appartenenti alle fasce di reddito più basse. Un ulteriore fattore di contenimento dell'inflazione potrebbe essere rappresentato da un aumento della capacità di utilizzazione degli impianti che si stima essere prossima ad appena il 45 per cento.

La banca centrale ha operato nel corso dell'anno un inasprimento della politica monetaria, alzando il tasso di riferimento (one month Bank Indonesia rate) di 425 punti base tra agosto e dicembre 2005, portandolo al 12,75 per cento. Le attese di un rientro dell'inflazione e i segnali di apprezzamento della rupia potrebbero portare a una manovra di graduale rientro del tasso di riferimento nel corso dell'anno verso valori prossimi al 10 per cento.



La bilancia dei pagamenti è supportata dal mantenimento di un surplus di parte corrente per effetto di un rallentamento delle importazioni più pronunciato rispetto a quello delle esportazioni. La dinamica di espansione dell'export che nel 2005 era arrivata al 22 per cento dal 13 per cento del 2004 potrebbe rallentare fino al 10 per cento nel 2006.

La crescita delle importazioni è attesa in forte riduzione, dal 26 per cento del 2005 potrebbe attestarsi su un valore del 9-10 per cento nell'anno in corso. La causa principale sarà il rallentamento nell'import di petrolio dovuto al forte aumento dei prezzi interni. L'import di petrolio aumentato del 43 per cento nel 2004 e del 56 per cento nel 2005 (ha raggiunto in valore il 30 per cento del totale) crescerà nel 2006 su valori nell'ordine del 2 per cento.

Nel complesso il surplus commerciale aumenterà dai 23,5 mld. di Usd del 2005 a 27 mld di Usd nel 2006.

Alcune carenze strutturali, un apparato legislativo poco favorevole agli investimenti, un sistema tributario poco efficace e il permanere di una diffusa corruzione continuano ad impedire ad una paese ricco di risorse di compiere un passo deciso verso modelli di sviluppo sostenibile. Un ruolo centrale per l'economia del paese sarà giocato dalle politiche volte a creare un clima favorevole agli investimenti. Oltre a un maggior controllo sulla istituzione di tasse locali da parte delle autonomie regionali, il governo ha dato priorità allo sviluppo delle infrastrutture e sta preparando una serie di misure di incentivo sia per gli investitori esteri sia per quelli nazionali. In quest'ottica il mantenimento di condizioni di stabilità politica, sicurezza ed equilibrio sociale appaiono determinanti.

La liquidità compensa il caro tassi

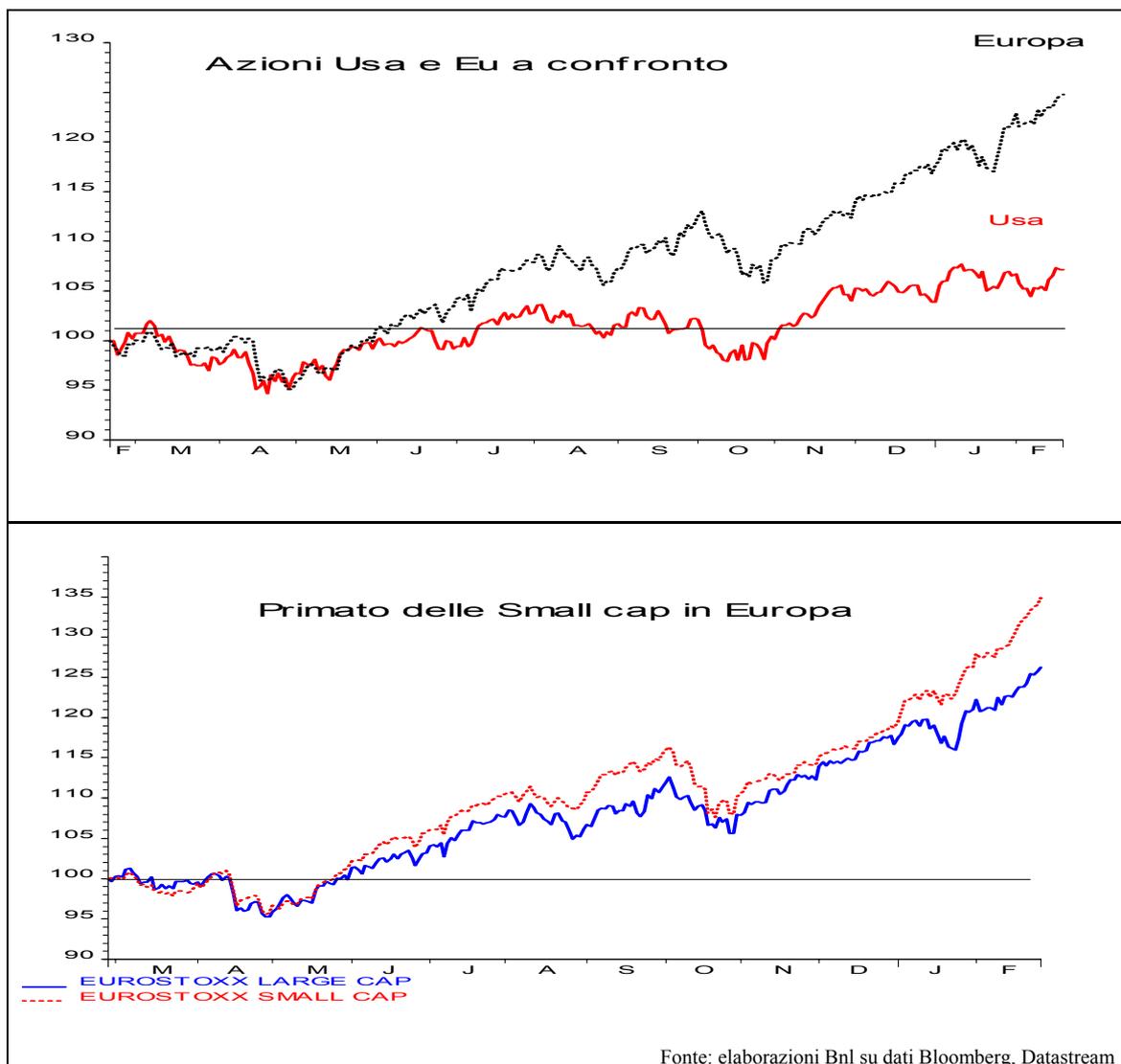
G. Pedone ☎ 06-47027055 – giovanni.pedone@bnlmail.com

I mercati azionari hanno reagito positivamente alla pressione dei tassi d'interesse al rialzo. Le aspettative di un prolungamento della stretta monetaria non spaventano i listini che invece approfittano dei buoni dati macro, soprattutto quelli provenienti dagli Stati Uniti (mercato del lavoro in ripresa), per aggiornare nuovi record e chiudere la settimana ancora in terreno positivo.

La totalità delle borse europee, escluse le emergenti come Mosca e Istanbul, ha infatti chiuso un'altra ottava con rialzi significativi per il prosieguo e la tenuta del trend rialzista. Rally condiviso anche da Wall Street dove gli indici statunitensi hanno saputo avvalersi dell'entusiasmo generato dal rapporto sul lavoro Usa che ha battuto le attese sui nuovi posti creati a febbraio. Malgrado un tasso di disoccupazione ancora fermo al 4,8%, i dati confermano la salute della congiuntura americana che continua a crescere a ritmo sostenuto senza scaldare eccessivamente l'inflazione.

Quindi il mercato ha ormai scontato almeno un rialzo di 0.25 dei tassi e preferisce concentrarsi sulle variabili della crescita ignorando le eventuali tensioni sui prezzi.

Il livello di liquidità resta altissimo e giustifica l'apparente insensibilità dei listini al trend di ascesa dei tassi di interesse.



Solo il Nasdaq appare appesantito per la sua maggiore esposizione alle debolezze del comparto dei semiconduttori. Il profit warning di Intel e la rottura del supporto chiave a 550 punti hanno spinto l'indice settoriale Sox ad accelerare la discesa compromettendo lo stesso Nasdaq e proiettando la tecnologia Usa su nuovi ribassi.

Il rilascio di dati macro comunque positivi assicura un flusso costante sui listini in grado anche di immunizzare gli acquisti dal forte incremento di volatilità a seguito dei timori inflazionistici a livello mondiale.

La dinamica in crescita degli utili aziendali, inoltre, catalizza le risorse sui mercati dove il premio a rischio è maggiore (Giappone).

In questo panorama pro-azionario si distinguono le performance dell'Europa (Francia e Germania in testa), ancora avvantaggiata dai processi di ristrutturazione, dai rumors di fusioni e acquisizioni, e dall'ondata di operazioni straordinarie su banche ed utilities, rispetto alla quasi immobilità di Wall Street, che resta fanalino di coda nella classifica delle borse più remunerative, sempre per via del cedimento in febbraio del Sox di Philadelphia.

I nuovi massimi di periodo registrati dai listini continentali sono stati realizzati ancora una volta sulla spinta delle small cap, le azioni a bassa capitalizzazione (cfr. secondo grafico) che hanno sovraperformato le large cap, blue chips a largo flottante meno dinamiche e innovative, penalizzate da eccessivo indebitamento, ipercomprato e margini troppo ridotti.

Indici	13-mar-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	29.322	1,20	3,90	21,20	29.322 del 13-mar-06	23.571 del 28-apr-05
MIB 30	38.225	1,06	3,36	20,21	38.257 del 27-feb-06	30.908 del 28-apr-05
EURO STOXX50	3.825	1,89	2,62	24,98	3.841 del 27-feb-06	2.930 del 29-apr-05
CAC 40 Parigi	5.107	1,93	3,03	26,14	5.107 del 13-mar-06	3.911 del 28-apr-05
DAX 30 Francoforte	5.855	1,76	1,72	34,28	5.915 del 27-feb-06	4.178 del 28-apr-05
FTSE 100 Londra	5.953	0,93	2,75	19,49	5.953 del 13-mar-06	4.789 del 27-apr-05
IBEX 35 Madrid	11.845	0,73	3,95	26,96	11.902 del 01-mar-06	8.985 del 27-apr-05
SMI Zurigo	8.035	1,49	1,85	34,55	8.041 del 22-feb-06	5.841 del 27-apr-05
AEX Amsterdam	462	0,83	0,48	24,05	468 del 27-feb-06	347 del 28-apr-05
OMX Stoccolma	325	0,11	4,46	34,42	325 del 13-mar-06	233 del 28-apr-05
RTS Mosca	1.385	-6,50	1,42	96,52	1.517 del 27-feb-06	634 del 16-mag-05
ISE 100 Istanbul	44.346	-3,59	0,68	60,83	47.729 del 27-feb-06	23.286 del 18-apr-05
India BSE Nat. Bombay	5.657	0,53	5,52	52,99	5.657 del 13-mar-06	3.310 del 19-apr-05
DOW JONES	11.076	1,07	1,69	2,80	11.137 del 22-feb-06	10.012 del 20-apr-05
S&P 500	1.284	0,46	1,68	7,00	1.294 del 11-gen-06	1.138 del 20-apr-05
NASDAQ	2.267	-0,83	1,22	11,04	2.331 del 11-gen-06	1.904 del 28-apr-05
NIKKEI 225	16.362	2,90	3,05	37,22	16.748 del 06-feb-06	10.825 del 17-mag-05
TOPIX	1.675	2,96	3,50	39,55	1.713 del 07-feb-06	1.109 del 18-mag-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	36.792	-4,07	1,88	31,05	39.239 del 03-mar-06	23.887 del 13-mag-05
IPC BOLSA Mexico	18.706	-1,50	4,60	38,23	19.217 del 26-gen-06	11.740 del 18-apr-05
ASX Sidney	4.911	0,90	3,10	17,10	4.911 del 13-mar-06	3.906 del 04-mag-05
HANGSENG Hong Kong	15.542	-1,71	1,50	11,89	15.950 del 27-feb-06	13.355 del 18-apr-05
STRAITS Singapore	2.512	-0,03	3,40	15,80	2.513 del 06-mar-06	2.108 del 18-apr-05
KOSPI 200 Seul	172,8	-0,60	1,30	30,95	182,4 del 16-gen-06	117,6 del 29-apr-05
SE B \$ Shanghai	83,8	-2,85	-1,42	1,57	94,5 del 07-feb-06	51,3 del 21-lug-05

Le previsioni su tassi e cambi

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

- **In Giappone, la banca centrale avvia una graduale normalizzazione della politica monetaria. Nei prossimi mesi Boj provvederà a drenare l'eccesso di liquidità nel sistema e successivamente, in funzione dell'andamento dei fondamentali e dei prezzi, procederà ad aumentare i tassi.**
- **Negli Usa, una crescita economica che rimane solida potrebbe indirizzare la Fed verso un orientamento più restrittivo. Il prossimo appuntamento del Fomc è in calendario per il 28 marzo e le attese prevalenti puntano ad un ulteriore aumento di 25 centesimi dei tassi sui Fondi Federali.**
- **Nell'area dell'euro il quadro dipinto dagli indicatori reali continua ad essere meno brillante di quello proiettato dagli indici di fiducia, che però hanno un potenziale previsivo. Se si dovessero materializzare le attese di moderata accelerazione della crescita, trainata dalla forte espansione internazionale, la Bce dovrebbe proseguire la manovra di graduale riduzione del sostegno monetario.**

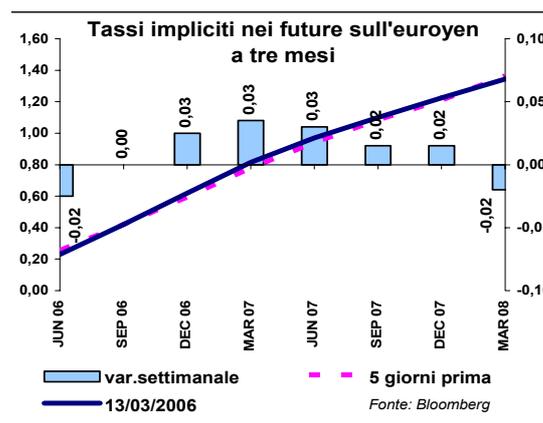
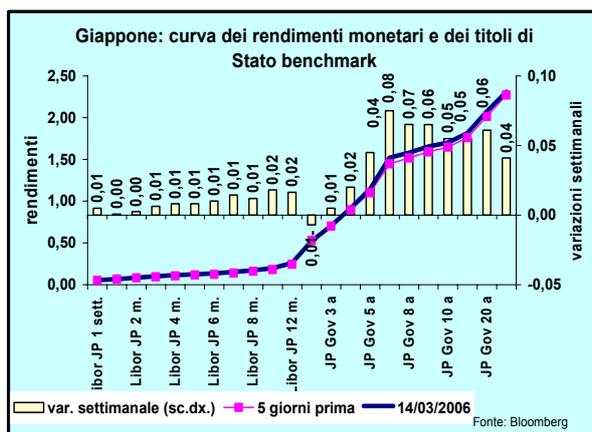
L'economia Usa prosegue lungo un sentiero di crescita sostenuta che dovrebbe sfociare in un'accelerazione del Pil nel I trimestre del 2006, ma senza riuscire contestualmente a mitigare gli elementi di rischio. La creazione di nuovi occupati in febbraio, 243mila unità, è stata superiore alle attese e alla *performance* dei mesi precedenti, anche se il tasso di disoccupazione è aumentato dal 4,7% al 4,8% di febbraio. Nell'arco di un anno sono stati creati oltre due milioni di nuovi occupati. In febbraio è stato il settore dei servizi a mostrare la maggiore dinamicità nella produzione di nuovi posti di lavoro (198mila), il comparto delle costruzioni ha contribuito con 42mila occupati, mentre il settore manifatturiero ne ha distrutti circa un migliaio soffrendo la prima flessione da settembre. Contestualmente il salario medio orario è aumentato in febbraio dello 0,3% m/m e del 3,5% a/a mostrando la dinamica più elevata da settembre 2001 e un'accelerazione rispetto all'andamento del 2005 (+ 2,8% in media d'anno). La produttività ha invece evidenziato un calo congiunturale nel IV trimestre del -0,5% rispetto a luglio-settembre che è anche il primo dal I trimestre del 2001. Se il rallentamento della produttività non si rivelasse un fatto episodico, insieme alle crescenti pressioni salariali potrebbe indirizzare la politica monetaria verso un orientamento più restrittivo. Un ulteriore aumento di 25 centesimi è atteso al Fomc del 28 marzo.

Il buon andamento economico non è stato sufficiente a mettere in moto meccanismi di aggiustamento del deficit con l'estero. In gennaio il disavanzo della bilancia commerciale ha segnato un nuovo record a -68,5 miliardi di dollari, trainato da un incremento delle importazioni più vivace dell'export. La forza degli acquisti americani all'estero conferma le attese di un'accelerazione dei consumi nel I trimestre del 2006 che sosterranno il Pil dal lato della domanda interna, ma gli sottrarranno vigore attraverso il contributo netto dall'estero.

Una decisiva svolta di politica monetaria è stata inaugurata in **Giappone**. La Banca centrale giapponese (Boj) ha dichiarato conclusa la fase di politica monetaria estremamente espansiva condotta inondando di liquidità il sistema, che sarà invece gradualmente ridotta. L'obiettivo monetario verrà spostato dalle riserve sul conto della banca centrale al tasso overnight che rimarrà vicino allo zero per molti mesi. La prima fase della manovra punterà ad asciugare la liquidità in eccesso nella misura di circa 10.000 miliardi di yen (85 miliardi di dollari o 71 miliardi di euro) al mese. A questo ritmo, ci potrebbero volere circa tre mesi per ridurre le riserve presso la banca centrale da 35.000 miliardi a 6.000 che è il livello considerato necessario per mantenere i tassi a zero, ma questa fase potrebbe anche essere diluita in tempi più lunghi. Boj continuerà "per un certo periodo di tempo" a comprare titoli pubblici nello stesso ammontare pari a 1.200 miliardi di yen ogni mese. Le condizioni monetarie rimarranno molto accomodanti dato che i tassi a livello zero si combineranno con un'inflazione (misurata dall'indice dei prezzi al consumo esclusi gli alimentari freschi) tornata ad esprimere variazioni tendenziali positive che, secondo Boj, dovrebbero confermarsi nell'arco del 2006. I tassi reali risulteranno quindi negativi, mentre erano marginalmente positivi con l'economia in deflazione. Alla luce degli sviluppi dell'attività economica e dei prezzi, a un certo punto Boj procederà a un graduale rialzo dei tassi e indirizzerà la politica monetaria in modo da traghettare e mantenere l'inflazione in un intervallo compreso tra lo 0 e il 2%, preferibilmente intorno all'1%. L'indicazione di questa banda verrà rivista ogni anno. Boj ha insistito sulla gradualità del processo e sull'attento monitoraggio dell'evoluzione

congiunturale che induce a pensare a un rialzo dei tassi posizionato verso fine anno. Il ritiro dell'abbondante liquidità iniettata nel sistema potrebbe avere delle ripercussioni internazionali, dato che diventerà progressivamente più difficile per gli operatori finanziarsi a basso costo in Giappone ed investire altrove. A seconda della dimensione di queste operazioni, impossibile da quantificare, e della rapidità con cui verranno smantellate, non si possono escludere movimenti sui tassi internazionali tanto più che la manovra nipponica si accomunerà a politiche monetarie meno accomodanti in Europa e negli Usa.

La revisione del Pil giapponese del IV trimestre ha leggermente ridimensionato l'incremento trimestrale annualizzato al 5,4%, dal precedente 5,5%, che corrisponde a una variazione congiunturale dell'1,3% e tendenziale del 4,3%. Nella media del 2005 il Pil è aumentato del 2,7%, oltre la performance europea, ma quasi un punto percentuale al disotto di quella Usa.



Nell'area dell'euro il quadro dipinto dagli indicatori reali continua ad essere meno brillante di quello proiettato dagli indici di fiducia, che però hanno un potenziale previsivo. E' ragionevole attendersi che un'accelerazione dello sviluppo possa concretizzarsi al traino della robusta crescita internazionale. Se queste attese si materializzeranno, la Bce proseguirà la manovra di graduale ritiro dello stimolo monetario. Tuttavia, questa settimana i dati di produzione industriale dei tre paesi più importanti in termini di Pil non sono stati particolarmente brillanti a gennaio: il piccolo aumento congiunturale della produzione industriale francese (0,3% m/m e 0,1% a/a) si è contrapposto al calo tedesco (-0,1% m/m e 3,3% a/a) e a quello italiano (-0,3% m/m). Il mercato del lavoro europeo rimane debole con un tasso di disoccupazione che oscilla sopra l'8% e continua a configurarsi come un elemento d'incertezza per la futura evoluzione dei consumi.

	dati storici		13/03/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	105,3	118,4	118,9	111,0	103,0
dollaro-euro	1,318	1,186	1,195	1,220	1,280
yen-euro	138,9	140,4	142,1	135,4	131,8
sterlina-euro	0,693	0,679	0,692	0,695	0,700
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	3,03	4,49	4,93	5,10	5,05
euro	2,14	2,47	2,70	2,95	3,40
yen	0,05	0,07	0,12	0,12	0,35
sterlina	4,99	4,64	4,59	4,55	4,58
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,50	4,46	4,77	4,80	5,00
Germania	3,72	3,37	3,68	3,70	3,95
Giappone	1,41	1,51	1,70	1,75	2,11
Italia	3,84	3,55	3,89	3,90	4,15
Gran Bretagna	4,80	4,22	4,35	4,38	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 reali)

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	0,4	1,0	1,1	0,8	0,8
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	4,1	1,6	4,2	4,3	3,2	3,4
var.% anno su anno	4,2	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,2	3,3	3,6	3,3	3,8

AREA EURO

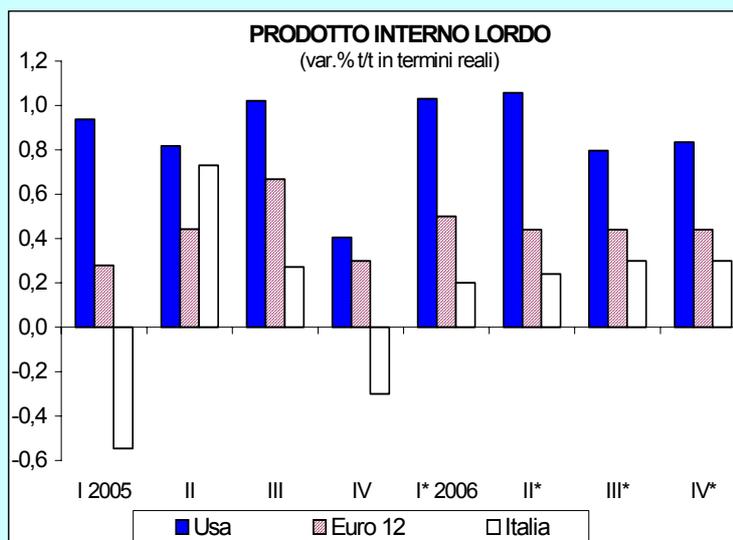
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,7	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,1	1,8	2,7	1,0	2,0	1,8	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	1,8	1,2	1,2	1,6	1,7	1,9	1,9	1,6	1,8

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	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
var.% trim su trim annualizzato				-2,2	3,0	1,1	-1,2	0,8	1,0	1,2	1,2
var.% anno su anno	1,1	0,0	1,0	-0,3	0,2	0,1	0,1	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

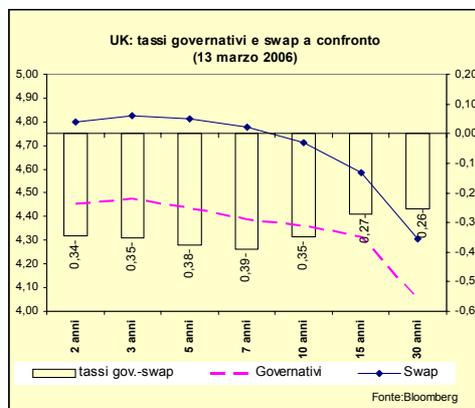
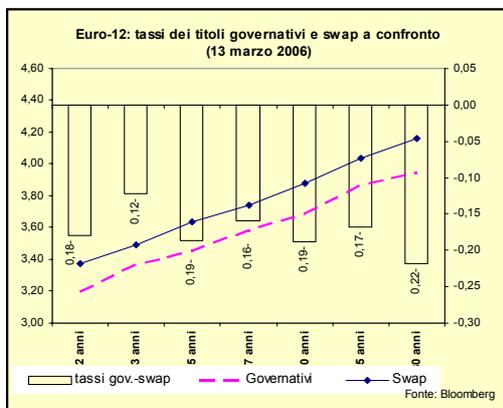
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

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

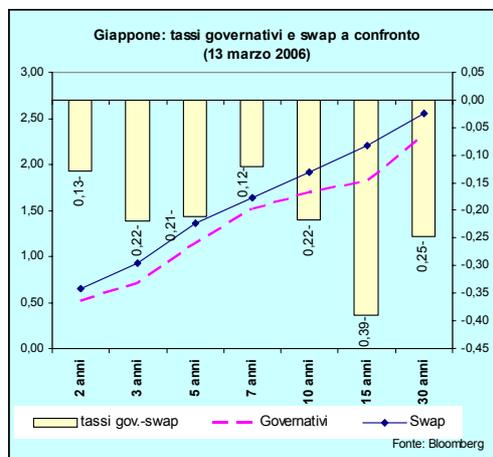
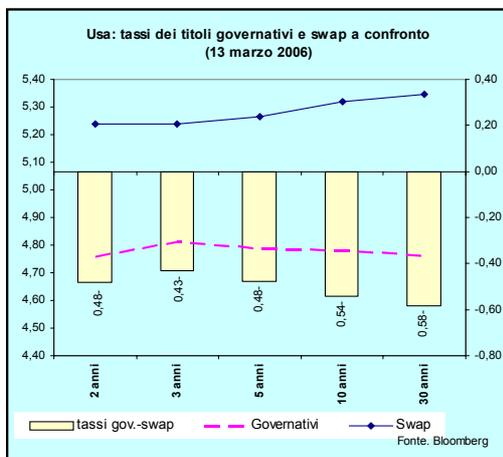
	Dati storici					Var. % dell'euro contro le altre valute					
	10/3/06	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,192	1,202	1,197	1,341	1,263	1,179	-0,8	-0,4	-11,1	-5,6
Canada	1,387	1,363	1,376	1,611	1,623	1,800	1,8	0,8	-13,9	-14,6	-23,0
Australia	1,622	1,612	1,614	1,694	1,680	1,910	0,6	0,5	-4,3	-3,5	-15,1
Nuova Zelanda	1,852	1,803	1,754	1,815	1,924	2,223	2,8	5,6	2,1	-3,7	-16,7
Giappone	141,1	140,0	140,8	139,6	135,1	133,7	0,8	0,2	1,1	4,5	5,5
Argentina	3,661	3,686	3,646	3,934	3,699	1,180	-0,7	0,4	-6,9	-1,0	210,3
Svizzera	1,566	1,563	1,555	1,548	1,558	1,617	0,2	0,7	1,2	0,5	-3,1
Regno Unito	0,686	0,685	0,684	0,696	0,705	0,711	0,2	0,3	-1,5	-2,6	-3,5
Stesia	9,393	9,460	9,262	9,069	9,080	9,470	-0,7	1,4	3,6	3,4	-0,8
Danimarca	7,460	7,462	7,465	7,446	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,1
Norvegia	7,974	8,012	8,076	8,174	8,414	8,855	-0,5	-1,3	-2,5	-5,2	-10,0
Cipro	0,575	0,575	0,574	0,583	0,586	0,582	0,1	0,1	-1,3	-1,9	-1,3
Repubblica Ceca	28,78	28,52	28,26	29,50	32,41	35,11	0,9	1,8	-2,5	-11,2	-18,0
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	258,7	254,5	250,7	243,9	262,5	251,5	1,7	3,2	6,1	-1,4	2,9
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,696	0,673	0,667	0,0	0,0	0,0	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,433	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,8	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,61	37,16	37,47	37,76	41,17	42,99	1,2	0,4	-0,4	-8,7	-12,5
Slovenia	239,6	239,5	239,5	239,7	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7
Polonia	3,9053	3,802	3,777	3,973	4,702	4,071	2,7	3,4	-1,7	-16,9	-4,1
Russia	33,31	33,55	33,65	36,82	36,89	25,32	-0,7	-1,0	-9,5	-9,7	31,6
EURO	91,3	91,3	90,8	94,3	92,8	93,3	0,0	0,5	-3,2	-1,7	-2,2

cambio effettivo nominale

Fonte: Datastream

Panorama Tassi & Dollaro USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute											
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	10/3/06	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,161	1,133	1,153	1,204	1,293	1,598	-2,4	-0,7	3,7	11,4	37,6
Australia (*)	0,732	0,744	0,738	0,791	0,753	0,516	-1,7	-0,9	-7,5	-2,9	41,9
Nuova Zelanda (*)	0,641	0,665	0,678	0,738	0,656	0,425	-3,7	-5,6	-13,2	-2,3	50,7
Giappone	119,0	116,4	117,8	104,1	107,2	131,8	-2,1	-1,0	-12,5	-9,9	10,8
Corea del Sud	981	970	971	1.002	1.198	1.320	-1,2	-1,0	2,1	22,1	34,6
Filippine	51,32	51,17	51,48	54,25	55,54	51,60	-0,3	0,3	5,7	8,2	0,5
Indonesia	9.242	9.187	9.224	9.365	8.418	10.370	-0,6	-0,2	1,3	-8,9	12,2
Singapore	1,628	1,619	1,627	1,620	1,700	1,849	-0,5	-0,1	-0,5	4,4	13,6
Thailandia	39,13	38,87	39,24	38,27	39,61	44,05	-0,7	0,3	-2,2	1,2	12,6
Cina	8,05	8,04	8,05	8,28	8,28	8,28	-0,2	0,0	2,8	2,8	2,8
India	44,41	44,17	44,13	43,53	45,63	48,27	-0,6	-0,6	-2,0	2,7	8,7
Argentina	3,08	3,07	3,07	2,94	2,94	1,00	-0,3	-0,6	-4,7	-4,6	-67,7
Brasile	2,15	2,11	2,16	2,72	2,89	2,30	-1,7	0,7	26,4	34,6	6,8
Cile	531,4	523,5	529,0	585,7	593,0	646,3	-1,5	-0,5	10,2	11,6	21,6
Colombia	2.263	2.253	2.254	2.343	2.780	2.297	-0,4	-0,4	3,5	22,9	1,5
Messico	10,71	10,57	10,48	11,03	11,24	9,11	-1,3	-2,2	3,0	4,9	-15,0
Perù	3,32	3,32	3,29	3,26	3,46	3,44	0,1	-0,9	-1,8	4,3	3,7
Uruguay	24,35	24,28	24,15	25,60	29,32	14,75	-0,3	-0,8	5,1	20,4	-39,4
Venezuela	2.616	2.644	2.698	2.808	2.852	759	1,1	3,1	7,3	9,0	-71,0
Israele	4,71	4,70	4,70	4,31	4,39	4,48	-0,3	-0,4	-8,6	-6,9	-5,0
Sud Africa	6,26	6,18	6,13	5,83	6,62	12,37	-1,4	-2,0	-7,0	5,7	97,5
Turchia	1,3472	1,2995	1,3240	1,2777	1,3966	1,4298	-3,5	-1,7	-5,2	3,7	6,1
Area dell'Euro (*)	1,192	1,202	1,197	1,341	1,263	0,904	-0,8	-0,4	-11,1	-5,6	31,9
Regno Unito (*)	1,726	1,755	1,746	1,922	1,786	1,439	-1,6	-1,1	-10,2	-3,3	20,0
Svizzera	1,318	1,298	1,307	1,154	1,239	1,650	-1,5	-0,8	-12,5	-6,0	25,2
Danimarca	6,27	6,20	6,27	5,55	5,91	8,28	-1,1	0,1	-11,5	-5,7	32,2
Norvegia	6,69	6,67	6,75	6,10	6,68	8,87	-0,4	0,8	-8,9	-0,2	32,5
Svezia	7,88	7,85	7,81	6,76	7,18	10,28	-0,4	-0,9	-14,2	-8,9	30,4
Russia	28,00	28,03	28,25	27,56	29,45	30,14	0,1	0,9	-1,6	5,2	7,6
Polonia	3,27	3,16	3,17	2,96	3,73	3,96	-3,3	-3,0	-9,4	14,1	20,9
Repubblica Ceca	24,14	23,72	23,61	22,00	25,65	35,27	-1,8	-2,2	-8,9	6,3	46,1
Ungheria	217,7	211,3	210,9	181,5	209,3	272,9	-2,9	-3,1	-16,6	-3,9	25,3
DOLLARO USA	97,5	95,8	96,7	89,5	94,6	122,0	1,8	0,8	8,9	3,1	-20,1
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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

Il calendario della settimana economica (dal 14 al 20/3/2006)

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

Giorno	Eventi
Martedì 14	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali delle riunioni di gennaio e febbraio
Mercoledì 15	Stati Uniti: la Fed pubblica il Beige Book
Giovedì 16	Stati Uniti: intervento di Guynn della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Yellen della Federal Reserve Area Euro: intervento di Trichet Area Euro: intervento di Issing
Venerdì 17	Area Euro: intervento di Gonzalez-Paramo della BCE

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
UNIONE EUROPEA					
Martedì 14	Francia	Prezzi al consumo armoniz.	febbraio	-0,1% ^{m/m} ; 2,3% ^{a/a}	0,4% ^{m/m} ; 2% ^{a/a}
	Germania	Indice Zew	marzo	69,8	63,4
Mercoledì 15	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult-3 mesi)	gennaio	3,6% a/a	3,9% a/a
		Variazione disoccupati	febbraio	-2.000	+3.700
Giovedì 16	Italia	Prezzi al consumo armoniz.	febbraio	-0,9% ^{m/m} ; 2,2% ^{a/a}	-0,1% ^{m/m} ; 2,2% ^{a/a}
	Spagna	Prezzi al consumo armonizz.	febbraio	-0,5% ^{m/m} ; 4,2% ^{a/a}	0,1% ^{m/m} ; 4,1% ^{a/a}
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	febbraio	-1,3% ^{m/m} ; 1,3% ^{a/a}	0,4% ^{m/m} ; 2,1% ^{a/a}
	Area Euro	Prezzi al consumo	febbraio	-0,4% ^{m/m} ; 2,4% ^{a/a}	0,3% ^{m/m} ; 2,3% ^{a/a}
Venerdì 17	Area Euro	Prezzi al consumo (core)	febbraio	1,2% a/a	1,3% a/a
		Italia	Bilancia commerciale (EU)	gennaio	-1,9 mld
	Area Euro	Produzione industriale	gennaio	0,1% m/m	0,3% m/m
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 14	Stati Uniti	Saldo partite correnti	IV tr. 05	-195,8 mld	-218 mld
		Vendite al dettaglio (ex auto)	febbraio	2,2% m/m	-0,5% m/m
		Vendite al dettaglio	febbraio	2,3% m/m	-0,8% m/m
		Scorte delle imprese	gennaio	0,7% m/m	0,3% m/m
Mercoledì 15	Giappone	Produzione industriale (rev.)	gennaio	0,3% m/m	0,4% m/m
		Stati Uniti	Prezzi all'import	febbraio	1,3% m/m
Giovedì 16	Stati Uniti	Indice Empire Manufacturing	marzo	20,3	18,9
		Acquisti netti attività finanz.	gennaio	56,60 mld	64,8
		Licenze edilizie	febbraio	2,22 mln	2,11 mln
		Prezzi al consumo (escl.al. & energia)	febbraio	0,2% m/m; 2,1% ^{a/a}	0,2% ^{m/m} ; 2,1% ^{a/a}
		Prezzi al consumo	febbraio	0,7% ^{m/m} ; 4,0% ^{a/a}	0,1% ^{m/m} ; 3,7% ^{a/a}
		Nuovi cantieri residenziali	febbraio	2,28 mln	2,03 mln
		Richieste sussidio disocc.	11 marzo	303.000	298.000
Venerdì 17	Stati Uniti	Indice Fed di Philadelphia	marzo	15,4	13,1
		Impiego capacità produttiva	febbraio	80,9%	81,4
		Produzione industriale	febbraio	-0,2% m/m	0,8% m/m
		Indice fiducia Univ. Michigan	marzo	86,7	88,0
		Indice anticipatore	febbraio	1,1	-0,3