

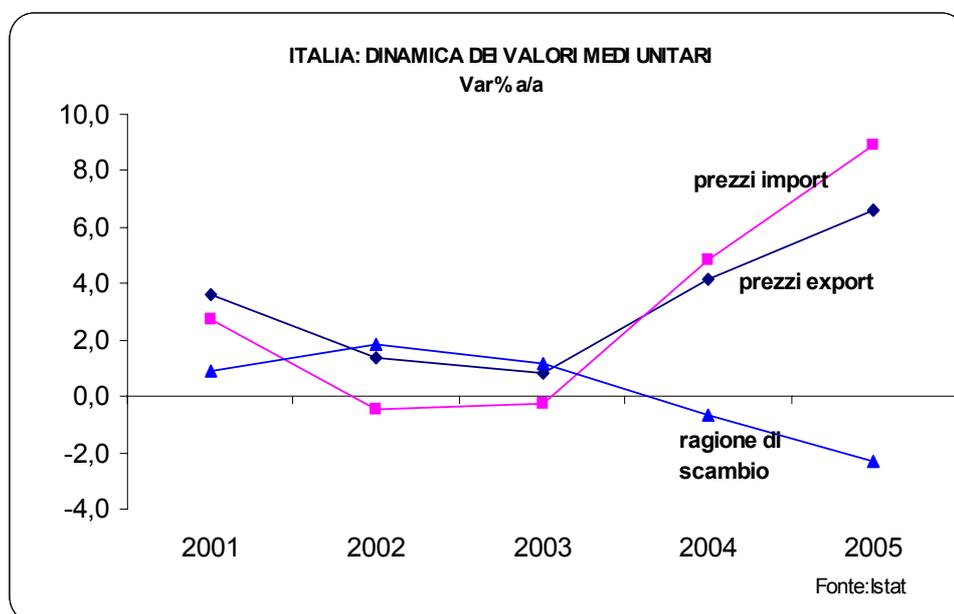
# focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

17  
2006

3 maggio 2006

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



- I rincari del petrolio pesano sui conti con l'estero dell'Italia. I prezzi all'import crescono più dei prezzi all'export creando pressioni sui margini reddituali delle imprese. Dal lato dei valori, la spesa per l'acquisto dall'estero dei minerali energetici giunge a rappresentare 1/3 del totale delle importazioni.
- Un'economia in forte espansione e una politica monetaria meno restrittiva accompagnano la Turchia nel lungo percorso di avvicinamento all'Unione europea.

## La domanda spinge la crescita in Sud Africa

P. Verduci ☎ 06-47027281 – [paola.verduci@bnlmail.com](mailto:paola.verduci@bnlmail.com)

- Nel corso del 2005 il Sud Africa ha realizzato la miglior performance economica degli ultimi venti anni, grazie alla forza della domanda sia interna sia internazionale. I principali problemi sociali riguardano il dilagare dell'AIDS e l'elevatissimo tasso ufficiale di disoccupazione.
- La domanda interna e in particolare i consumi privati trovano il sostegno in un contesto economico caratterizzato da redditi crescenti, tassi di interesse ai minimi degli ultimi 25 anni e dall'effetto ricchezza derivante dall'apprezzamento delle attività reali e finanziarie.
- Nei conti con l'estero il crescente aumento del deficit di parte corrente continuerà a trovare ampia copertura nei consistenti afflussi finanziari che testimoniano l'elevato grado di fiducia dei mercati internazionali verso il paese.

Nel 2005 l'economia del Sud Africa è cresciuta ad un tasso del 4,9%, (contro il 4,5% nel 2004), il più alto dal 1984. Tuttavia l'attuale fase di espansione è ben più solida di quella realizzata oltre venti anni fa, quando la ripresa si dimostrò di breve durata e guidata da una sostenuta politica fiscale espansiva. Il paese, primo produttore al mondo di platino, secondo bene esportato dopo l'oro, non solo sta beneficiando degli elevati livelli dei prezzi delle commodities e della domanda internazionale, ma ha continuato a sperimentare anche una robusta crescita della domanda interna. Dal lato della produzione il settore primario ha beneficiato nel 2005 di un buon risultato della produzione agricola. I risultati dell'industria, dopo il picco del secondo trimestre, hanno mostrato un rallentamento nei successivi, sia nel manifatturiero che nel minerario. Comunque gli elevati indici di fiducia confermano un outlook positivo con una crescita attesa intorno al 5%.

Grazie al sostegno della produzione le entrate pubbliche sono state particolarmente elevate portando nel 2005 il deficit fiscale allo 0,6% del Pil. La politica economica continuerà ad essere espansiva, orientata alla crescita e al sostegno della domanda interna e in particolare dell'occupazione. Il tasso ufficiale di disoccupazione è intorno al 27% e permane il gravissimo problema dell'AIDS.

Sud Africa	2005	2006*	2007*
Popolazione (in milioni)	42,5	42,3	42,0
Pil (variazione % annua in termini reali)	4,9	4,8	5,1
Prezzi al consumo (variazione % annua)	4,0	4,8	4,7
Surplus/Deficit di bilancio (in % del Pil)	-0,6	-2,0	-2,3
Saldo parte corrente (in % del Pil)	-4,2	-4,7	-4,0
Cambio Rand/US\$ (media annua)	6,36	6,50	6,75
Fonte: ns elaborazioni su dati EIU e Banca centrale Sud Africa (*) previsioni			
<b>Rating: Baa1 (Moody's), BBB+ (S&amp;P's e Fitch)</b>			

A febbraio l'inflazione, misurata dal CPIX, ha raggiunto il 4,5%, in aumento rispetto al mese precedente (4% a gennaio) principalmente per il rialzo dei prezzi petroliferi. Si tratta comunque del 29° mese successivo in cui l'indicatore dei prezzi si trova all'interno dell'obiettivo di riferimento (inflation targeting al 3-6%). Le attese per l'inflazione sono positive, sebbene permangano fattori di rischio al rialzo, quali l'espansione del credito, la domanda per consumi, l'ampliarsi del deficit delle partite correnti dal lato interno e l'evoluzione dei corsi petroliferi dal lato esterno. Secondo le previsioni della banca centrale l'inflazione dovrebbe raggiungere il massimo del 5% ad inizio 2007 per poi ritornare intorno ad un livello del 4,6% fino alla fine del 2008. Nel 2005 è proseguita la fase restrittiva di politica monetaria con una riduzione dei tassi di interesse dal 7,5% al 7%, che sono stati così portati al livello minimo degli ultimi 25 anni. Sebbene la banca centrale abbia sottolineato il permanere di fattori di rischio sulla futura evoluzione dell'inflazione, sia interni (forza dei consumi) sia esterni (prezzo del petrolio) ha tuttavia lasciato i tassi invariati nell'ultimo meeting di aprile.

### **In forte crescita la domanda interna**

Nel 2005 tutte le componenti principali della domanda sono risultate in crescita ad un tasso compreso tra il 5,5% e l'8%. I consumi privati hanno trovato il sostegno nei redditi crescenti e in un livello dei tassi di interesse al minimo degli ultimi 25 anni. La spesa per consumi delle famiglie è cresciuta ad un tasso del 6,9% e tutti i principali indicatori fanno ritenere che tale trend continuerà anche nel 2006. Gli indici di fiducia delle famiglie sono infatti sui livelli massimi, grazie anche all'effetto ricchezza derivante dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali.

La forza della domanda interna è inoltre testimoniata dalle variabili creditizie con eccezionali tassi di crescita dei prestiti (22,2% a febbraio), in particolare dei mutui (cresciuti nel 2005 al 27,6%). Di conseguenza il tasso di risparmio nazionale si sta ulteriormente riducendo, passando dal 16,3% del Pil nel 1991 al 13,7% nel 2005. Analogamente il tasso di risparmio delle famiglie è passato nello stesso periodo dal 5,3% del reddito disponibile ad appena lo 0,2% e l'indebitamento delle famiglie ha raggiunto la quota record del 65,5%. Sebbene il servizio del debito sia ancora su livelli bassi, risulta comunque in aumento (7% del reddito disponibile).

### **Gli afflussi di capitale dall'estero garantiscono un surplus della bilancia dei pagamenti**

La forza della domanda interna continua a sostenere le importazioni (+11,5% nel 2005) e ad ampliare il deficit commerciale e quello delle partite correnti che ha raggiunto il 4,2% del Pil (3,4% nel 2004). Come osserva la banca centrale i deficit di parte corrente sono tipici di una fase ciclica espansiva in quanto riflettono un'elevata domanda interna che di per sé non è inflazionistica. Ciò che preoccupa sono i possibili effetti sul tasso di cambio qualora il deficit dovesse essere ritenuto insostenibile, soprattutto se dovuto ad una forte domanda per consumi più che per investimenti. Dopo tre anni di costante apprezzamento della valuta, che ha messo a dura prova l'economia sudafricana per il suo orientamento alle esportazioni (il peso delle esportazioni sul Pil è pari al 27%), nel 2005, nonostante le numerose oscillazioni, il tasso di cambio nominale effettivo è rimasto in media d'anno pressoché invariato.

Inoltre, come negli ultimi quattro anni, il deficit di parte corrente dovrebbe continuare ad essere ampiamente finanziato dai flussi finanziari della bilancia dei pagamenti, soprattutto verso il mercato azionario, contribuendo in tal modo anche all'aumento delle riserve e alla stabilizzazione della valuta. La fiducia dei mercati internazionali sulle prospettive economiche del paese è confermata dai livelli storicamente bassi dei rendimenti sui titoli governativi, che con il 7,3% hanno raggiunto il livello più basso degli ultimi 35 anni.

Il saldo finanziario della bilancia dei pagamenti ha infatti chiuso il 2005 con un surplus ancora maggiore di quello realizzato nell'anno precedente, grazie ai consistenti afflussi di investimenti diretti dall'estero in particolare nel settore bancario, nel quale è stato realizzato il più grande investimento mai effettuato nel paese (USD\$5,4 mld per l'acquisto del 60% dell'Absa Bank da parte della Barclays) ed uno dei più grandi mai fatti in Africa in un settore diverso da quello delle materie prime. Continua inoltre ad attirare flussi record di capitali dall'estero l'ottima performance del mercato azionario che nel 2005 è aumentato del 43%, realizzando in valuta locale la settima miglior performance a livello mondiale.

Grazie al surplus complessivo della bilancia dei pagamenti si è verificato un aumento delle riserve in valuta, che hanno superato i US\$20 mld a marzo 2006, un valore triplo rispetto al 2001 (US\$6 mld). Le riserve, seppur in crescita, rimangono comunque su livelli modesti, con una copertura delle importazioni misurata in 12 settimane e una quota del debito estero a breve sulle riserve pari a circa il 70%.

## Turchia: un percorso concordato con Ue e Fmi

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

- **La realizzazione dei programmi di riforma economica concordati dalla Turchia con il Fmi ha favorito il superamento della crisi economico-finanziaria del 2001, un successivo quadriennio di sostenuta crescita e un deciso processo di riduzione dell'inflazione.**
- **Le relazioni internazionali della Turchia ne indirizzano il futuro impegno politico-economico. Si prospettano lunghi i negoziati tra Ue e Turchia iniziati ad ottobre del 2005, in vista dell'adesione all'unione economica.**
- **Fino alle prossime elezioni, in calendario per novembre 2007, il governo sarà impegnato a centrare gli obiettivi economici concordati con il Fondo monetario internazionale (Fmi) e a progredire nel processo di integrazione con la Ue e di adesione al suo complesso normativo.**

### Una fase di relativa stabilità politica

Le elezioni del 3 novembre 2002 segnarono in Turchia una decisa vittoria del partito "AKP" di moderata ispirazione islamica che conquistò il 67% dei seggi parlamentari (365) e formò un governo monocolore. L'altro partito che superò la soglia del 10% imposta dal sistema elettorale fu il "CHP" con il 33% dei seggi.

Nonostante l'uscita di alcuni parlamentari dalle file del partito, prevalentemente nella prima metà del 2005, l'AKP conserva un'ampia maggioranza in parlamento che dovrebbe consentire il necessario supporto al governo fino alla data delle prossime elezioni a novembre 2007. L'esecutivo ha incontrato però delle difficoltà a causa di dissensi serpeggianti tra ministri conservatori e liberali.

Il governo guidato da Recep Tayyip Erdogan, leader dell'AKP, si è mosso fin dall'avvio della sua attività sulla via tracciata dall'ex ministro dell'economia Kemal Dervis dopo la crisi economico-finanziaria del 2001. I rapporti con il Fondo monetario internazionale (Fmi) hanno profondamente influenzato la politica economica del paese. Un primo accordo "stand-by" triennale fu siglato nel febbraio del 2002 e, a fronte di un prestito di circa 19 miliardi di dollari, la Turchia si impegnò a seguire un rigido programma di risanamento economico.

### Il sostegno del Fmi ha promosso un processo di riforme

Considerati i notevoli progressi realizzati attraverso questa collaborazione, il Fmi ha sottoscritto a maggio 2005 un nuovo accordo "stand-by" triennale che prevede lo stanziamento di 10 miliardi di dollari a sostegno di un piano di riforme concordate tra il Fmi e il governo turco.

Gli obiettivi del piano di riforme puntano a migliorare la finanza pubblica, a ridurre il debito, a contenere ulteriormente l'inflazione e ad accrescere la competitività dell'economia allo scopo di rendere sostenibile il processo di sviluppo.

Nel corso del 2005 si sono registrati importanti progressi. Il processo di privatizzazione ha sperimentato un'accelerazione con la vendita di aziende di spicco come Turk Telekom, Erdemir (produttore di acciaio) e la raffineria Tupras, favorendo un forte aumento degli investimenti diretti. Gli incassi da privatizzazioni hanno raggiunto i 15 miliardi di dollari nel 2005. Nel 2006 sarà il settore elettrico ad alimentare il processo.

La riorganizzazione dell'apparato bancario è a uno stadio avanzato ed il sistema attualmente viene considerato meglio regolato, controllato e più solido dal punto di vista finanziario di quanto fosse nel 2000.

La riforma del sistema fiscale è in evoluzione. La ristrutturazione dell'amministrazione ha contribuito ad aumentare il gettito fiscale, sostenuto anche dalla vivace crescita economica. Ancora relativamente poco si è fatto per contenere i costi del sistema sanitario e di sicurezza sociale.

A metà aprile il parlamento ha approvato una nuova legge che procede alla riforma dello stato sociale e ad una correzione graduale del deficit, lievitato al 4,8% del prodotto nazionale lordo nel 2005. La causa principale del forte aumento di questo disavanzo è dovuta alla possibilità di andare in pensione relativamente presto. La legge, approvata dal parlamento dopo numerosi emendamenti, punta ad eguagliare i trattamenti pensionistici per i lavoratori dipendenti, a garantire assistenza sanitaria gratuita ai minori di 18 anni e procede ad un graduale aumento dell'età pensionabile fino a 65 anni. La riforma è destinata ad agire in modo graduale. Si prevede che il deficit calerà a meno dell'1% del prodotto nazionale lordo nel 2040 e si stima che smetterà di aumentare solo a partire dal 2015. Ulteriori riforme saranno necessarie per contenere la spesa sanitaria.

La legge, che presumibilmente diverrà operativa nel 2006, è stata bloccata dal Presidente, Ahmet Necdet Sezer, che ha posto il veto su una clausola colpevole di assegnare troppo potere al governo sulla nomina del direttivo dell'istituto destinato a sovrintendere il sistema di sicurezza sociale nazionale. Il varo di questa riforma è essenziale perché la delegazione del Fmi approvi l'erogazione di un'ulteriore tranche di finanziamento da 900 milioni di dollari.

Il surplus primario del 2005 dovrebbe risultare leggermente inferiore al 6,5% del Pil e quindi in leggera riduzione rispetto al 2004 (6,6%) a causa di un aumento delle spese che ha ecceduto l'incremento delle entrate. La legge fiscale del 2006 progetta di far risalire il surplus primario almeno fino al 6,6% del Pil entro fine dell'anno in corso, ottemperando così agli accordi con il Fmi che ha raccomandato come obiettivo prioritario il mantenimento di un avanzo primario del 6,5% del Pil.

### **Forte crescita e contenimento dell'inflazione**

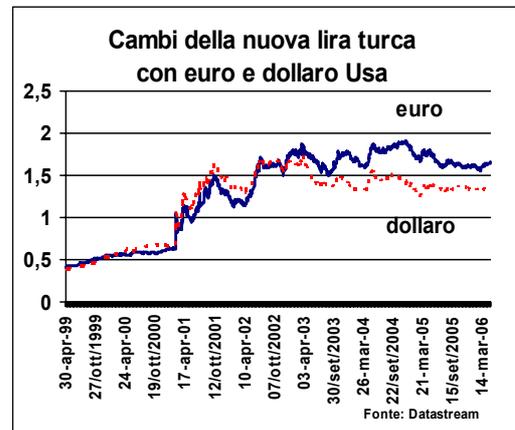
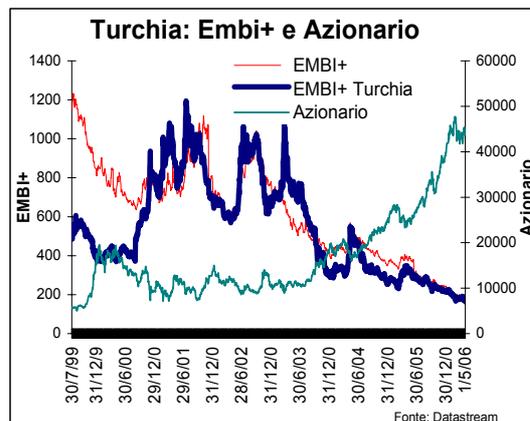
La crescita economica è stata robusta da quando il paese ha aderito ai programmi del Fmi. Il Pil è in forte espansione dal 2002 e ha espresso un incremento nell'ordine del 7% circa negli ultimi quattro anni, anche se ha leggermente decelerato nel 2005 al 6,4% dall'8,6% del 2004. Lo sviluppo è sostenuto da una domanda interna in espansione sia sul fronte degli investimenti che dei consumi, grazie ai tassi d'interessi nominali e reali su minimi storici, al miglioramento della produttività e all'aumento del credito al consumo. La disoccupazione rimane però un elemento di debolezza, con il tasso di disoccupazione oltre il 10% nel primo trimestre del 2006.

<b>Turchia</b>	<b>2005</b>	<b>2006*</b>	<b>2007*</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	73,3		
Pil pro capite (in \$ Usa - PPP)	7.960	8.450	9.070
Pil (var. % annua in termini reali)	6,4	4,0	5,3
Prezzi al consumo (var. % annua)	8,2	9,0	7,0
Cambio contro \$ Usa (media annua)	1,34	1,43	1,51
Debito estero (in % del Pil)	47,9	42,7	39,9
<b>Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)</b>	<b>Moody's Ba3</b>	<b>S&amp;P BB-</b>	<b>Fitch BB-</b>
Fonte: Eiu, Fmi, Comm.europea (*) Previsioni			

La forte crescita si è accompagnata ad un efficace processo disinflazionistico. La variazione tendenziale dei prezzi al consumo è scesa all'8,2% nella media del 2005 da livelli vicini all'80% negli anni '90, arrivando a un minimo del 7,5% a ottobre del 2005 grazie al rafforzamento della divisa nazionale, alla politica fiscale virtuosa e all'aumento della produttività. I prezzi al consumo sono tornati oltre l'8% a febbraio-marzo 2006.

### Una politica monetaria più accomodante

Grazie ai progressi realizzati sul versante inflazionistico, la Banca centrale ha tagliato il saggio di riferimento dieci volte da inizio 2005 abbassando il tasso overnight al 13,25%, che si confronta con il 18% di fine 2004 o con il 44% di fine 2002. Dal primo gennaio del 2006 è stato adottato un "inflation targeting" che ha stabilito un obiettivo inflazionistico del 5% da raggiungere entro fine 2006. Il 18 aprile è stato designato il nuovo governatore della banca centrale Durmus Yilmaz già membro del board che ha confermato l'obiettivo. I progressi economici si sono riflessi in una riduzione del differenziale tra i rendimenti dei titoli turchi e dei benchmark Usa che oscilla sotto i 170 punti base.



### I rapporti internazionali

L'economia rimane però fragile e sensibile all'umore degli investitori internazionali a causa del crescente deficit con l'estero e dell'ampio debito. Uno dei maggiori punti di debolezza rimane il deficit di parte corrente che si è ampliato nel 2005, si stima a circa il 6,5% del Pil, a causa del forte aumento dell'import, gonfiato dalla lievitazione dei corsi petroliferi e favorito sia dalla forza dei consumi sia della divisa nazionale. L'ampiezza del disavanzo suggerisce la probabilità di un aggiustamento in prospettiva che dovrebbe passare per un indebolimento della lira turca, un rallentamento del Pil e, infine, una riduzione del deficit di parte corrente.

Tensioni permangono tra il governo di moderata ispirazione islamica e le forze laiche dello Stato che, al momento, includono il presidente della Repubblica, il potere giudiziario, l'esercito.

Le relazioni internazionali della Turchia sono in evoluzione. A ottobre 2005 hanno preso avvio i negoziati tra Ue e Turchia che si prospettano lunghi e impegnativi. Fino alle elezioni del 2007 il governo sarà impegnato a centrare gli obiettivi economici concordati con il Fmi e a contrattare l'adesione alle richieste della Ue che implicano, tra l'altro, una soluzione della spinosa questione cipriota e maggiori garanzie in tema di diritti umani.

## Toro a due velocità

G. Pedone ☎ 06-47027055 – [giovanni.pedone@bnlmail.com](mailto:giovanni.pedone@bnlmail.com)

Nonostante le rassicurazioni della Federal Reserve e le precisazioni di Bernanke in merito all'avvicinarsi della fine del ciclo di rialzo dei tassi le borse statunitensi, e di riflesso quelle europee, non sembrano convinte dei segnali distensivi della politica monetaria.

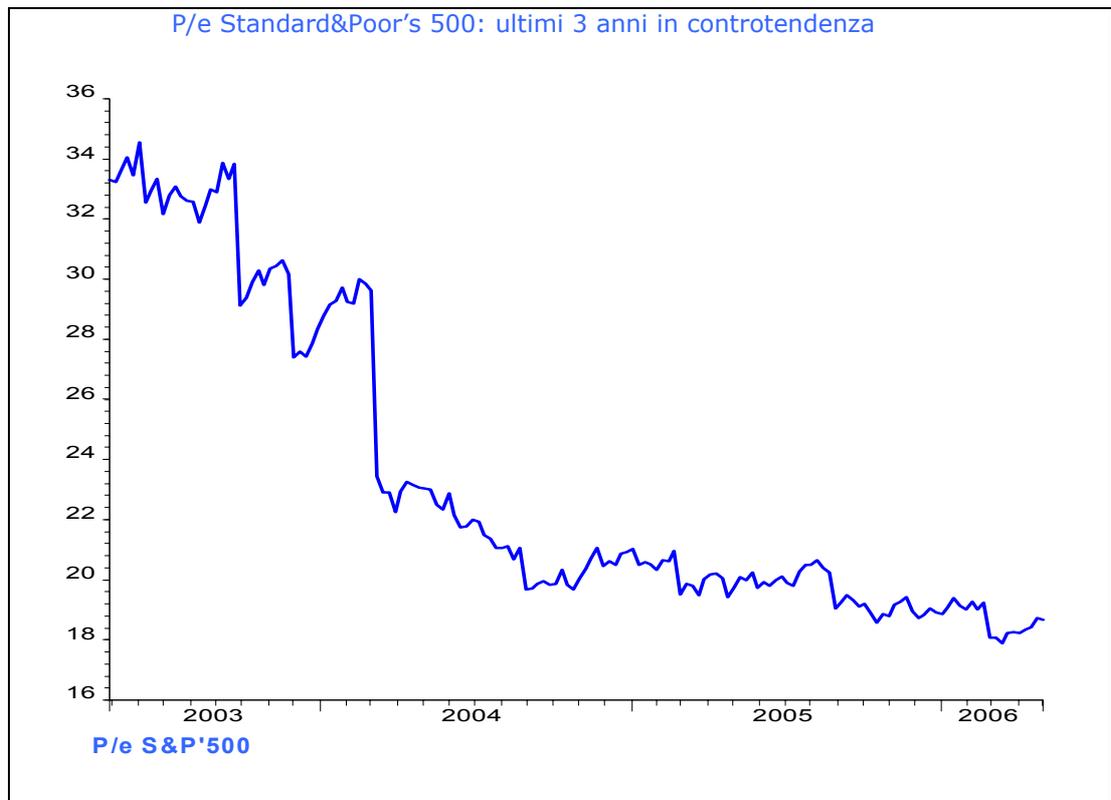
Gli investitori non escludono infatti un'estensione della discesa dei listini e preferiscono rimanere liquidi in attesa di poter rientrare a prezzi più convenienti e valutazioni meno care delle attuali.

### Meno volumi e più volatilità

Il trend perde così direzionalità e il supporto dei volumi, che invece si assottigliano in contrasto con un visibile aumento del livello di volatilità.

Dopo una corsa quasi ininterrotta dei listini dal 31 ottobre 2005, il cedimento assume minor rilevanza e va piuttosto inquadrato come pausa fisiologica, necessaria per scaricare almeno gli indicatori di breve come l'ipercomprato.

Tesi supportata non soltanto dalla liquidità in circolazione e dal flusso di risorse in arrivo da un saturo segmento obbligazionario (soprattutto a lunga scadenza), ma anche dalla struttura dei multipli e dalle indicazioni positive fornite dall'analisi dei price-earning (cfr. primo grafico).

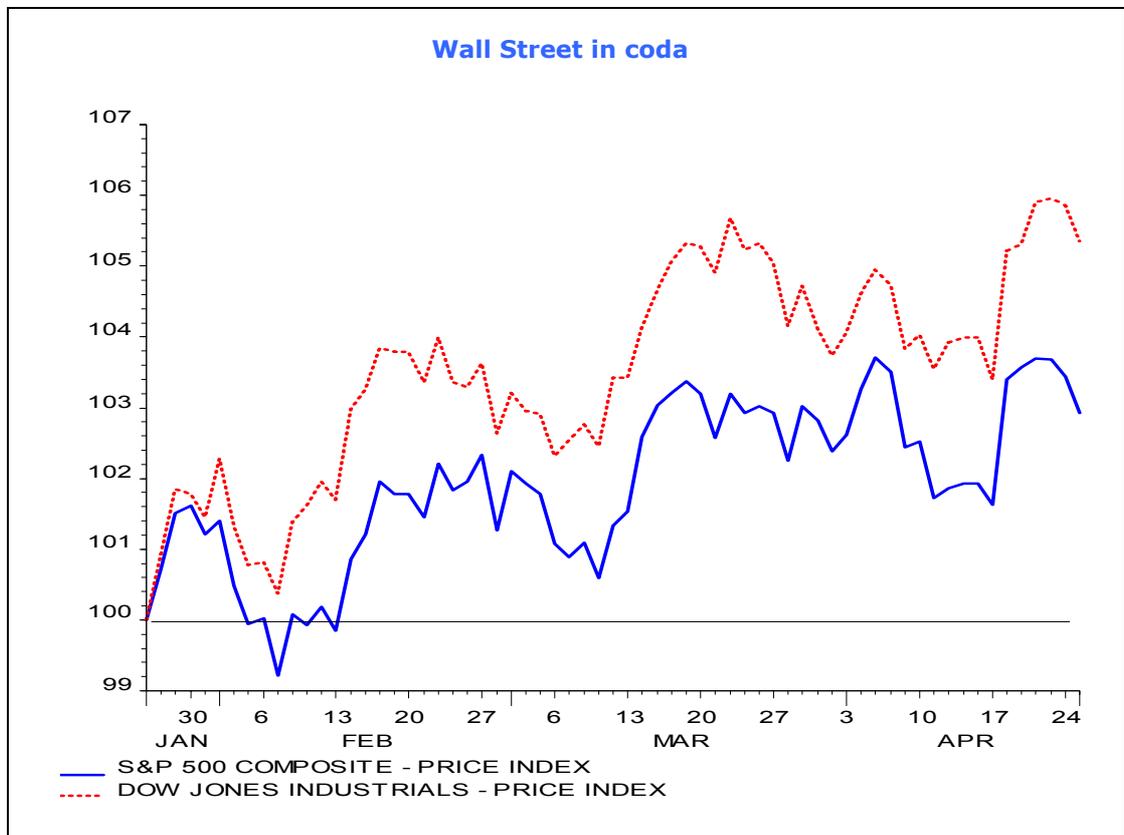


### Il sostegno degli utili

Dopo tre anni consecutivi di rialzi, infatti, i parametri di valutazione non risultano particolarmente stressati e, anzi, alcuni multipli come il p/e si mantengono addirittura ai minimi su un trend discendente, grazie alla maggior crescita relativa dei profitti che ha saputo rendere stabile l'ascesa dei listini.

In effetti, di fronte alle minacce del rialzo dei prezzi delle materie prime, la crescita degli utili aziendali è riuscita a immunizzare gli effetti inflattivi e destabilizzanti non solo del greggio.

La lateralità dei listini occidentali non viene quindi intaccata da singoli warning o delusioni anche forti su trimestrali, come nel caso Microsoft che in una sola seduta (-11%) ha perso \$30mld di capitalizzazione, anche se le pressioni dal fronte delle commodities tenderanno comunque ad aumentare.



## Boom di emergenti (Mosca e Bombay) e materie prime

Ma contemporaneamente continua a rafforzarsi il divario con le borse emergenti che riescono ad assicurare performance ancora lontane dallo "standard" europeo o statunitense.

Rispetto all'appiattimento delle performance americane ed europee (si salva Zurigo), gli indici di piazze azionarie come quella russa e indiana, o sudamericane come Brasile e Messico, riescono ancora a mettere a segno rialzi nell'ordine rispettivamente del 5% e del 3%.

Indici	02-mag-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	29.667	<b>-0,10</b>	0,20	<b>24,70</b>	29.935 del 21-apr-06	23.748 del 10-mag-05
MIB 30	38.564	<b>0,15</b>	0,52	<b>23,43</b>	38.905 del 21-apr-06	31.096 del 10-mag-05
EURO STOXX50	3.862	<b>-0,23</b>	-0,42	<b>30,96</b>	3.888 del 21-apr-06	2.963 del 03-mag-05
CAC 40 Parigi	5.241	<b>0,11</b>	-0,27	<b>33,07</b>	5.255 del 03-apr-06	3.956 del 03-mag-05
DAX 30 Francoforte	6.051	<b>-0,45</b>	0,45	<b>43,26</b>	6.107 del 26-apr-06	4.244 del 11-mag-05
FTSE 100 Londra	6.082	<b>-0,07</b>	0,96	<b>26,67</b>	6.133 del 21-apr-06	4.861 del 03-mag-05
IBEX 35 Madrid	11.929	<b>0,07</b>	0,08	<b>30,81</b>	11.954 del 24-mar-06	9.146 del 10-mag-05
SMI Zurigo	8.075	<b>0,42</b>	-0,05	<b>36,29</b>	8.109 del 10-apr-06	5.918 del 10-mag-05
AEX Amsterdam	470	<b>-1,24</b>	-0,25	<b>34,95</b>	478 del 21-apr-06	349 del 03-mag-05
OMX Stoccolma	339	<b>-0,59</b>	-1,58	<b>44,53</b>	345 del 03-apr-06	234 del 04-mag-05
RTS Mosca	1.717	<b>5,47</b>	18,31	<b>156,07</b>	1.717 del 02-mag-06	634 del 16-mag-05
ISE 100 Istanbul	44.414	<b>-2,07</b>	0,87	<b>83,13</b>	47.729 del 27-feb-06	24.054 del 26-mag-05
India BSE Nat. Bombay	6.344	<b>4,94</b>	4,92	<b>90,38</b>	6.344 del 02-mag-06	3.345 del 03-mag-05
DOW JONES	11.416	<b>1,18</b>	2,44	<b>11,36</b>	11.416 del 02-mag-06	10.140 del 13-mag-05
S&P 500	1.313	<b>0,88</b>	1,19	<b>13,00</b>	1.313 del 02-mag-06	1.154 del 13-mag-05
NASDAQ	2.310	<b>-0,88</b>	-1,15	<b>19,76</b>	2.371 del 19-apr-06	1.933 del 03-mag-05
NIKKEI 225	17.154	<b>1,08</b>	-1,04	<b>55,91</b>	17.563 del 07-apr-06	10.825 del 17-mag-05
TOPIX	1.737	<b>1,01</b>	-1,00	<b>53,49</b>	1.784 del 07-apr-06	1.109 del 18-mag-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	41.016	<b>3,22</b>	5,94	<b>66,03</b>	41.016 del 02-mag-06	23.887 del 13-mag-05
IPC BOLSA Mexico	21.080	<b>3,53</b>	7,36	<b>69,66</b>	21.080 del 02-mag-06	12.348 del 13-mag-05
ASX Sidney	5.222	<b>0,10</b>	1,70	<b>31,60</b>	5.272 del 26-apr-06	3.906 del 04-mag-05
HANGSENG Hong Kong	16.868	<b>1,75</b>	5,01	<b>21,27</b>	16.944 del 20-apr-06	13.562 del 25-mag-05
STRAITS Singapore	2.633	<b>1,90</b>	3,30	<b>23,88</b>	2.633 del 02-mag-06	2.137 del 03-mag-05
KOSPI 200 Seul	186,2	<b>0,34</b>	4,07	<b>57,16</b>	188,4 del 27-apr-06	117,9 del 03-mag-05
SE B \$ Shanghai	90,7	<b>-0,70</b>	0,95	<b>20,57</b>	94,7 del 21-apr-06	51,3 del 21-lug-05

## Le previsioni su tassi e cambi

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

- **Negli Stati Uniti, le preoccupazioni per gli effetti negativi che potrebbero derivare da un'eccessiva restrizione della politica monetaria portano a ritenere che nei prossimi mesi la Fed possa interrompere la manovra di aumento dei tassi.**
- **Nell'area euro, mentre si rafforzano le attese per un consolidamento della ripresa, prosegue la robusta crescita degli aggregati monetari. Le preoccupazioni per l'eccessiva liquidità presente nel sistema rafforzano le attese di ulteriori aumenti dei tassi da parte della Bce nel corso del 2006.**
- **La Banca centrale cinese ha aumentato i tassi sui prestiti bancari a un anno dello 0,27% portandoli al 5,85%. La forte crescita dell'economia e degli aggregati creditizi nel I trimestre ha rafforzato l'opportunità di interventi finalizzati a guidare lo sviluppo cinese.**

### Si avvicina la pausa per la politica monetaria della Fed

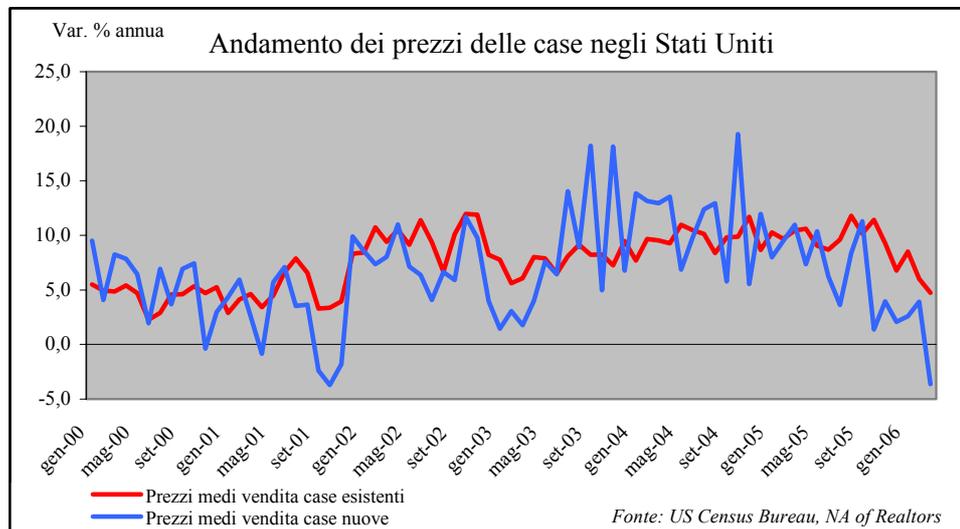
L'economia americana nel I trimestre del 2006 ha conosciuto un'accelerazione a conferma della temporaneità del rallentamento della fine dello scorso anno. Il Pil è aumentato del 4,8% trimestrale annualizzato. La crescita è tornata a beneficiare del robusto contributo dei consumi (3,8%). Un significativo sostegno è venuto anche dagli investimenti fissi cresciuti di quasi il 10%. La forte accelerazione delle esportazioni ha, inoltre, favorito un miglioramento del contributo netto dall'estero rimasto, però, negativo (-0,8%). I primi tre mesi dell'anno hanno visto, infine, una ripresa della spesa pubblica dopo la contrazione del periodo ottobre-dicembre.

Le prospettive per l'economia americana sono positive. Nell'audizione di fronte al Congresso, il Presidente della Federal Reserve, Bernanke, ha sottolineato come la crescita dovrebbe mantenersi solida senza significative tensioni inflazionistiche. Preoccupazioni per la stabilità monetaria provengono, però, dall'alto tasso di utilizzo della capacità produttiva relativo sia al fattore lavoro che al capitale. Affinché la crescita rimanga sostenibile e non inflazionistica è necessario che la domanda aggregata di beni e servizi non ecceda in maniera persistente la capacità produttiva sottostante dell'economia. In tale contesto il ruolo della politica economica rimane centrale. L'analisi deve, però, essere focalizzata su un orizzonte di medio periodo per cogliere gli effetti ritardati delle passate decisioni di politica monetaria. Proprio per l'esigenza di ricevere ulteriori informazioni per comprendere a fondo il contesto economico, secondo Bernanke, la Fed potrebbe interrompere nel prossimo futuro l'aumento dei tassi. Tale decisione potrebbe essere presa anche nell'eventualità in cui gli obiettivi di crescita e stabilità dei prezzi non appaiano perfettamente bilanciati. È stata, quindi, confermata la preoccupazione per gli effetti negativi che deriverebbero da un eccessivo aumento dei tassi. È, quindi, probabile che la politica monetaria sia vicina ad una pausa che consenta di verificare lo stato dell'economia dopo il completo materializzarsi degli effetti dei passati aumenti.

Una conferma della solidità dell'economia americana è giunta dal comparto manifatturiero. Gli ordini di beni durevoli sono cresciuti a marzo portando l'incremento annuo medio dei primi tre mesi al di sopra del valore del 2005. Anche le spese personali nel I trimestre sono cresciute in linea con lo scorso anno. La spesa delle famiglie americane continua ad essere trainata sia dalla dinamica favorevole del reddito personale (+6% a/a a marzo) che da una pensione al risparmio che si mantiene negativa.

Si sono, inoltre, leggermente attenuate le preoccupazioni per un eventuale brusco rallentamento del mercato immobiliare. La prevista fase di decelerazione dovrebbe essere, infatti, graduale senza conseguenze traumatiche. Sebbene a marzo la vendita di case nuove abbia registrato una forte accelerazione rispetto

al mese precedente, la variazione annua media relativa al primo trimestre rimane negativa. La decelerazione del settore è confermata dai prezzi medi che hanno registrato nel periodo gennaio-marzo un rallentamento della crescita annua media.



Negli Stati Uniti, il contesto inflazionistico appare sostanzialmente sotto controllo. La componente meno volatile del deflatore delle spese per consumi, sebbene abbia leggermente accelerato a marzo (2% a/a), è cresciuta nel I trimestre ad un ritmo annuo medio inferiore al dato relativo allo scorso anno. Come sottolineato da Bernanke, la costante crescita della produttività americana e l'elevata concorrenza interna ed esterna hanno fino ad ora contenuto le pressioni sui prezzi.

### L'economia dell'area euro verso un consolidamento della ripresa

Le prospettive di crescita per l'economia dell'area euro appaiono positive. Il comparto industriale sembra aver intrapreso un favorevole trend di sviluppo. A febbraio, sebbene la produzione sia rimasta praticamente invariata rispetto al mese precedente, la crescita tendenziale ha accelerato (+3,2%) confermando il trend sostenuto degli ultimi quattro mesi. Inoltre, il recente positivo andamento dei nuovi ordini all'industria lascia ben sperare per la tenuta della produzione nei prossimi mesi.

Anche le informazioni provenienti dai principali indicatori anticipatori confermano la fase di ripresa. La fiducia misurata dalla Commissione europea è cresciuta ad aprile posizionandosi sul valore massimo (105,3) da inizio 2001. L'ottimismo delle imprese manifatturiere italiane ha continuato a crescere raggiungendo i livelli più elevati degli ultimi cinque anni.

Le preoccupazioni per la tenuta della crescita rimangono legate alle incertezze sui consumi. A marzo le vendite al dettaglio tedesche hanno conosciuto la seconda contrazione congiunturale consecutiva con una crescita annua che in media nel I trimestre si è posizionata ampiamente al di sotto del dato relativo allo scorso anno.

Sul fronte inflazionistico le preoccupazioni giungono in particolare dall'eccesso di liquidità presente nel sistema. A marzo la crescita dell'aggregato monetario M3 ha nuovamente accelerato (+8,6%) rimanendo ampiamente al di sopra dell'obiettivo fissato dalla Bce. La fase di graduale decelerazione che aveva caratterizzato gli ultimi mesi dello scorso anno sembra, quindi, essersi

interrotta. I finanziamenti per l'acquisto di un'abitazione sono cresciuti a marzo di oltre il 12% se confrontati con l'anno precedente. Inoltre, la stima per il mese di aprile dell'inflazione dell'area euro ha evidenziato un'accelerazione al 2,4% a/a dal precedente 2,2%.

L'economia dell'area dell'euro si caratterizza, quindi, per una crescita che appare in ripresa e un contesto inflazionistico che necessita di essere seguito con particolare attenzione. Appare, dunque, probabile che nel corso del 2006 la Bce proceda ad ulteriori aumenti del tasso di riferimento.

### Le scelte delle banche centrali pesano sui mercati valutari

I mercati valutari sono stati fortemente influenzati dalle attese sulle future scelte di politica monetaria. Il potenziale restringimento del differenziale tra i tassi americani e quelli dell'area euro ha contribuito a focalizzare nuovamente l'attenzione sui dati strutturali. Dovrebbe, pertanto, proseguire nel corso dell'anno il processo di graduale deprezzamento della valuta americana.

### La politica monetaria cerca di guidare la crescita cinese

La Banca centrale cinese ha innalzato il tasso di riferimento sui prestiti a un anno dello 0,27%, portandolo al 5,85% mentre ha lasciato invariato il tasso sui depositi (2,25%). Tale rialzo è stato di entità pari al precedente intervento dell'ottobre del 2004, quando la Banca centrale aveva interrotto un periodo di stabilità dei tassi durato nove anni. La manovra ha lo scopo di consolidare gli effetti delle misure macroeconomiche adottate per favorire uno sviluppo dell'economia sostenibile. I dati del I trimestre del 2006 hanno rafforzato tale esigenza. Il Pil è cresciuto del 10,2% e gli investimenti del 27,7%. Nei soli primi tre mesi, inoltre, i nuovi prestiti sono aumentati ad un tasso tendenziale del 61%, raggiungendo la metà dell'obiettivo governativo stabilito per l'intero anno. L'aver innalzato i tassi di riferimento sui prestiti lasciando invariati quelli sui depositi ha come conseguenza un aumento dei margini dei profitti ma scarsi risultati sull'apprezzamento della valuta. Dopo la rivalutazione del luglio del 2005, la moneta cinese si è rafforzata nei confronti del dollaro solo dell'1,2%.

### Nel Regno Unito prosegue la fase di ripresa dell'economia

Nel Regno Unito i dati relativi al I trimestre del 2006 hanno rafforzato le attese per un'accelerazione dell'economia nell'anno in corso. Il Pil è cresciuto dello 0,6% t/t (2,2% a/a). La fase di sviluppo è stata trainata da tutti i comparti. La crescita ha riguardato, infatti, l'agricoltura, le costruzioni, i servizi e anche la produzione industriale che aveva, invece, conosciuto una contrazione nel IV trimestre del 2005. Con un'economia in fase di accelerazione e un contesto inflazionistico sostanzialmente sotto controllo appare probabile che la Banca d'Inghilterra prosegua nei prossimi mesi la propria politica di invarianza del tasso di riferimento.

	dati storici		02/05/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	106,7	117,9	113,2	112,0	108,0
dollaro-euro	1,269	1,194	1,264	1,280	1,330
yen-euro	135,5	140,7	143,2	143,4	143,6
sterlina-euro	0,684	0,683	0,687	0,698	0,720
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	3,27	4,76	5,15	5,20	5,00
euro	2,13	2,60	2,86	3,10	3,50
yen	0,05	0,07	0,11	0,20	0,35
sterlina	4,89	4,58	4,68	4,65	4,80
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,15	4,60	5,12	5,20	5,00
Germania	3,33	3,48	3,99	4,20	3,90
Giappone	1,26	1,56	1,93	2,20	2,00
Italia	3,50	3,70	4,30	4,54	4,19
Gran Bretagna	4,62	4,17	4,64	4,78	4,50

## Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia

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

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

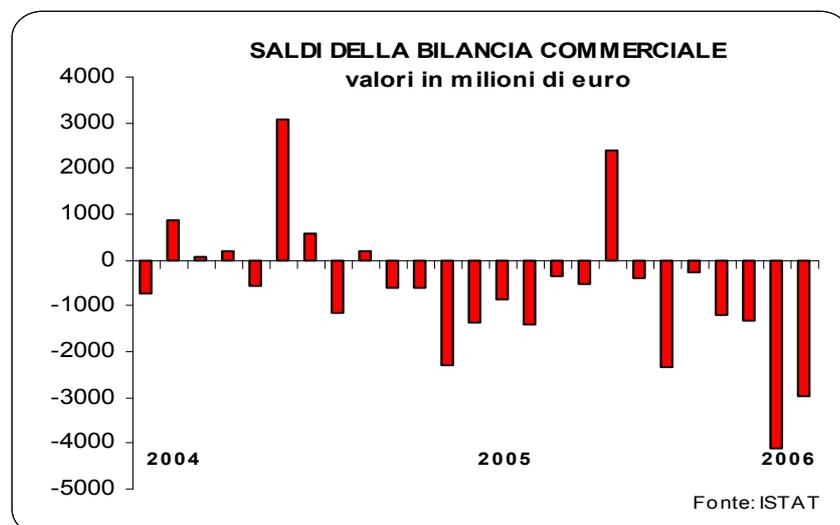
### Commercio con l'estero: riparte l'export ma aumenta il deficit

In febbraio, il deficit commerciale dell'Italia si è confermato su livelli elevati, anche se inferiori a quelli del mese precedente: da 4,1 miliardi di euro a 2,9. Il dato del bimestre resta quindi pesante, superiore a 7 miliardi di euro, il doppio di quanto rilevato nel primo bimestre 2005 (-3,7). Il disavanzo continua ad essere alimentato dal deficit energetico (- 8,7 miliardi di euro).

Sempre nel bimestre, entrambi i flussi di interscambio si sono confermati in crescita, esprimendo le variazioni più elevate dalla fine del 2004 (+12,8% a/a e +19,5% per export e import rispettivamente). L'andamento sostenuto delle importazioni è da attribuire ai maggiori prezzi dei minerali energetici ma anche ai segnali di risveglio della domanda interna. Dal lato dell'export, si è evidenziato un deciso riavvio dei flussi diretti verso i paesi UE. La ripresa in atto nelle maggiori economie dell'Unione Europea ha spinto le vendite dirette in quest'area (+9,2% a/a), con sensibili recuperi sul nostro primo mercato di sbocco, la Germania, ove si è registrato un aumento delle vendite dell'8,3% (+13% nel solo mese di febbraio), dopo un 2005 stagnante. E' un segnale promettente per i mesi a venire dal momento che la crescita economica tedesca è prevista in ulteriore rafforzamento. Molto vivace è apparsa anche la dinamica dei 10 paesi ultimi entrati nella UE. In questi mercati le esportazioni hanno mostrato un incremento complessivo del 14% a/a contro l'8,7% rilevato nella media degli UE-15.

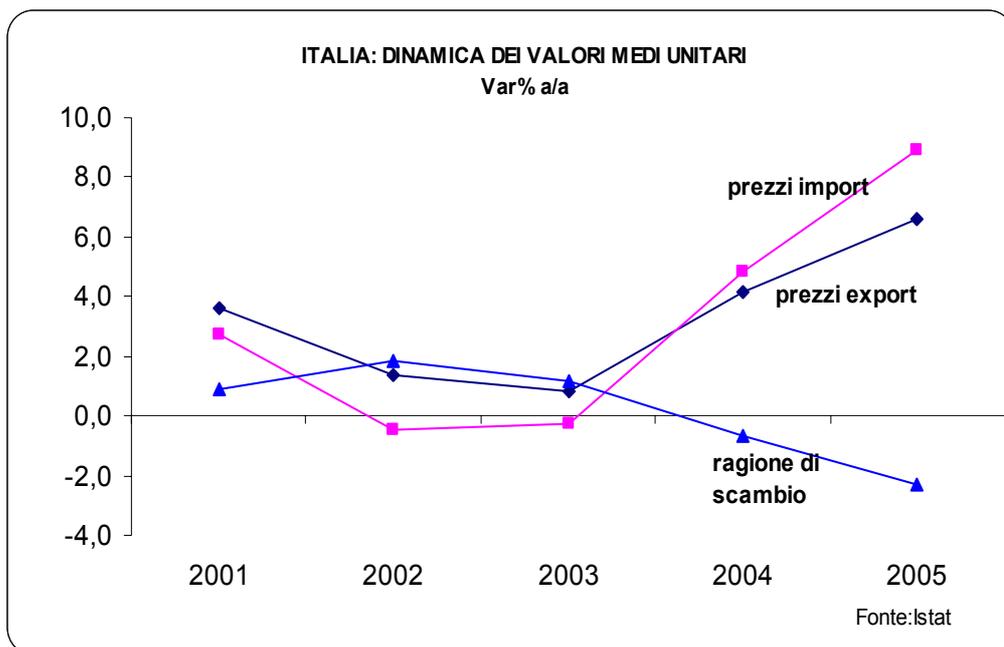
Altrettanto positive sono risultate le vendite nei paesi extra-UE per i quali l'Istat ha già reso disponibili i dati del primo trimestre 2006. Tutti i paesi e le aree, segnatamente Turchia, Russia, America Latina, hanno registrato aumenti consistenti. Importante per il made in Italy, è il sensibile recupero degli Stati Uniti, (+14% a/a), dopo le deboli performance del 2005. E' tuttavia rimasto fortemente negativo il saldo commerciale dell'Italia con i paesi extraeuropei, che incidono per circa 2/5 sul nostro interscambio totale (-7.628 milioni di euro contro i 3.752 del primo trimestre 2005).

L'analisi per settori di attività economica evidenzia una dinamica vivace delle esportazioni con aumenti sensibili in tutti i comparti, coinvolgendo anche tessile-abbigliamento, calzature, mobili che escono da un anno segnato da forti difficoltà sui mercati esteri.



**Gli scambi sono sostenuti dai prezzi**

La vivacità espressa dall'export nel 2005 e in questo primo scorcio d'anno è stata sostenuta principalmente dall'aumento dei valori medi unitari (6,6% nella media del 2005), che a partire dal 2003 hanno mostrato un trend in continua crescita, a fronte di una dinamica piuttosto piatta delle esportazioni in volume. I maggiori prezzi sono riconducibili a molteplici fattori. In alcuni casi, essi riflettono incrementi della domanda; per i settori più esposti alla concorrenza dei paesi emergenti (asiatici ed est-europei), l'aumento dei valori medi unitari delle esportazioni può essere ascritto ad una ricomposizione dell'offerta verso fasce qualitative più alte, meno esposte alla pressione competitiva. In altri settori, l'aumento dei prezzi incorpora i forti rialzi dei corsi delle materie prime. Questa componente è la maggiore responsabile del parallelo, e anche più vivace, incremento dei valori medi unitari delle importazioni. L'innalzamento dei prezzi all'import, oltre a pesare significativamente sul saldo commerciale, ha altresì determinato nell'ultimo periodo un deterioramento delle ragioni di scambio (ovvero del rapporto tra i prezzi all'esportazione e quelli all'importazione). I prezzi all'import sono cresciuti nel 2005 dell'8,8%, di cui quasi la metà è dovuta alla componente dei prodotti energetici, costituita non solo dal greggio ma anche per un 30% da gas naturale. Le importazioni dei minerali energetici che a inizio 2005 costituivano 1/4 del totale sono arrivate a incidere per 1/3 negli ultimi mesi.



## Previsioni sulla crescita economica

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

**A. Sagnotti** ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com) (per Italia)

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	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	1,2	0,9	0,8	0,8
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	4,1	1,7	4,8	3,6	3,2	3,2
var.% anno su anno	4,2	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,2	3,5	3,5	3,3	3,7

#### AREA EURO

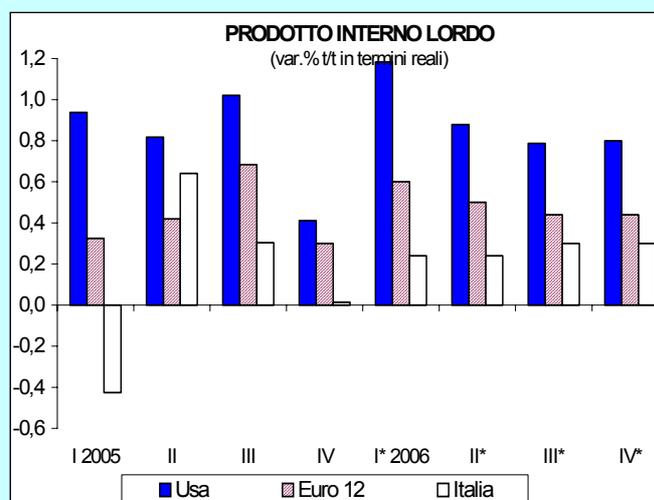
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,3	1,7	2,8	1,3	2,4	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,6	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0

#### ITALIA

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

\* Previsioni

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



## Le previsioni sui prezzi

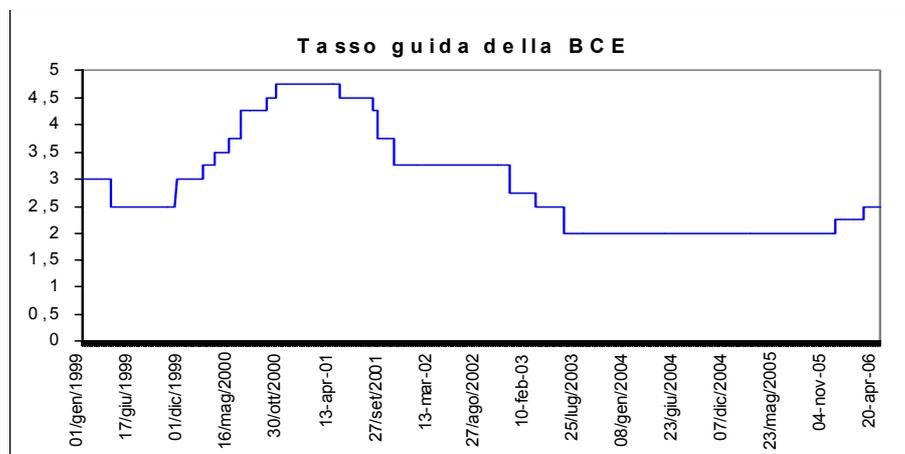
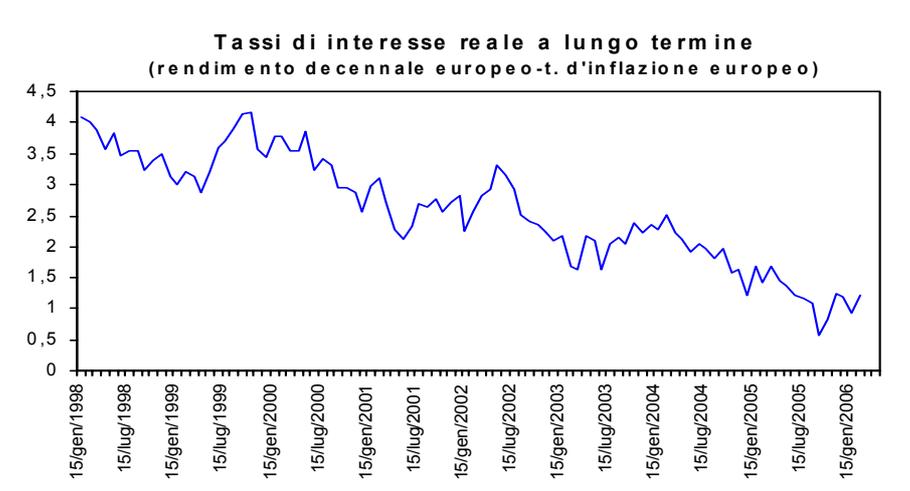
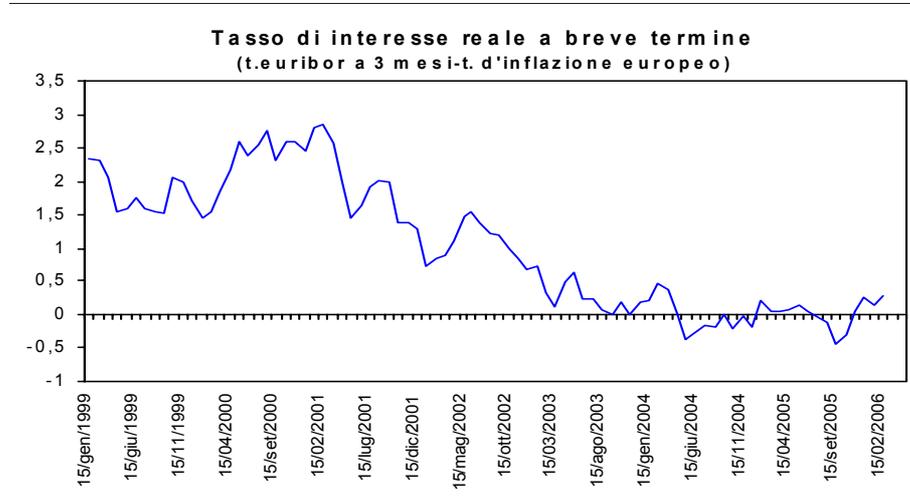
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,3	98,5	99,3	99,8	100	100,1	100	100,1	100,8	101	100,8	101,1	100,0
2006	100,7	100,9	101,5	102,1	102,4	102,5	102,3	102,6	103,0	103,3	103,2	103,5	102,3
2007	103,0	103,3	103,9	104,4	104,8	104,9	104,8	105,0	105,4	105,7	105,5	105,8	104,7
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,3	-0,3	0,3	0,2
2006	-0,4	0,3	0,6	0,6	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,4	0,3	-0,2	0,3	0,2
2007	-0,5	0,3	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,3	-0,2	0,3	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,4	2,4	2,4	2,3	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4
2007	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,1	98,0	99,2	100,0	100,3	100,3	100,1	99,9	100,5	101,2	101,2	101,2	100,0
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,6	102,3	102,9	103,6	103,7	103,7	102,3
2007	102,6	102,5	103,8	104,8	105,1	105,2	105,0	104,7	105,3	106,1	106,2	106,2	104,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	0,2
2007	-1,0	-0,1	1,2	1,0	0,3	0,1	-0,2	-0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3
2007	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	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
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,1	127,1
2006	128,4	128,7	129	129,5	129,9	130,0	130,4	130,6	130,6	130,9	131,1	131,2	130,0
2007	131,5	131,7	132,1	132,5	132,9	133,0	133,6	133,8	133,8	134,1	134,4	134,5	133,2
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2007	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,1	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3
2007	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Trend per la politica monetaria europea

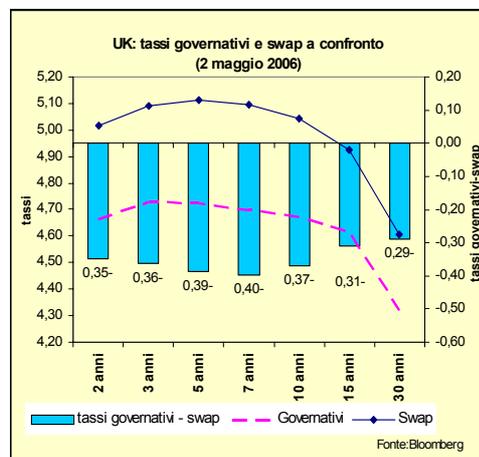
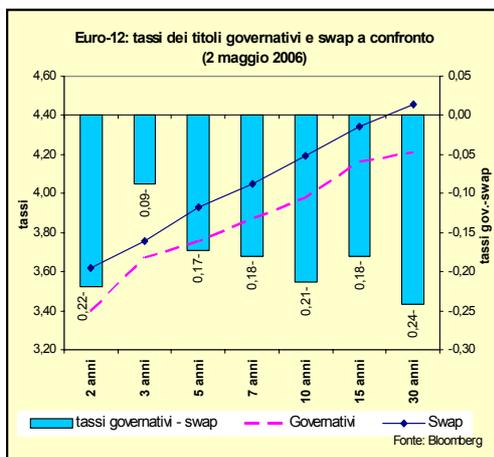
M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



Fonte: Datastream.

## Panorama Tassi & Euro

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

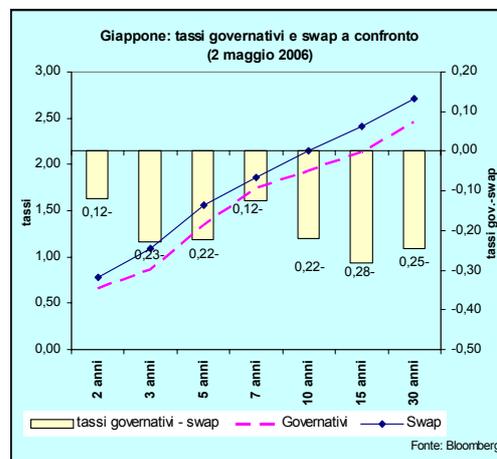
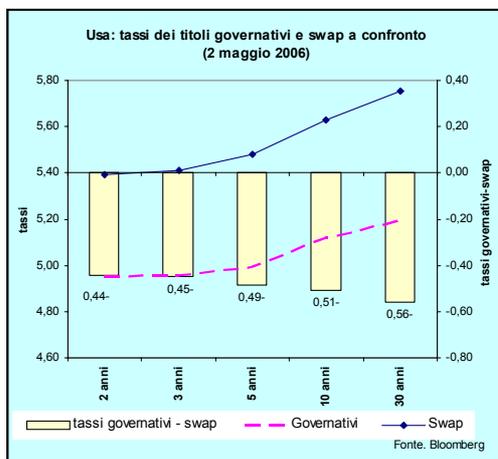


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici					Var. %					
	dell'euro contro le altre valute										
	2/5/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,264	1,243	1,210	1,286	1,263	1,179	1,8	4,5	-1,7	0,1	7,2
Canada	1,401	1,413	1,408	1,619	1,623	1,800	-0,9	-0,6	-13,5	-13,7	-22,2
Australia	1,661	1,664	1,700	1,648	1,680	1,910	-0,2	-2,3	0,8	-1,1	-13,0
Nuova Zelanda	1,981	1,973	1,977	1,762	1,924	2,223	0,4	0,2	12,4	3,0	-10,9
Giappone	143,5	142,1	142,4	135,5	135,1	133,7	1,0	0,7	5,9	6,2	7,3
Argentina	3,848	3,772	3,729	3,728	3,699	1,180	2,0	3,2	3,2	4,0	226,2
Swizzera	1,562	1,573	1,580	1,540	1,558	1,617	-0,7	-1,1	1,4	0,3	-3,4
Regno Unito	0,689	0,694	0,696	0,676	0,705	0,711	-0,8	-1,1	1,8	-2,3	-3,2
Svezia	9,317	9,333	9,432	9,199	9,080	9,470	-0,2	-1,2	1,3	2,6	-1,6
Danimarca	7,457	7,461	7,462	7,445	7,445	7,450	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1
Norvegia	7,775	7,848	7,968	8,137	8,414	8,855	-0,9	-2,4	-4,4	-7,6	-12,2
Cipro	0,576	0,576	0,576	0,582	0,586	0,582	-0,1	0,0	-1,1	-1,8	-1,1
Repubblica Ceca	28,42	28,40	28,60	30,39	32,41	35,11	0,1	-0,6	-6,5	-12,3	-19,1
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	263,2	263,5	265,7	252,1	262,5	251,5	-0,1	-0,9	4,4	0,3	4,7
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	0,429	0,432	0,443	0,0	0,0	0,1	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,33	37,10	37,63	39,35	41,17	42,99	0,6	-0,8	-5,1	-9,3	-13,2
Slovenia	239,6	239,6	239,6	239,6	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,7
Polonia	3,8549	3,870	3,943	4,264	4,702	4,071	-0,4	-2,2	-9,6	-18,0	-5,3
Russia	34,35	33,99	33,54	35,67	36,89	25,32	1,1	2,4	-3,7	-6,9	35,7
EURO	92,7	92,6	92,4	92,1	92,8	93,3	0,1	0,4	0,7	-0,1	-0,6
<i>cambio effettivo nominale</i>											

Fonte: Datastream

## Panorama Tassi & Dollaro USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute											
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	2/5/06	-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	1,107	1,131	1,168	1,255	1,293	1,598	2,2	5,5	13,3	16,8	44,4
Australia (*)	0,760	0,746	0,716	0,779	0,753	0,516	2,0	6,1	-2,4	0,9	47,4
Nuova Zelanda (*)	0,639	0,626	0,616	0,730	0,656	0,425	2,1	3,8	-12,4	-2,6	50,3
Giappone	113,4	114,9	117,8	105,1	107,2	131,8	1,3	3,8	-7,3	-5,5	16,2
Corea del Sud	944	941	976	1.002	1.198	1.320	-0,4	3,4	6,1	26,9	39,9
Filippine	51,60	51,90	51,13	54,18	55,54	51,60	0,6	-0,9	5,0	7,6	0,0
Indonesia	8.771	8.807	9.077	9.523	8.418	10.370	0,4	3,5	8,6	-4,0	18,2
Singapore	1,578	1,588	1,616	1,637	1,700	1,849	0,6	2,4	3,7	7,7	17,1
Thailandia	37,56	37,63	38,81	39,52	39,61	44,05	0,2	3,3	5,2	5,5	17,3
Cina	8,01	8,01	8,02	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	3,3	3,3	3,3
India	44,85	44,93	44,56	43,57	45,63	48,27	0,2	-0,6	-2,9	1,7	7,6
Argentina	3,05	3,04	3,09	2,90	2,94	1,00	-0,1	1,3	-4,8	-3,4	-67,3
Brasile	2,06	2,13	2,17	2,51	2,89	2,30	3,3	5,3	21,9	40,4	11,5
Cile	516,1	515,8	526,6	579,1	593,0	646,3	-0,1	2,0	12,2	14,9	25,2
Colombia	2,379	2,357	2,303	2,350	2,780	2,297	-0,9	-3,2	-1,2	16,9	-3,5
Messico	11,04	11,09	10,89	11,02	11,24	9,11	0,4	-1,4	-0,2	1,8	-17,5
Perù	3,30	3,32	3,36	3,26	3,46	3,44	0,4	1,7	-1,4	4,8	4,2
Uruguay	23,98	24,05	24,30	25,08	29,32	14,75	0,3	1,4	4,6	22,3	-38,5
Venezuela	2,487	2,573	2,523	2,708	2,852	759	3,5	1,5	8,9	14,7	-69,5
Israele	4,49	4,53	4,67	4,37	4,39	4,48	0,9	4,0	-2,6	-2,2	-0,2
Sud Africa	6,05	6,09	6,17	6,10	6,62	12,37	0,7	1,9	0,9	9,4	104,4
Turchia	1,3188	1,3200	1,3449	1,3821	1,3966	1,4298	0,1	2,0	4,8	5,9	8,4
Area dell'Euro (*)	1,264	1,243	1,210	1,286	1,263	0,904	1,8	4,5	-1,7	0,1	39,9
Regno Unito (*)	1,840	1,788	1,737	1,895	1,786	1,439	2,9	5,9	-2,9	3,0	27,8
Svizzera	1,237	1,268	1,304	1,199	1,239	1,650	2,5	5,4	-3,1	0,1	33,4
Danimarca	5,91	6,00	6,16	5,79	5,91	8,28	1,5	4,2	-2,0	-0,1	40,1
Norvegia	6,15	6,32	6,58	6,33	6,68	8,87	2,7	7,0	2,9	8,5	44,2
Svezia	7,40	7,50	7,79	7,17	7,18	10,28	1,3	5,3	-3,2	-3,0	38,8
Russia	27,27	27,43	27,76	27,79	29,45	30,14	0,6	1,8	1,9	8,0	10,5
Polonia	3,03	3,12	3,24	3,31	3,73	3,96	2,7	6,7	9,3	23,1	30,4
Repubblica Ceca	22,68	22,85	23,62	23,62	25,65	35,27	0,8	4,2	4,2	13,1	55,5
Ungheria	208,3	212,7	217,9	195,8	209,3	272,9	2,1	4,6	-6,0	0,5	31,0
<b>DOLLARO USA</b>	92,2	94,0	96,7	91,9	94,6	122,0	-1,9	-4,7	0,3	-2,5	-24,4
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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