

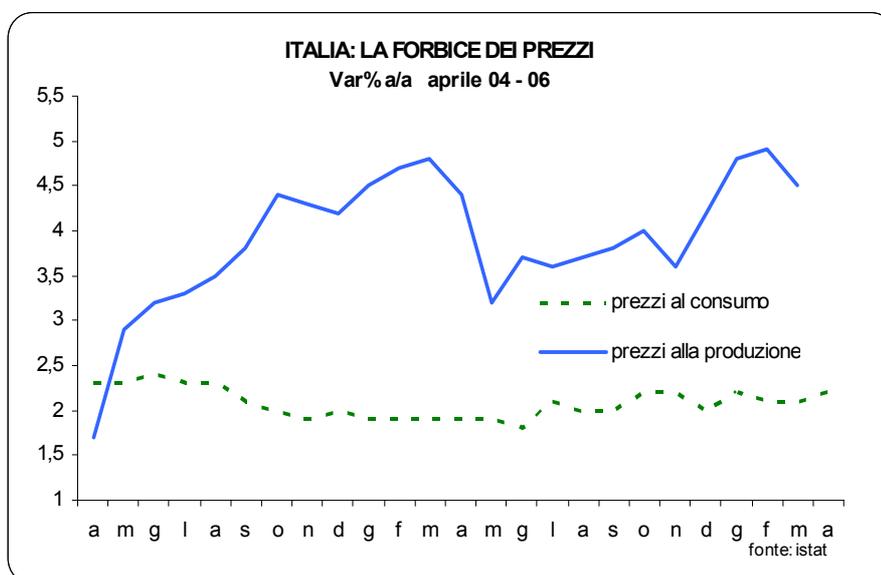
# focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

18  
2006

10 maggio 2006

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



- **Editoriale** - Dove andranno i tassi americani? Un sentiero di possibile sviluppo della politica monetaria americana prendendo spunto dalle considerazioni del presidente della Fed e dalla curva dei tassi che rimane sostanzialmente piatta.
- **Pagina 7** - Ripensare il manifatturiero: come? Ad esempio, cominciando a guardare agli esempi di imprese che riescono a combinare i vantaggi dell'internazionalizzazione con il mantenimento nel paese d'origine di fasi qualificate del ciclo produttivo. I casi di Giappone e Germania
- **Pagina 15** - Italia: inflazione al consumo virtuosa, ma prezzi alla produzione che aumentano sotto la spinta dei rincari energetici e assumono dinamiche differenziate tra mercato interno ed estero.

## Editoriale: Dove andranno i tassi americani?

*"No matter who you are, making informed decisions about what to do with your money will help build a more stable financial future for you and your family". Non importa chi siate, ma assumere decisioni informate su come investire il vostro denaro contribuirà a costruire un futuro più stabile per voi e per la vostra famiglia. E' una celebre frase di Alan Greenspan che si legge in cima alla pagina iniziale del bel sito di "financial education" della Federal Reserve. In effetti, gli operatori sono sempre alla ricerca di informazioni, idee e scenari su cui basare i propri investimenti. Lo sono specialmente nei momenti in cui i numeri e gli andamenti dei mercati non consegnano indicazioni univoche circa il futuro. E' il caso, ad esempio, dell'attuale situazione della curva dei tassi di interesse negli USA e anche nel Mondo. Ad un estremo della curva c'è il tasso sui Fed Fund che a giorni potrebbe salire dal 4,75% al 5%. All'altro estremo dell'intervallo c'è il rendimento sui titoli del Tesoro americano a dieci anni il cui valore è ugualmente collocato poco al di sopra del 5%. La curva è sostanzialmente piatta. E potrebbe continuare a rimanere piatta anche nei prossimi mesi, almeno secondo quanto in media prevedono le 25 prestigiose case che hanno contribuito alla sezione americana dell'ultimo numero del "Consensus Forecasts".*

*Così com'è, la curva dei tassi non ci aiuta a capire dove andrà l'economia americana. Utili, invece, sono alcune informazioni e idee che il professor Bernanke ha fornito di recente al mercato e agli analisti. In un discorso tenuto all'Economic Club di New York<sup>1</sup>, il presidente della Fed ha ricordato come un tasso a lungo termine possa essere sempre logicamente scomposto in un tasso a breve con partenza "oggi" più una serie di tassi a breve con partenza "domani" o "dopodomani". Nel tasso a lunga di oggi c'è una componente a breve che guarda alla situazione economica di oggi e ci sono le anticipazioni di futuri tassi a breve che guardano oggi ai problemi e ai possibili scenari economici di domani. Il punto diventa, quindi, mettere in sequenza cronologica i temi che verosimilmente si avvicineranno al centro dello scenario economico americano e mondiale partendo da oggi e movendo verso un più distante futuro. Per riempire le caselle di questa ipotetica sequenza un aiuto ci viene ancora da Bernanke e, in particolare, dai contenuti della testimonianza resa a fine aprile alla commissione economica del Congresso americano.*

*Parlando dei problemi dell'oggi, il presidente della Fed ha sottolineato lo stato di relativo surriscaldamento dell'economia americana. I tassi di utilizzo della capacità produttiva – del capitale come del lavoro – si stanno avvicinando ai massimi livelli sostenibili. Occorre evitare il rischio che ciò generi pressioni sull'inflazione, specie in un contesto dove i rincari dei corsi internazionali dell'energia continuano a succedersi. Per questa ragione, molto probabilmente, il saggio di riferimento sui Federal Funds verrà aumentato per la sedicesima volta in meno di due anni nell'ambito dell'imminente riunione del FOMC.*

---

<sup>1</sup> Ben S. Bernanke, "Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy", discorso tenuto presso l'Economic Club di New York il 20 marzo 2006.

*Passando dall'oggi al domani, il tema principale dell'economia USA potrebbe però diventare un altro. Dai rimbalzi verso l'alto della crescita e dai rischi inflazionistici, l'attenzione potrebbe spostarsi sui segnali virtuosi di rallentamento del mercato immobiliare. Da qualche tempo le statistiche americane indicano una diminuzione delle vendite di nuove case e una decelerazione dei prezzi degli immobili. Risultano invece ancora modesti i riflessi sui tassi dei mutui di quasi due anni di stretta monetaria. Ma la lentezza con cui il tasso fisso sui mutui trentennali è cresciuto di oltre mezzo punto percentuale dalla scorsa estate è necessaria per evitare contraccolpi troppo bruschi sui bilanci delle famiglie americane. Un graduale rientro del comparto immobiliare - con tutti gli annessi e connessi sull'andamento dei consumi - potrebbe rappresentare la determinante economica a cui abbinare uno scenario di stabilizzazione dei tassi a breve USA nei prossimi mesi ed almeno sino alla fine dell'anno.*

*Cosa dire volgendo lo sguardo al dopodomani, agli anni a venire? Anche su questo fronte, le informazioni e le idee del presidente della Fed ci sono d'aiuto. Parlando del futuro meno prossimo, Bernanke<sup>2</sup> ha sostenuto come il tema di fondo diverrà quello delle conseguenze economiche dell'invecchiamento della popolazione americana. Entro il 2020 le spese per la previdenza e per l'assistenza sanitaria aumenteranno per un importo pari al valore odierno dell'intero deficit pubblico degli USA. Entro il 2040 l'incidenza sul Pil degli Stati Uniti delle voci di spesa che verranno investite dagli effetti economici dell'invecchiamento raddoppierà passando dall'8 al 16 per cento. Come far fronte a questi trend? Cominciando subito, suggerisce Bernanke, a ridurre gli squilibri odierni per rendere disponibili risorse necessarie per coprire le future esigenze. Creando le premesse per una crescita mondiale più sostenibile e più equilibrata nei contributi dati dai diversi paesi e negli apporti forniti, in ciascun paese, dal mix tra consumi, risparmi e investimenti. In questo favorevole scenario l'andamento dei tassi nel medio e lungo termine potrebbe tornare a volgere gradualmente al ribasso.*

*Riassumendo, il menù propone tassi americani oggi in aumento, domani stabili e dopodomani forse in diminuzione posto che un percorso virtuoso di progressivo aggiustamento degli squilibri correnti venga intrapreso negli USA e non solo. Il tutto condito con grandi dosi di gradualità e cautela. Anche perché, come ha segnalato Bernanke, il mercato mondiale delle obbligazioni denominate in dollari ha raggiunto dimensioni davvero grandi. Si tratta di 25mila miliardi di dollari, più di due volte il PIL americano e almeno 14 volte il prodotto lordo dell'Italia. Importi enormi e questioni complesse da gestire con prudenza per far discendere da investimenti informati uno scenario di duratura stabilità.*

Giovanni Ajassa

---

<sup>2</sup> Ben S. Bernanke, "Outlook for the US Economy", testimonianza resa di fronte al Joint Economic Committee del Congresso degli Stati Uniti d'America il 27 aprile 2006.

## Petrolio ancora da record nel 2006

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

- Dal luglio 2005, le quotazioni del Brent oscillano in un ampio intervallo compreso tra i 55 e i 75 dollari per barile. I livelli, storicamente elevati, non sembrano, fino ad oggi, aver prodotto contraccolpi di rilievo su inflazione e domanda a livello mondiale.
- L'offerta permette di mantenere il mercato petrolifero in leggero surplus determinando un accumulo di scorte nei paesi OCSE e negli Usa, tale da assicurare gli approvvigionamenti nel breve termine. La maggiore disponibilità di scorte non attenua, tuttavia, la percezione di rischi soprattutto di natura geo-politica nel medio periodo.
- Dopo l'incremento di circa un milione di barili di capacità produttiva nel 2005, entro il 2006 questa potrebbe ulteriormente aumentare, soprattutto in Arabia Saudita, Kuwait e Algeria. La capacità incrementale sarà in prevalenza costituita da prodotti *light-sweet*, a maggior valore, in linea con le richieste del mercato.

### Le quotazioni del greggio si assestano su nuovi massimi

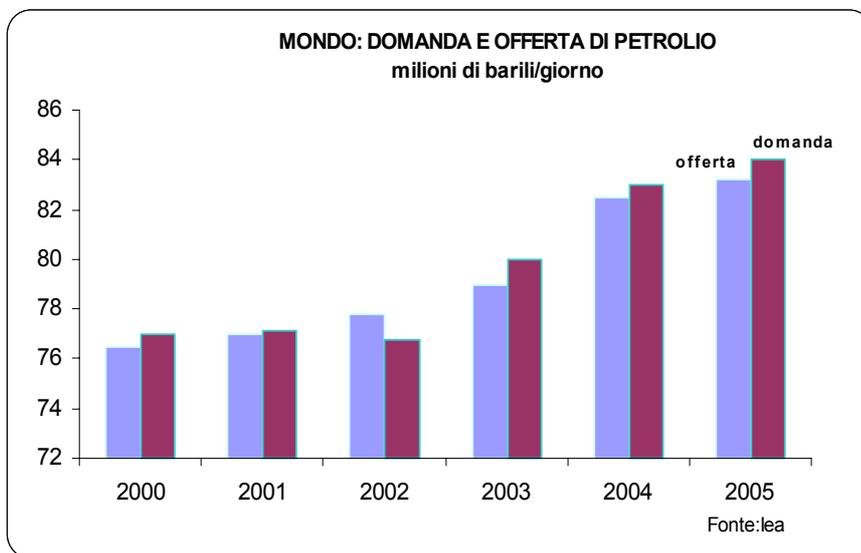
Dall'inizio del 2006, il prezzo del greggio è aumentato di circa il 30% (+20% negli ultimi due mesi), raggiungendo in aprile il picco di 75 dollari per barile. Solo nell'ultima settimana, le quotazioni si sono riportate intorno ai 70 dollari. Se osserviamo il trend di medio periodo appena trascorso, appare chiara la tendenza rialzista, graduale ma costante, che ha portato i prezzi del petrolio a raddoppiare negli ultimi due anni e a triplicare negli ultimi tre. Si tratta di un fenomeno storicamente inconsueto che peraltro non ha riscontri nelle precedenti fasi rialziste. Negli ultimi venticinque anni, difficilmente i corsi del greggio si sono allontanati dal livello dei 20/25 dollari al barile, e quando è successo si è trattato per lo più di picchi legati a *shocks* da offerta o tensioni geo-politiche e le fiammate non sono mai durate più di qualche settimana.



I livelli storicamente elevati del greggio non sembrano, fino ad oggi, produrre contraccolpi di rilievo su inflazione e domanda a livello mondiale. L'offerta petrolifera appare in grado di seguire la domanda e l'accumulo di scorte nei paesi OCSE e negli Usa sembra tale da assicurare gli approvvigionamenti nel breve termine.

La maggiore disponibilità di scorte non attenua, tuttavia, la percezione da parte degli operatori di mercato della presenza di rischi di natura geo-politica nel medio periodo, alla luce soprattutto delle più recenti tensioni in Iran, Iraq e Nigeria. La percezione dei rischi da parte degli operatori si manifesta altresì nell'aumento dell'interesse dei fondi di investimento a medio lungo termine per questo genere di *assets*.

La domanda di petrolio, dal 2000 a oggi, è cresciuta di oltre il 10%. Attualmente, è pari a circa 84 milioni di barili al giorno. E' probabile che dopo la fase di relativo rallentamento osservata nel 2005, entro il 2006 torni a crescere a tassi prossimi al 2,5%.



### Quali prospettive?

Gli interrogativi che ora si pongono vertono sulla probabilità che le quotazioni del greggio possano ancora salire e battere magari nuovi record nel corso del 2006. A 80 dollari per barile, il prezzo del petrolio sarebbe all'incirca equivalente (calcolato a prezzi costanti) ai picchi di 40 dollari toccati alla fine degli anni settanta. Ma i picchi di allora rientrarono prontamente, così come rientrarono i bruschi rialzi di inizio anni novanta, in concomitanza con la prima guerra del Golfo. Ora siamo di fronte a un trend che persiste da tre anni senza perdere intensità, sia pure all'interno di ampie fluttuazioni di brevissimo periodo. Insomma, ciò che meno di un anno fa uno studio di Goldman Sachs poneva come una lontana ipotesi (una spirale di rincari fino a raggiungere la soglia fatidica dei 100 dollari per barile) oggi forse assume contorni un po' meno fantastici.

I rischi di nuovi rincari appaiono legati ai seguenti fattori: l'incessante aumento della domanda, ai massimi da 30 anni; il collo di bottiglia della raffinazione per mancanza di investimenti; la capacità produttiva residua disponibile che non è tale da garantire una compensazione di potenziali eventi inattesi dal lato dell'offerta. Nonostante l'OPEC sia recentemente riuscito ad aumentare il proprio potenziale grazie soprattutto all'Arabia Saudita, restano dubbi circa la possibilità per gli stessi sauditi di proseguire su questo trend oltre il 2006. Attualmente, le previsioni di consenso stimano una media dei corsi del petrolio per il 2006 intorno ai 65 dollari per barile contro i 58 dello scorso anno. L'equilibrio tra domanda e offerta, almeno nel breve periodo, sembrerebbe garantito.

D'altro canto, esistono altrettanti validi motivi per supporre che le quotazioni del greggio possano rientrare attorno alla soglia dei 55 dollari entro la fine dell'anno in corso. Tale ipotesi non sconfiggerebbe soltanto una previsione di un potenziale maggiore equilibrio tra domanda e offerta, ma soprattutto un aumento della capacità produttiva disponibile. Un ridotto appetito per il greggio potrebbe inoltre essere giustificato dall'elevato costo dei noli. C'è infine la proposta del governo americano, per calmierare i prezzi del greggio, di introdurre esenzioni fiscali sull'etanolo importato. Una proposta di forte impatto psicologico ma che dovrà fare i conti con la categoria degli agricoltori americani che non vedono di buon occhio le importazioni dal Brasile.

Sempre dal lato dell'offerta, nei prossimi mesi i paesi non OPEC potrebbero continuare a produrre al massimo del loro potenziale, mentre i membri del cartello hanno annunciato piani di espansione della capacità con un'estensione a 38 milioni di barili al giorno entro il 2010 rispetto ai circa 32 attuali. Dopo l'aumento di un milione di barili di capacità produttiva nel 2005, entro il 2006 questa potrebbe salire di un altro milione, prevalentemente concentrata in Arabia Saudita, Kuwait e Algeria. La capacità incrementale sarebbe prevalentemente costituita da prodotti *light-sweet*, quindi a maggiore valore e in linea con le richieste del mercato, con il conseguente aumento della flessibilità del sistema di raffinazione e la riduzione dei colli di bottiglia sperimentati lungo la filiera nel recente periodo.

## **Manifatturiero nel mondo: verso un nuovo paradigma?**

**S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)**

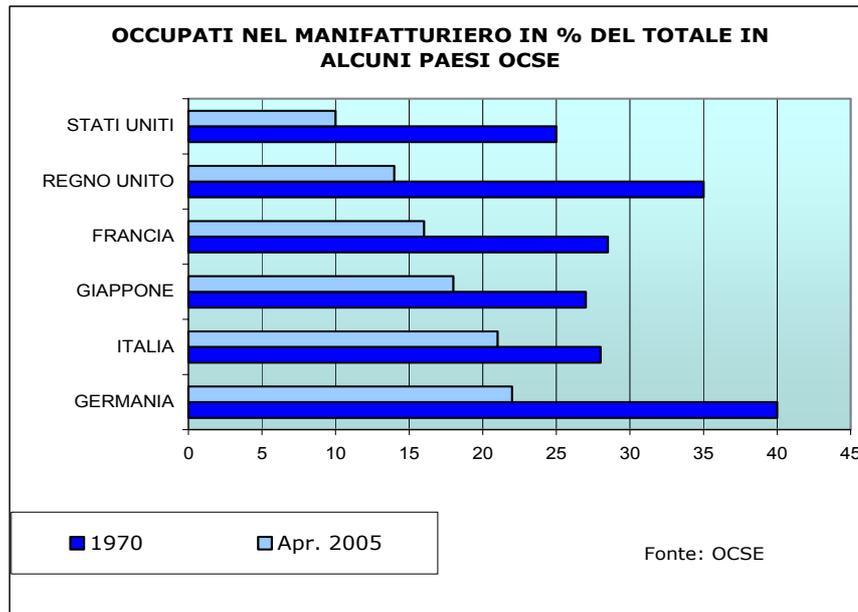
- **Nei paesi Ocse il peso del settore manifatturiero è andato diminuendo, in termini sia di contributo alla formazione del Pil, sia, soprattutto, all'occupazione complessiva. Tale fenomeno ha alimentato il dibattito circa la possibilità che i paesi in questione vivano una fase di declino.**
- **In molti paesi sviluppati (tra cui gli Stati Uniti) al calo dell'occupazione nel manifatturiero non ha fatto seguito un aumento della disoccupazione complessiva ma una crescita del ruolo svolto dai servizi. La deindustrializzazione sarebbe quindi secondo alcuni un normale stadio di evoluzione delle economie sviluppate.**
- **I paesi che hanno visto ridursi maggiormente il peso del manifatturiero cominciano però a soffrire per la contrazione delle quote di mercato nel commercio internazionale di beni.**
- **Esistono tuttavia esempi di imprese di successo che dimostrano come i comparti del manifatturiero che impiegano tecnologie avanzate continuino a prosperare e a guadagnare quote sui mercati mondiali, anche nei paesi sviluppati caratterizzati da un costo del lavoro elevato.**

### **Il declino dell'occupazione manifatturiera**

Il contributo del comparto manifatturiero all'occupazione complessiva dei paesi sviluppati è andato gradualmente diminuendo negli ultimi anni: a fine 2005 negli Stati Uniti il manifatturiero impiegava solo il 10% degli occupati, contro il 25% del 1970. Nello stesso periodo, il Regno Unito ha visto ridursi la stessa percentuale da 35 a 14%, mentre il Giappone è passato dal 28% al 18%. Italia e Germania sono tra i paesi in cui il contributo è rimasto maggiore: rispettivamente 22% e 21%.

Secondo le ultime rilevazioni Eurostat, dal 1995 al 2005 l'indice degli occupati nel manifatturiero nella UE-25 ha registrato un calo medio annuo dello 0,2%; un andamento simile si è registrato nell'area dell'euro, dove però nel biennio 2000-2001 si è assistito a una lieve ripresa. I dati europei, in effetti, sono simili a quelli degli altri paesi sviluppati. In Giappone, nello stesso periodo, il calo dell'indice è stato anche più marcato: 0,6% l'anno in media, con una flessione particolarmente marcata nel periodo 1998-2002. Negli Stati Uniti la flessione è stata dello 0,5% in media annua, frutto di un primo periodo di relativa stabilità e di un declino consistente dal 2000-2003 (1,7% in media d'anno), in seguito al quale l'indice è rimasto piuttosto stabile.

Il declino del manifatturiero viene confermato anche dalla riduzione del contributo di tale comparto al Pil: sempre negli Stati Uniti, se calcolata a prezzi correnti, la produzione manifatturiera rappresenta oggi il 13% del Pil complessivo (dal 26% del 1970), anche se il valore è ben più elevato se considerato a prezzi costanti, data la diminuzione del prezzo relativo dei manufatti rispetto ai servizi. Nonostante ciò gli USA rappresentano ancora il primo produttore mondiale di manufatti, seguito dal Giappone e, solo al terzo posto, dalla Cina, che pur producendo beni di valore pari a circa la metà di quelli statunitensi impiega addetti pari a sei volte quelli americani, a causa dell'ancora molto ampio divario di produttività tra i due paesi.



### Manifatturiero e presenza sui mercati mondiali

La deindustrializzazione viene spesso considerata un sintomo di declino. Tuttavia, il fatto che al calo di occupati nel manifatturiero non abbia fatto seguito (almeno in alcuni paesi sviluppati) un aumento della disoccupazione dimostra che i lavoratori espulsi dalle fabbriche hanno trovato nuovi posti di lavoro, soprattutto nei servizi, che, ad esempio negli Stati Uniti, ormai assorbono circa l'80% della forza lavoro. La deindustrializzazione sarebbe quindi un normale stadio di evoluzione delle economie sviluppate. Ma esistono anche altri fattori da considerare.

Un forte presidio nel settore manifatturiero, ad esempio, sembra essere un elemento importante per garantire una presenza rilevante sui mercati esteri. L'esempio più interessante viene sempre dagli Stati Uniti. Nel lungo periodo di contrazione del manifatturiero, infatti (1965-2005), in questo paese il rapporto tra il saldo della bilancia commerciale e il Pil è passato da un surplus dello 0,8% a un deficit pari a circa il 6,5%, e nel 2005 il valore del commercio estero americano in percentuale del Pil è risultato tanto basso da richiedere un salto indietro fino al 1924 per trovarne uno peggiore (italiano) tra i paesi più ricchi al mondo. Nel 2004, inoltre, gli Stati Uniti hanno ceduto la posizione di primo esportatore mondiale di beni alla Germania che ha confermato la sua posizione anche nel 2005 con una quota del 9,3% sul valore delle esportazioni mondiali.

L'aver raggiunto questa posizione pur disponendo di una quantità di lavoratori pari a circa un terzo di quella statunitense confermerebbe l'idea di chi sostiene che i paesi sviluppati dovrebbero abbandonare non la produzione manifatturiera, ma le produzioni *labor intensive* (rispetto alle quali difficilmente potrebbero essere competitivi con i paesi emergenti) e favorire lo sviluppo di quelle *capital intensive*.

### Le imprese di successo

Declino o stadio di sviluppo? Forse il dibattito sulle sorti del manifatturiero come settore alternativo ai servizi dovrebbe spostarsi sull'alternativa lavoro qualificato *versus* non qualificato.

Proprio l'esempio di alcune imprese di successo mostra come i comparti del manifatturiero che impiegano tecnologie avanzate nel cosiddetto "Primo Mondo" continuino a prosperare e a guadagnare quote sui mercati mondiali, a dispetto del fatto che provengono da paesi caratterizzati da un elevato costo del lavoro. In Giappone, ad esempio, una delle principali imprese mondiali nel campo dell'*office automation* ha definito piani di produzione secondo i quali, appena il costo del lavoro di una singola unità di produzione supera il 10% dei costi totali, questa viene delocalizzata in regioni a basso costo del lavoro. L'impianto "madre" viene però mantenuto in patria, dove continua a essere destinato oltre l'80% degli investimenti in tecnologia e innovazione, e dove le tecnologie alla base della elevata produttività vengono tenute segrete, al riparo dalla minaccia di imitazione.

Attraverso questa tecnica, negli ultimi venti anni l'impresa ha duplicato la sua forza lavoro e dal 2002, in seguito anche a un aumento dei profitti del 156%, ha assunto oltre 6.000 dipendenti solo in Giappone.

Anche in Germania è possibile trovare imprese che hanno seguito con successo la via dei maggiori investimenti in tecnologia: sebbene gli stipendi dei lavoratori tedeschi siano in media pari a 1,5 volte quelli statunitensi, una impresa tedesca produttrice di elettrodomestici bianchi esporta con successo macchine negli Usa.

## Toro in abbrivio

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

Con il quadro macroeconomico di fondo invariato, le piazze azionarie proseguono in sostanziale stabilità nell'attesa soprattutto di sviluppi in materia di tassi.

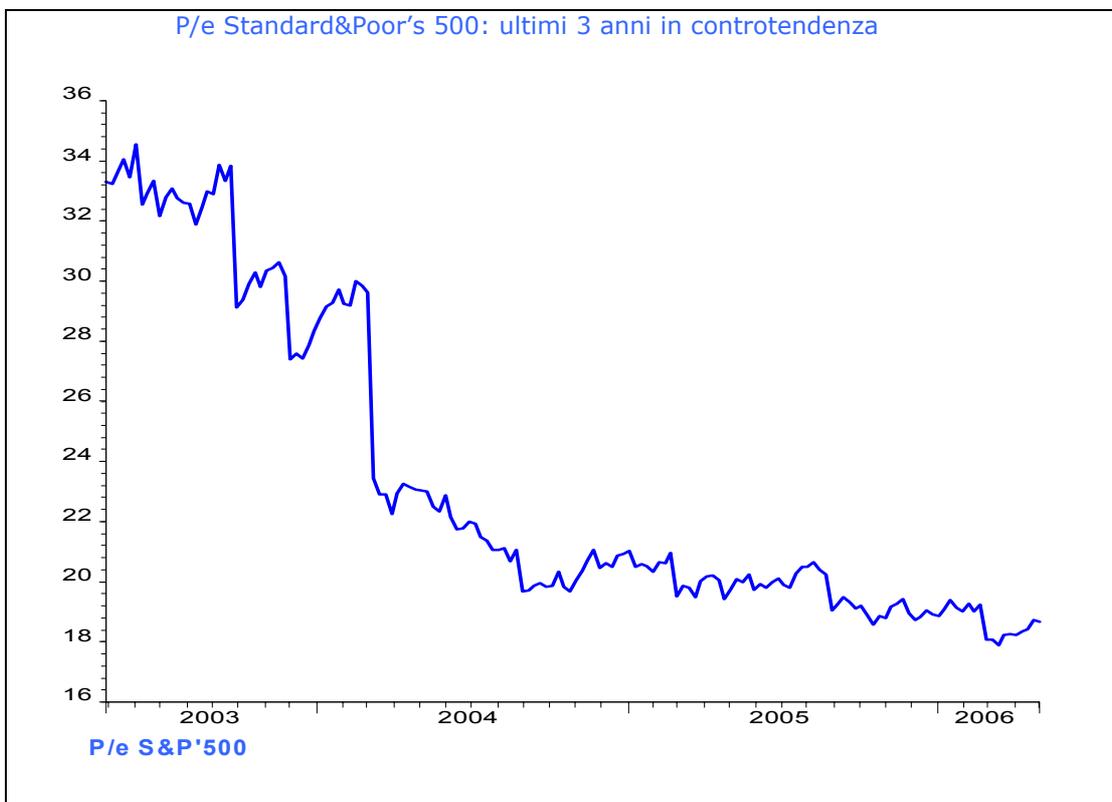
Una pausa nelle dinamiche di politica monetaria rende vantaggioso il mantenimento delle posizioni sull'azionario e scoraggia i realizzi anticipati, anche se in attivo.

A dispetto delle pressioni inflazionistiche, da crescita e petrolio, e di aspettative sui tassi comunque non accomodanti le borse mantengono l'impostazione rialzista e chiudono un'altra ottava con una rara sincronizzazione in territorio positivo (cfr. tabella).

## Sprint cinese, davanti a Messico e Brasile

Ma in termini di rendimento a breve, gli Stati Uniti recuperano sull'Europa - paga il ritorno degli utili e il differenziale dei tassi - e sul Giappone anche se se restano indietro alla brillanti performance delle borse emergenti.

Tra queste, sempre in testa le sudamericane, Messico e Brasile, che però vengono riprese e addirittura doppiate dalla Cina, con India e Russia al seguito.



Ma anche in queste aree i volumi si mantengono esigui, con volatilità stabilizzata su alti livelli, a segnalare i margini di speculazione e l'alta propensione a rischio dell'investimento.

### Direzionalità assente

Dopo la lunga corsa dei listini da fine ottobre 2005, eventuali cedimenti perderebbero rilevanza se chiusi nel breve periodo andando a supportare le tesi rialziste in un'ottica di pausa fisiologica, necessaria per scaricare almeno gli indicatori più reattivi come l'overbought.

La tenuta dei supporti chiave verrebbe comunque assicurata in primis dall'elevato livello di liquidità in circolazione combinato al flusso di risorse in arrivo dall'ormai saturo segmento obbligazionario (soprattutto quello a lunga scadenza), senza dimenticare l'appoggio che verrebbe dalla struttura dei multipli e dalle indicazioni positive fornite dall'analisi dei price-earning (cfr. grafico).

Indici	09-mag-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	30.073	<b>1,40</b>	2,00	<b>25,60</b>	30.073 del 09-mag-06	23.748 del 10-mag-05
MIB 30	39.007	<b>1,15</b>	2,07	<b>24,25</b>	39.007 del 09-mag-06	31.096 del 10-mag-05
EURO STOXX50	3.891	<b>0,74</b>	1,77	<b>29,39</b>	3.891 del 09-mag-06	2.970 del 11-mag-05
CAC 40 Parigi	5.312	<b>1,35</b>	2,65	<b>32,14</b>	5.312 del 09-mag-06	3.980 del 11-mag-05
DAX 30 Francoforte	6.141	<b>1,48</b>	3,15	<b>43,06</b>	6.141 del 09-mag-06	4.244 del 11-mag-05
FTSE 100 Londra	6.106	<b>0,39</b>	1,32	<b>24,34</b>	6.133 del 21-apr-06	4.875 del 11-mag-05
IBEX 35 Madrid	12.083	<b>1,29</b>	2,26	<b>31,01</b>	12.083 del 09-mag-06	9.146 del 10-mag-05
SMI Zurigo	8.122	<b>0,59</b>	0,21	<b>35,30</b>	8.122 del 09-mag-06	5.918 del 10-mag-05
AEX Amsterdam	474	<b>0,72</b>	1,03	<b>33,04</b>	478 del 21-apr-06	353 del 11-mag-05
OMX Stoccolma	343	<b>1,06</b>	0,76	<b>44,37</b>	345 del 03-apr-06	235 del 11-mag-05
RTS Mosca	1.750	<b>1,92</b>	14,86	<b>160,99</b>	1.750 del 05-mag-06	634 del 16-mag-05
ISE 100 Istanbul	44.563	<b>0,34</b>	0,63	<b>80,40</b>	47.729 del 27-feb-06	24.054 del 26-mag-05
India BSE Nat. Bombay	6.509	<b>2,60</b>	7,35	<b>86,84</b>	6.509 del 09-mag-06	3.464 del 11-mag-05
DOW JONES	11.640	<b>1,96</b>	4,67	<b>12,09</b>	11.640 del 09-mag-06	10.140 del 13-mag-05
S&P 500	1.325	<b>0,91</b>	2,29	<b>12,41</b>	1.326 del 05-mag-06	1.154 del 13-mag-05
NASDAQ	2.338	<b>1,23</b>	-0,03	<b>18,11</b>	2.371 del 19-apr-06	1.963 del 10-mag-05
NIKKEI 225	17.191	<b>0,22</b>	-2,12	<b>53,88</b>	17.563 del 07-apr-06	10.825 del 17-mag-05
TOPIX	1.748	<b>0,59</b>	-2,03	<b>51,63</b>	1.784 del 07-apr-06	1.109 del 18-mag-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	41.979	<b>2,35</b>	7,84	<b>64,86</b>	41.979 del 09-mag-06	23.887 del 13-mag-05
IPC BOLSA Mexico	21.823	<b>3,52</b>	12,07	<b>73,71</b>	21.823 del 09-mag-06	12.348 del 13-mag-05
ASX Sidney	5.276	<b>1,00</b>	1,70	<b>33,30</b>	5.276 del 09-mag-06	3.912 del 17-mag-05
HANGSENG Hong Kong	17.134	<b>1,58</b>	4,02	<b>21,65</b>	17.302 del 08-mag-06	13.562 del 25-mag-05
STRAITS Singapore	2.630	<b>-0,12</b>	3,04	<b>21,39</b>	2.660 del 03-mag-06	2.153 del 26-mag-05
KOSPI 200 Seul	188,5	<b>1,26</b>	3,59	<b>56,47</b>	188,8 del 08-mag-06	118,7 del 12-mag-05
SE B \$ Shanghai	95,5	<b>5,29</b>	3,08	<b>33,70</b>	95,5 del 09-mag-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)

- **Nell'area dell'euro si rafforzano le attese per un consolidamento della ripresa nel 2006. Secondo le previsioni della Commissione europea il Pil dovrebbe crescere del 2,1%. Appare, quindi, probabile che la Bce proceda ad ulteriori aumenti dei tassi nell'anno in corso.**
- **L'esigenza di contenere le pressioni inflazionistiche sottostanti al robusto sviluppo dell'economia americana porta a ritenere che la Fed proceda ad un ulteriore aumento dei tassi nella riunione di oggi. Appare, però, vicina una pausa di riflessione per comprendere appieno gli effetti sull'economia delle passate scelte di politica monetaria.**
- **La prospettiva di un restringimento del differenziale tra i tassi americani e quelli dell'area euro sta favorendo un deprezzamento del dollaro nei confronti della valuta comune. L'evoluzione del cambio potrebbe influenzare le future decisioni di politica monetaria.**

### La ripresa economica guida la politica monetaria della Bce

Il tasso di riferimento della politica monetaria è stato mantenuto invariato al 2,5%. La Bce ha sottolineato come gli ultimi dati disponibili abbiano confermato il consolidamento della ripresa nel I trimestre del 2006. Nel breve periodo la crescita dovrebbe proseguire e divenire più bilanciata tra le diverse componenti. La positiva evoluzione della fiducia delle imprese lascia ben sperare per la tenuta degli investimenti. Anche i consumi e il mercato del lavoro appaiono in miglioramento sebbene in modo ancora graduale. I rischi provengono sia dai corsi petroliferi che, in un'ottica di medio periodo, dagli squilibri globali e dal protezionismo.

Secondo la Bce il contesto inflazionistico richiede una forte vigilanza. I tassi annuali di crescita dei prezzi sono previsti rimanere elevati sia nel 2006 che nel 2007. Nel breve periodo peseranno in particolare le evoluzioni dei corsi petroliferi. Successivamente, pressioni sono attese da cambiamenti nei prezzi amministrati e nella tassazione indiretta. I rischi rimangono verso l'alto e appaiono rafforzati dopo le recenti tensioni sui mercati petroliferi. Spinte al rialzo potrebbero, inoltre, provenire da una dinamica salariale più robusta delle attese indotta dagli effetti di secondo impatto legati ai passati rincari energetici. Il contesto inflazionistico è reso più complesso dall'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi che continuano a crescere in maniera robusta. Tali dinamiche richiedono un controllo particolare alla luce dell'atteso rafforzamento dell'attività economica.

Le incertezze nell'area euro rimangono legate prevalentemente alla solidità e alla tenuta in prospettiva della ripresa. Particolare attenzione viene prestata ai consumi delle famiglie. Infatti, sebbene gli indicatori di fiducia segnalino gradualmente miglioramenti anche nel comparto dei consumatori, alcuni dati mantengono un significativo grado di incertezza. Le vendite al dettaglio hanno, ad esempio, registrato a marzo la seconda contrazione congiunturale consecutiva (-0,8% m/m). I consumi continuano ad essere penalizzati anche dalla persistente debolezza del mercato del lavoro. Infatti, sebbene il tasso di disoccupazione si sia ulteriormente ridotto attestandosi a marzo all'8,1%, l'incidenza degli occupati sul totale della popolazione attiva rimane su livelli non soddisfacenti.

Il contesto inflazionistico continua ad essere influenzato dall'andamento dei mercati energetici. I prezzi alla produzione dell'area euro hanno leggermente rallentato a marzo (5,1% a/a dal precedente 5,4%). La componente energetica è cresciuta nel I trimestre ad un ritmo medio annuo non lontano dal 20%.

Anche secondo le previsioni di primavera della Commissione europea le prospettive di sviluppo per l'economia dell'area euro rimangono positive. Il Pil dovrebbe crescere del 2,1% nell'anno in corso. Nel 2007 l'economia dovrebbe, però, decelerare all'1,8% anche a causa dell'aumento dell'imposizione indiretta in Germania che potrebbe indurre ad anticipare entro la fine del 2006 parte dei consumi e degli investimenti immobiliari. La crescita tedesca, infatti, dopo un'accelerazione all'1,7% nel 2006 è prevista rallentare all'1% il prossimo anno.

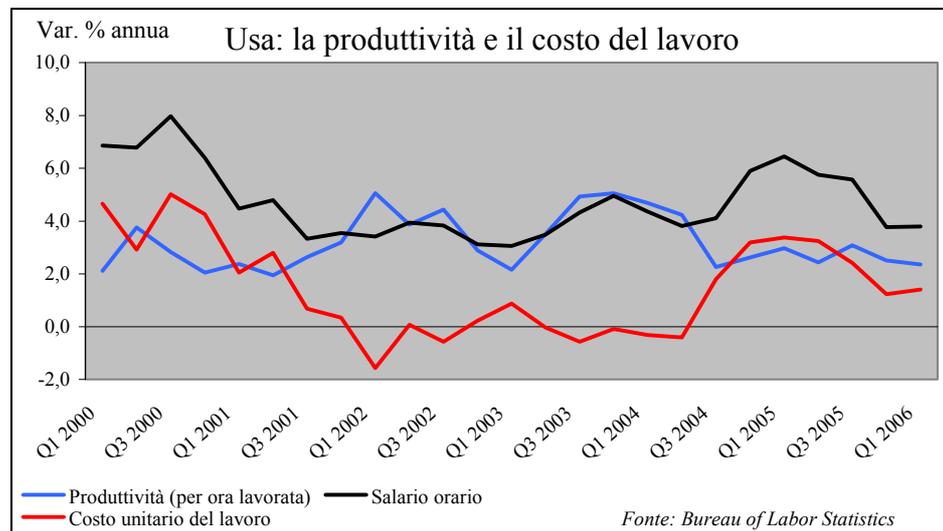
L'inflazione è, invece, attesa dalla Commissione rimanere nella media annua sostanzialmente stabile e leggermente al di sopra del 2%. Il contesto inflazionistico dell'area euro richiede, comunque, un'attenta vigilanza. Il moderato aumento dei tassi non sembra fino ad ora aver favorito il graduale riassorbimento della liquidità in eccesso presente nel sistema.

Pertanto, come sottolineato anche dal Presidente della Bce, Trichet, qualora lo scenario atteso dovesse effettivamente materializzarsi con un consolidamento della ripresa, si potrebbe assistere nel corso del 2006 ad ulteriori incrementi del tasso di riferimento.

### La Fed potrebbe essere vicina ad una pausa nell'aumento dei tassi

Gli ultimi dati provenienti dagli Stati Uniti hanno confermato le attese per una crescita che dovrebbe rimanere solida nel corso dell'anno sebbene in rallentamento su livelli più sostenibili nel lungo periodo.

Gli ordini all'industria sono cresciuti a marzo del 4,2% rispetto al mese precedente. Nel I trimestre la crescita media annua è stata prossima al 9% lasciando, quindi, ben sperare per la tenuta della produzione industriale nel corso dei prossimi mesi. La solidità dell'economia americana viene confermata anche dall'andamento del mercato del lavoro. Nonostante il numero di nuovi occupati nel settore non agricolo ad aprile sia stato inferiore alle previsioni (138 mila), la media mensile di buste paga create è leggermente aumentata nei primi quattro mesi del 2006 rispetto allo scorso anno.



La robustezza del mercato del lavoro americano, con oltre 4,7 milioni di nuovi occupati dall'inizio del 2004, fa sorgere alcune preoccupazioni per le potenziali pressioni inflazionistiche che potrebbero materializzarsi. Fino ad ora gli Stati Uniti hanno beneficiato di una significativa crescita della produttività che ha contribuito a contenere le pressioni sui costi. I dati evidenziano, però, una

dinamica salariale da seguire con attenzione. Nel I trimestre del 2006 la produttività nel settore non agricolo, misurata in termini di quantità di prodotto per ora lavorata, è cresciuta del 2,4% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Simultaneamente, l'aumento delle paghe orarie (+3,8% a/a) è risultato superiore a quello della produttività nel I trimestre 2006 favorendo un incremento del costo unitario del lavoro dell'1,4%. La dinamica di quest'ultima grandezza, indicativa delle pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro, appare comunque leggermente attenuata se confrontata con la media dello scorso anno (2,5%).

La solidità dell'economia e l'esigenza di contenere le potenziali tensioni sui prezzi sottostanti al robusto sviluppo portano a ritenere che la Fed proceda nella riunione di oggi ad un ulteriore aumento dei tassi. Ma, l'esigenza di comprendere appieno gli effetti sull'economia della manovra restrittiva di politica monetaria fino ad ora attuata rafforza l'ipotesi di una prossima pausa di riflessione.

### Tassi invariati nel Regno Unito

La Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 4,5%. I dati relativi alla prima parte del 2006 hanno raffigurato un'economia in crescita con un'inflazione sostanzialmente sotto controllo. Le prospettive rimangono positive. La Commissione europea prevede, infatti, un incremento del Pil del Regno Unito del 2,4% nell'anno in corso per poi accelerare al 2,8% nel 2007. Il tasso di inflazione dovrebbe rimanere stabile intorno al 2%.

### Le decisioni di politica monetaria e i mercati valutari

I mercati valutari continuano ad essere influenzati dalle future decisioni di politica monetaria. Il consolidamento delle attese di un graduale aumento dei tassi da parte della Bce, rafforzato dalle parole di Trichet, e una pausa di riflessione prevista non lontana per la Federal Reserve hanno contribuito ad indebolire il dollaro. Dall'inizio del 2006 l'euro si è rafforzato nei confronti della valuta americana di oltre il 7%. In prospettiva dovrebbe proseguire l'indebolimento del dollaro, anche a causa del permanere di fattori strutturali che penalizzano la valuta americana. L'andamento dei tassi di cambio, oggi influenzato dalle decisioni di politica monetaria, potrebbe però in prospettiva condizionare le stesse scelte delle banche centrali.

	dati storici		09/05/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	106,7	117,9	111,4	110,0	108,0
dollaro-euro	1,269	1,194	1,273	1,285	1,330
yen-euro	135,5	140,7	141,7	141,4	143,6
sterlina-euro	0,684	0,683	0,683	0,698	0,720
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	3,27	4,76	5,16	5,20	5,00
euro	2,13	2,60	2,87	3,10	3,50
yen	0,05	0,07	0,12	0,20	0,35
sterlina	4,89	4,58	4,71	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	4,03	4,20	3,90
Giappone	1,26	1,56	1,97	2,20	2,00
Italia	3,50	3,70	4,33	4,54	4,19
Gran Bretagna	4,62	4,17	4,72	4,78	4,50

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

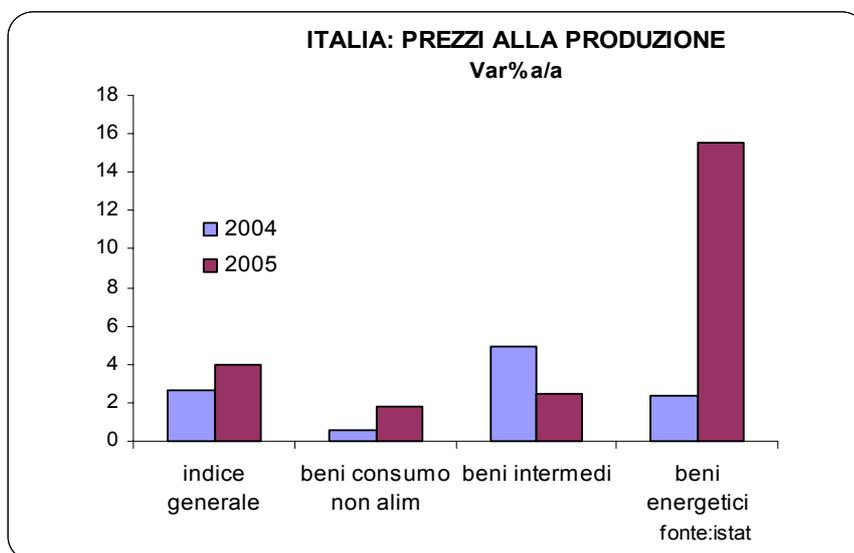
**A. Sagnotti** ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

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

- In aprile, i prezzi al consumo hanno registrato il rialzo congiunturale più alto da luglio 2005. L'aumento tendenziale resta tuttavia sotto controllo e non si discosta dal trend degli ultimi dodici mesi. I prezzi alla produzione a marzo restano elevati pur se in decelerazione rispetto al mese precedente.
- La forbice che si è venuta a creare nel sistema dei prezzi in Italia, come in Europa, è riconducibile al forte aumento dei costi degli input importati, soprattutto di quelli energetici.

### Il trend dei prezzi alla produzione e al consumo

La stima fornita dall'Istat sui prezzi al consumo di aprile ha evidenziato un aumento su base mensile dello 0,3%, il più elevato dal luglio del 2005. La variazione è stata determinata per oltre un terzo dai rincari dei carburanti e delle tariffe energetiche. Su base annua, l'incremento è risultato del 2,2%, come quello di inizio anno. La media degli ultimi dodici mesi è stata pari al 2,1%, due decimi di punto al di sotto del complesso dei paesi dell'euro-zona. Nonostante la spinta al rialzo proveniente dai rincari delle materie prime e dalla crescita del CLUP nell'industria (raddoppiata rispetto al 2004), l'incremento dei prezzi al consumo, al netto della componente energetica e non alimentare è rimasto contenuto (intorno all'1%), grazie alla debolezza della domanda e alla flessione registrata dai prezzi dei beni a elevato contenuto tecnologico.



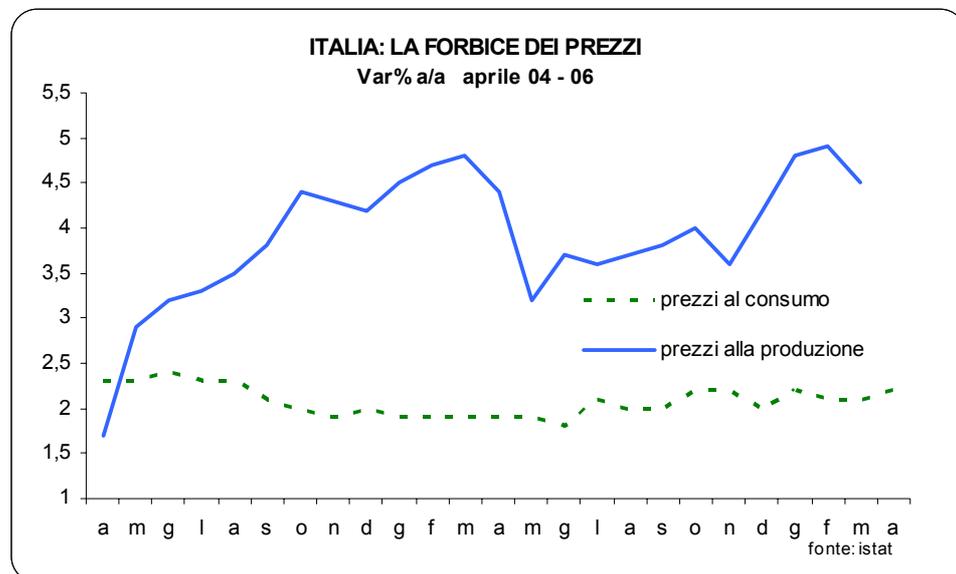
I prezzi alla produzione hanno segnato, nella media del primo trimestre del 2006, un incremento su base annua del 4,8%. L'accelerazione evidenziata dai prezzi alla produzione dall'inizio del 2004 (quando il livello si attestava intorno all'1%) sconta la spinta dei costi degli input energetici. La componente energetica ha infatti espresso nel 2005 un incremento del 15,5%, contro il 2,4% del 2004. Nell'area dell'euro, l'aumento è risultato rispettivamente del 13,4 e del 3,9%.

In Italia, i prezzi alla produzione dei prodotti venduti sul mercato interno hanno rallentato la crescita, passando dal 2,3% del 2004 all'1,4% del 2005, a fronte di un incremento dei costi unitari variabili superiore al 5%. Ne è conseguita una compressione dei margini di profitto unitari. Per contro, i prezzi dei beni venduti all'estero, sostenuti da una domanda più favorevole, hanno mostrato un aumento superiore al 6%. Analoga differenza tra mercato interno ed estero è stata evidenziata nel settore dei servizi, dove la compressione dei margini è tuttavia risultata più contenuta. Con l'aumento dei valori medi unitari all'esportazione, le imprese hanno in parte compensato la riduzione dei margini sperimentata sul mercato nazionale.

### Potrà chiudersi la forbice dei prezzi?

L'apertura della forbice che si è venuta a creare in Italia nel sistema dei prezzi porterebbe a considerare come l'inflazione al consumo più bassa degli ultimi quarant'anni possa convivere con una fase rialzista nel mercato del petrolio e delle *commodity* tra le più lunghe mai sperimentate. Una spiegazione può venire dalla debolezza della domanda associata a un mutato contesto competitivo nel mercato interno che ha portato a un'offerta di prodotti a prezzi più contenuti. Resta il rischio che in futuro possa manifestarsi una traslazione sui prezzi a valle degli ingenti aumenti degli input energetici e delle altre *commodity*, traslazione che finora si è verificata in modo assai limitato.

Nel corso del 2005, si è infatti già assistito a un'accelerazione dei prezzi alla produzione non alimentari (1,8% su base annua, triplicata rispetto al 2004). Ciò lascia ritenere che gli incrementi dei prezzi delle materie prime osservati tra il 2004 e il 2005 abbiano iniziato a riflettere qualche effetto indiretto sui listini industriali.



## 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

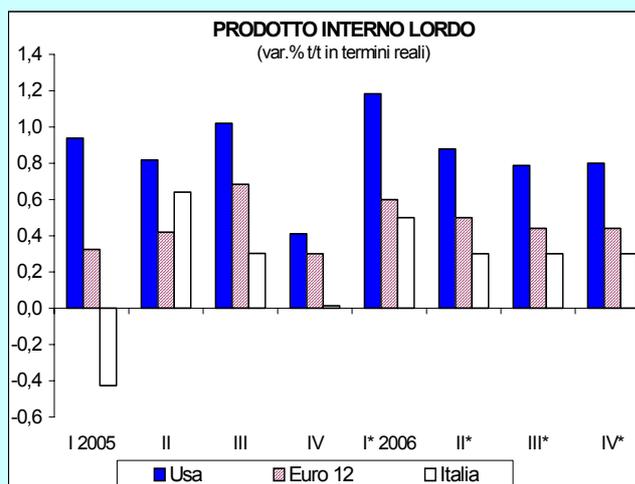
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,3	1,7	2,8	1,3	2,4	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,6	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0

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

\* Previsioni

PIL 2005 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	10.035
Euro 12	7.974
Italia	1.417



## Le previsioni sui prezzi

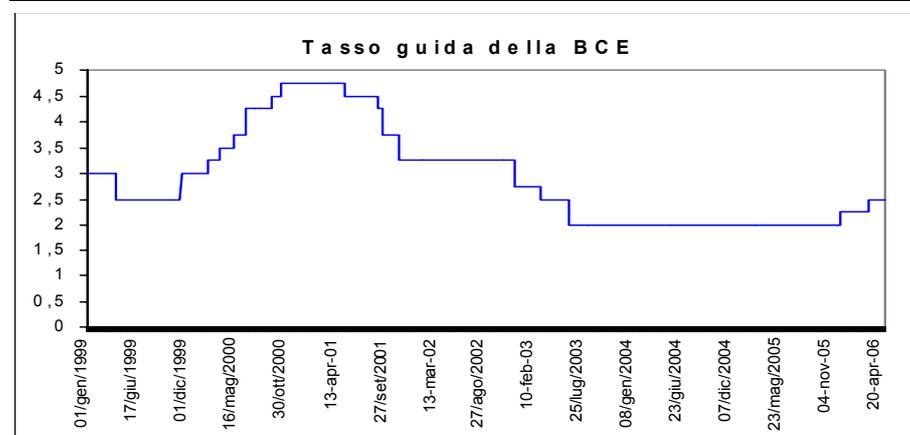
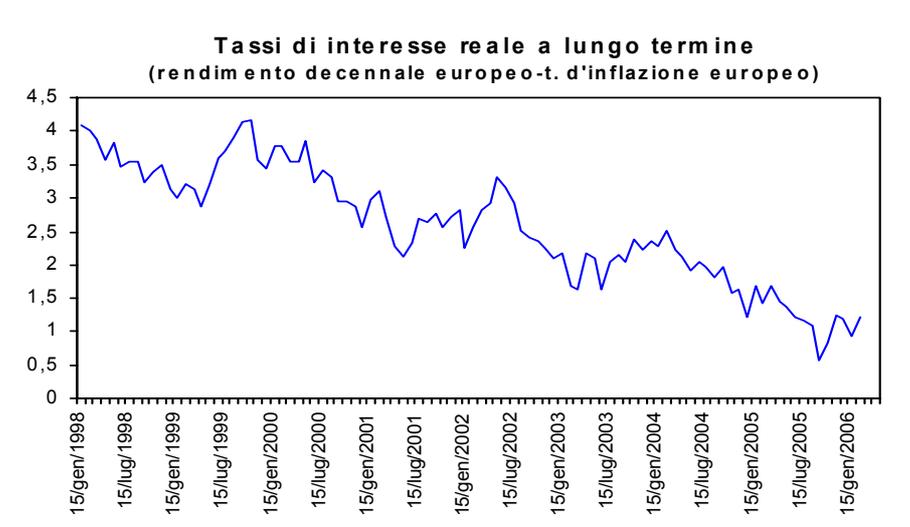
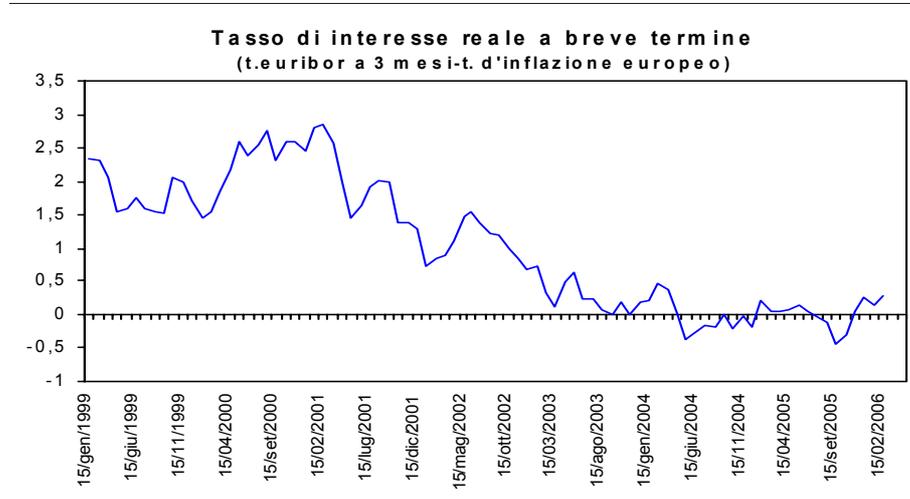
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<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	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,5	130,8	131,0	131,2	129,9
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	0,3	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	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	2,2
2007	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Trend per la politica monetaria europea

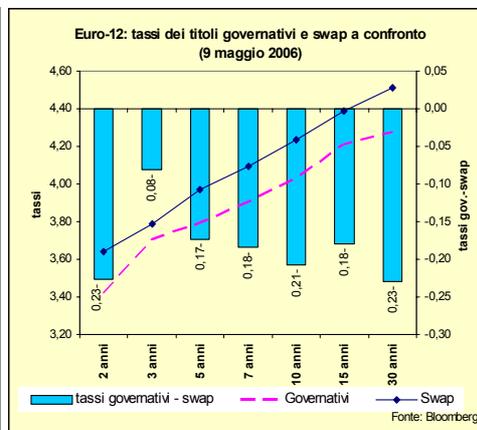
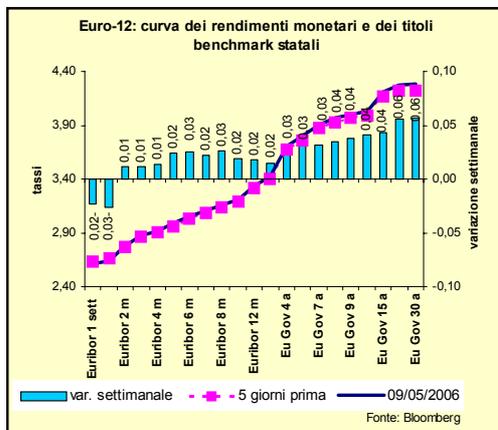
M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



Fonte: Datastream.

## Panorama Tassi & Euro

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

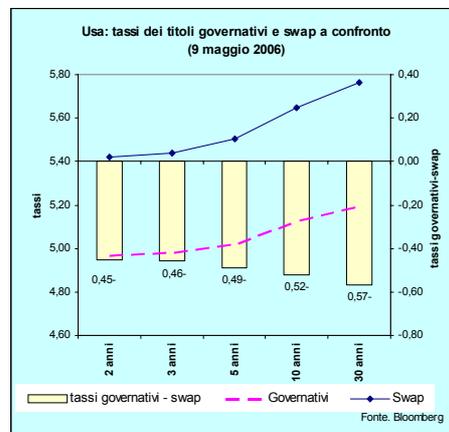
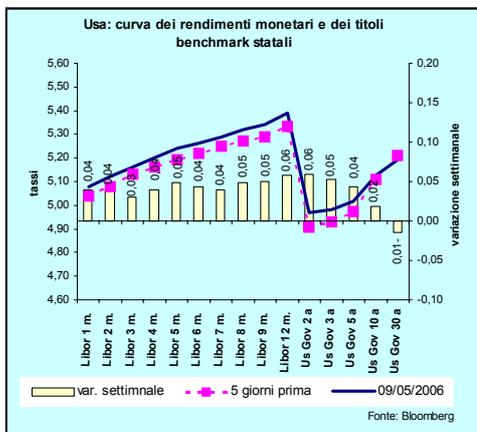


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	8/5/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,276	1,254	1,218	1,295	1,263	1,179	1,7	4,7	-1,5	1,0
Canada	1,414	1,410	1,398	1,606	1,623	1,800	0,3	1,2	-12,0	-12,9	-21,5
Australia	1,652	1,660	1,665	1,662	1,680	1,910	-0,5	-0,8	-0,6	-1,7	-13,5
Nuova Zelanda	2,007	1,982	1,983	1,761	1,924	2,223	1,3	1,2	13,9	4,3	-9,7
Giappone	141,9	143,3	143,6	135,7	135,1	133,7	-1,0	-1,2	4,5	5,1	6,1
Cina	10,16	10,22	9,70	10,61	10,39	9,76	-0,5	4,8	-4,2	-2,2	4,1
Argentina	3,861	3,846	3,729	3,724	3,699	1,180	0,4	3,5	3,7	4,4	227,3
Svizzera	1,558	1,571	1,576	1,549	1,558	1,617	-0,8	-1,1	0,6	0,0	-3,6
Regno Unito	0,685	0,694	0,696	0,682	0,705	0,711	-1,4	-1,7	0,4	-2,9	-3,7
Svezia	9,299	9,297	9,342	9,163	9,080	9,470	0,0	-0,5	1,5	2,4	-1,8
Danimarca	7,457	7,461	7,463	7,443	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,1
Norvegia	7,787	7,757	7,876	8,112	8,414	8,855	0,4	-1,1	-4,0	-7,5	-12,1
Cipro	0,575	0,576	0,576	0,579	0,586	0,582	-0,1	-0,1	-0,7	-1,9	-1,2
Repubblica Ceca	28,24	28,42	28,51	29,90	32,41	35,11	-0,6	-1,0	-5,6	-12,9	-19,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	259,5	264,1	267,1	249,7	262,5	251,5	-1,7	-2,8	3,9	-1,1	3,2
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	0,0	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,31	37,40	37,41	38,76	41,17	42,99	-0,2	-0,3	-3,7	-9,4	-13,2
Slovenia	239,6	239,6	239,6	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,8
Polonia	3,8315	3,875	3,962	4,131	4,702	4,071	-1,1	-3,3	-7,3	-18,5	-5,9
Russia	34,48	34,39	33,51	35,74	36,89	25,32	0,3	2,9	-3,5	-6,5	36,2
EURO	92,7	93,0	92,2	92,0	92,8	93,3	-0,4	0,5	0,7	-0,2	-0,7
<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						-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	8/5/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,113	1,115	1,150	1,241	1,293	1,598	0,2	3,3	11,5	16,2	43,6
Australia (*)	0,768	0,757	0,726	0,775	0,753	0,516	1,4	5,7	-1,0	1,9	48,8
Nuova Zelanda (*)	0,633	0,636	0,608	0,733	0,656	0,425	-0,4	4,0	-13,7	-3,5	48,8
Giappone	111,8	113,6	118,4	105,0	107,2	131,8	1,7	5,9	-6,0	-4,1	18,0
Corea del Sud	939	946	955	1.000	1.198	1.320	0,7	1,7	6,4	27,5	40,6
Filippine	51,29	51,74	51,06	54,08	55,54	51,60	0,9	-0,4	5,4	8,3	0,6
Indonesia	8,735	8,765	8,983	9,498	8,418	10,370	0,3	2,8	8,7	-3,6	18,7
Singapore	1,568	1,578	1,607	1,640	1,700	1,849	0,6	2,5	4,6	8,4	17,9
Thailandia	37,54	37,45	38,22	39,45	39,61	44,05	-0,2	1,8	5,1	5,5	17,4
Cina	8,01	8,01	8,01	8,28	8,28	8,28	0,1	0,1	3,4	3,4	3,4
India	44,84	44,80	44,52	43,42	45,63	48,27	-0,1	-0,7	-3,2	1,8	7,6
Argentina	3,04	3,05	3,08	2,90	2,94	1,00	0,3	1,3	-4,6	-3,3	-67,2
Brasile	2,07	2,09	2,15	2,46	2,89	2,30	0,7	3,9	18,7	39,6	10,8
Cile	514,2	514,8	520,4	574,3	593,0	646,3	0,1	1,2	11,7	15,3	25,7
Colombia	2,347	2,379	2,361	2,339	2,780	2,297	1,4	0,6	-0,3	18,4	-2,2
Messico	10,94	11,04	11,14	10,94	11,24	9,11	0,9	1,8	0,0	2,7	-16,8
Perù	3,28	3,30	3,36	3,26	3,46	3,44	0,6	2,3	-0,9	5,4	4,8
Uruguay	23,98	23,98	23,95	24,79	29,32	14,75	0,0	-0,1	3,4	22,3	-38,5
Venezuela	2,518	2,487	2,570	2,684	2,852	759	-1,2	2,1	6,6	13,3	-69,8
Israele	4,45	4,51	4,61	4,36	4,39	4,48	1,5	3,7	-1,9	-1,3	0,8
Sud Africa	6,05	6,04	6,13	6,05	6,62	12,37	-0,3	1,3	-0,1	9,3	104,3
Turchia	1,3155	1,3162	1,3327	1,3454	1,3966	1,4298	0,1	1,3	2,3	6,2	8,7
Area dell'Euro (*)	1,276	1,254	1,218	1,295	1,263	0,904	1,7	4,7	-1,5	1,0	41,2
Regno Unito (*)	1,858	1,824	1,742	1,891	1,786	1,439	1,8	6,6	-1,8	4,0	29,1
Svizzera	1,229	1,243	1,301	1,207	1,239	1,650	1,1	5,9	-1,8	0,8	34,3
Danimarca	5,87	5,93	6,18	5,80	5,91	8,28	1,1	5,2	-1,1	0,7	41,1
Norvegia	6,10	6,19	6,47	6,27	6,68	8,87	1,4	5,9	2,6	9,4	45,2
Svezia	7,34	7,39	7,74	7,15	7,18	10,28	0,8	5,6	-2,5	-2,1	40,1
Russia	27,13	27,27	27,53	27,78	29,45	30,14	0,5	1,5	2,4	8,6	11,1
Polonia	3,01	3,08	3,28	3,21	3,73	3,96	2,2	9,1	6,6	24,0	31,4
Repubblica Ceca	22,29	22,68	23,40	23,09	25,65	35,27	1,7	5,0	3,6	15,1	58,2
Ungheria	203,9	210,1	221,2	194,8	209,3	272,9	3,0	8,5	-4,4	2,7	33,8
<b>DOLLARO USA</b>	91,6	93,0	96,2	91,9	94,6	122,0	-1,5	-4,8	-0,3	-3,2	-24,9

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

## Il calendario della settimana economica

(dal 10 al 15/5/2006)

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

Giorno	Eventi				
Mercoledì 10	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica l'Inflation Report Stati Uniti: riunione FOMC				
Giovedì 11	Area Euro: interventi di Trichet e Liebscher Area Euro: intervento di Weber della Bundesbank Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Kohn del Conference Board				
<b>Unione Europea</b>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 10	Germania	Bilancia commerciale	marzo	13,0 mld	14,3 mld
	Francia	Produzione industriale	marzo	-1,2%/m/m; -0,9%	1,6%/m/m; 1,9%/a/a
		Produzione manifatturiera	marzo	-1,2%/m/m; -0,7%	1,6%/m/m; 2,4%/a/a
Giovedì 11	Germania	Pil (prel.)	I tr. 06	0,0% t/t	0,6% t/t
	Italia	Produzione industriale	marzo	0,8% m/m	0,2% m/m
		Pil (prel.)	I tr. 06	0,0% t/t	0,5% t/t
	Regno Unit	Produzione manifatturiera	marzo	-0,2%/m/m; -1,4%	0,2% m/m; 0,6%/a/a
		Produzione industriale	marzo	-0,3%/m/m; -1,5%	0,2%/m/m; 0,0%/a/a
	Area Euro	Pil (stima flash)	I tr. 06	0,3% t/t	0,6% t/t
	Spagna	Pil	I tr. 06	0,9% t/t	0,8% t/t
Venerdì 12	Germania	Prezzi al consumo armonizzati	aprile	0,1%/m/m; 1,9%/a	0,4%/m/m; 2,3%/a/a
	Francia	Prezzi al consumo armonizzati	aprile	0,4%/m/m; 1,7%/a	0,3%/m/m; 1,8%/a/a
	Spagna	Prezzi al consumo armonizzati	aprile	0,7%/m/m; 3,9%/a	1,5%/m/m; 3,9%/a/a
<b>Stati Uniti</b>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Giovedì 11	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupaz.	6 maggio	322.000	315.000
		Vendite al dettaglio	aprile	0,6% m/m	0,8% m/m
		Vendite al dettaglio (ex. auto)	aprile	0,4% m/m	0,9% m/m
		Scorte delle imprese	marzo	0,0% m/m	0,5% m/m
Venerdì 12	Stati Uniti	Prezzi all'import	aprile	-0,40%	1,20%
		Bilancia commerciale	marzo	-65,7 mld	-67
		Indice fiducia Univ. Michigan	maggio	87,4	86
Lunedì 15	Stati Uniti	Indice Empire Manufacturing	maggio	15,8	15