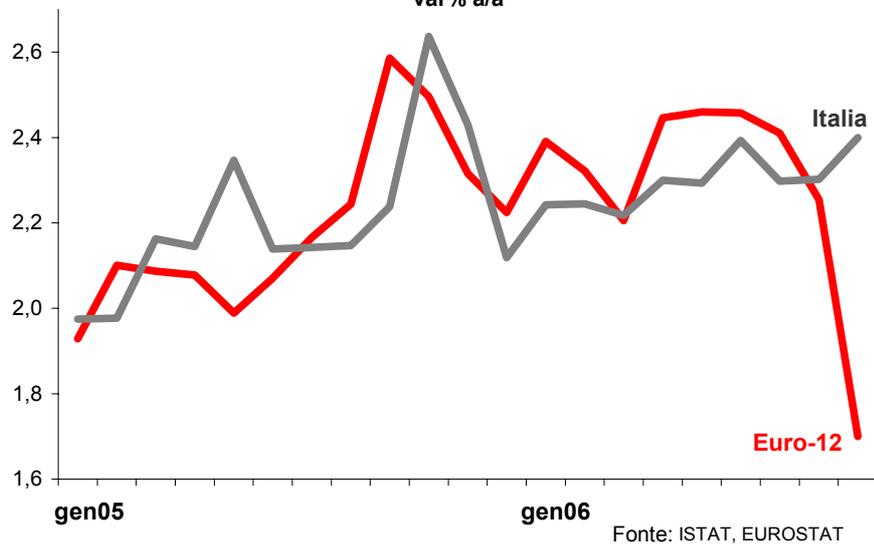


**ITALIA EURO-12: SI RIAPRE LA FORBICE DEI PREZZI AL CONSUMO**  
 indice armonizzato base 2005=100 - gen05-set06  
 var% a/a



- **Editoriale** - In Italia la partecipazione della popolazione attiva alle forze di lavoro sta aumentando, grazie alle riforme e all'apporto degli immigrati. Ma crescono i divari tra Nord e Sud e rimangono ampi gli spazi per migliorare l'inclusione della componente femminile e di alcune fasce di età della popolazione. La riduzione dei "mismatch" del mercato del lavoro passa attraverso una serie di interventi strutturali, così come insegna il pensiero del neo-premio Nobel, l'economista Edmund Phelps.
- **Pag. 4** - Nel mondo cresce il volume delle fusioni e acquisizioni. Nel 2006 è l'Europa l'area ove più intenso è questo genere di attività. Aumenta la dimensione media delle operazioni e si allarga la platea dei protagonisti. Un'ottica industriale appare prevalere su motivazioni di natura prevalentemente finanziaria.
- **Pag. 7** - I dati dell'ISTAT aggiornano al 2004 la fotografia del sistema produttivo italiano. Sono 4,2 milioni le imprese dell'industria e dei servizi di mercato. Di queste, sono solo 3.199 le imprese che impiegano non meno di 250 addetti ciascuna. Da questo 0,8 per mille del totale delle imprese proviene un contributo di circa il 30% al valore aggiunto complessivo e del 18% al totale dell'occupazione.

36

2006

18 ottobre 2006

Direttore responsabile:  
 Giovanni Ajassa  
 tel. 0647028414  
 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro  
 Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma  
 Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

## Editoriale: il professor Phelps e l'Italia

Lo scorso 9 ottobre l'Accademia svedese delle scienze ha comunicato che il Premio Nobel per l'economia del 2006 andrà ad Edmund Phelps, professore emerito della Columbia University. La motivazione del riconoscimento fa esplicito riferimento alle analisi compiute dall'accademico americano sul tema dei "trade-offs" intertemporali nella politica economica. Il termine inglese "trade-off" è difficile da tradurre. Con qualche approssimazione, la parola sta a significare i riflessi di segno diverso che una medesima decisione può assumere al passare dal breve al lungo termine. Un esempio di questa diversificazione temporale degli effetti della politica economica ci viene dal rapporto tra inflazione e disoccupazione.

Per molto tempo politici ed economisti ritennero che, nel breve come nel lungo termine, una minore disoccupazione fosse ottenibile al prezzo di una maggiore inflazione e viceversa. Era il mondo che gli studiosi rappresentavano nella forma di una "curva di Phillips" tra disoccupazione e inflazione negativamente inclinata. Poi, nel 1969, Ned Phelps mise a punto la parabola delle isole - " (...) a picture of the economy as a group of islands between which information flows are costly"<sup>1</sup> - per spiegare come l'effetto espansivo della maggiore inflazione possa durare solo il tempo necessario per rendersi conto che la variazione dei prezzi indotta dalla manovra monetaria è un fenomeno generalizzato e non, per l'appunto, isolato. Sull'isola il lavoratore vede il proprio salario monetario aumentare, ma non ha la percezione che anche tutto il sistema dei prezzi si è ugualmente innalzato. Pertanto, incrementa la propria offerta di lavoro salvo poi tornare sui suoi passi quando, recatosi nell'isola accanto, scopre che la maggiore inflazione ha eroso l'aumento di salario. Una volta aggiustate le aspettative ai nuovi parametri di mercato l'offerta di lavoro torna al livello di partenza. Tolti di mezzo i disturbi generati da sorprese solo temporanee, la curva di Phillips cessa di essere una curva e diventa una retta verticale. E, secondo l'insegnamento del neopremio Nobel, le spiegazioni sui perché della crescita, dell'occupazione e della disoccupazione tornano ad essere il dominio di analisi di tipo strutturale che guardano, oltre ai costi, a variabili quali la produttività, la demografia, il sistema fiscale, la formazione, la previdenza.

In anni decisamente più recenti rispetto a quelli della "parabola delle isole" il professor Phelps ha avuto modo di applicare il suo approccio strutturalista direttamente al caso dell'economia italiana. Tra il 1997 e il 1999 l'economista americano è stato consulente scientifico per il progetto strategico del CNR su "L'Italia in Europa". Analizzando i problemi strutturali della nostra economia Phelps individua due nodi centrali: l'imprenditorialità e l'inclusione.<sup>2</sup>

L'imprenditorialità è misurata dalla produttività, dal costo del lavoro per unità di prodotto e dal grado di innovazione. L'Italia accusa ritardi su ciascuno di questi indicatori. Alla fine degli anni Novanta Phelps suggerisce una riduzione decisa degli oneri eccessivi che gravano sul lavoro impiegato nell'economia ufficiale e che favoriscono la crescita del sommerso. Per il professore il sommerso non è un ammortizzatore economico. E' un pericoloso meccanismo che, sostituendo lavori di qualità con impieghi più scadenti, riduce invece di aumentare il potenziale competitivo di un paese nel lungo periodo. Diversamente, un effetto determinante per accrescere il tasso di innovazione e di imprenditorialità dell'Italia discende, secondo l'accademico americano, dall'apertura del settore bancario agli investitori internazionali e dall'utilizzo delle privatizzazioni come occasione decisiva per modernizzare la cultura manageriale del paese. A distanza di anni è facile osservare come Phelps avesse visto giusto su questioni che rimangono ancora al centro del dibattito della politica economica.

Accanto a imprenditorialità e innovazione, lo sviluppo dell'Italia ha bisogno di maggiore inclusione. Di questo Phelps è fermamente convinto. L'inclusione è da intendersi nella doppia

<sup>1</sup> Cfr. Edmund S. Phelps, "The New Microeconomics in Inflation and Employment Theory", American Economic Review, Papers and Proceedings, pag. 149.

<sup>2</sup> Cfr. Edmund S. Phelps, Enterprise and Inclusion in Italy, Boston, Kluwer Academic Publishers, 2002.

*accezione, economica e sociale. L'inclusione economica riguarda l'occupazione nell'economia ufficiale e, prima ancora dell'occupazione, il tasso di partecipazione della popolazione attiva alle forze di lavoro. L'inclusione sociale discende dall'indipendenza economica e attiene alla capacità dell'individuo di trovare nella società un giusto riconoscimento alla proprie competenze e abilità e delle condizioni adeguate di integrazione nella vita civile. Nemica dell'inclusione, secondo Phelps, è la cultura della rendita e della patrimonializzazione. Utili all'inclusione sono invece un sistema fiscale e un sistema di istruzione che favoriscano l'auto-sostegno, la mobilità sociale, la qualità del lavoro e il recupero nella sfera produttiva di chi da essa è marginalizzato.*

*Dati recenti diffusi dall'ISTAT e commentati nel nostro Focus del 28 settembre indicano come tra la metà del 2004 e il secondo trimestre del 2006 il tasso di partecipazione in Italia sia aumentato di ½ punto percentuale, passando dal 62,5 al 63%. Nel Nord del paese la partecipazione della popolazione in età 15-64 alle forze di lavoro è cresciuta di oltre un punto percentuale e si avvicina al 69%. Al contrario, nel Mezzogiorno l'importante indicatore di inclusione economica scende in due anni di oltre ½ punto percentuale, passando dal 54,5 al 53,7%. Incrociando i dati ripartiti per genere e territorio, la massima distanza tra i livelli di partecipazione della popolazione attiva alle forze di lavoro si coglie tra la componente maschile del Nord-Est e quella femminile del Mezzogiorno. Il tasso di partecipazione dei primi si attesta nel 2006 al 78,8%, mentre quello delle seconde si ferma al 37,8%. Guardando alle fasce di età si osserva un drastico abbattimento dei livelli di attività nelle coorti più anziane. Nonostante i segnali di risalita dovuti al graduale innalzamento dell'età pensionabile, il tasso di partecipazione della fascia di età compresa tra 55 e 64 anni risulta pari al 33%.*

*Un approfondimento compiuto di recente da Prometeia estende ulteriormente l'arco temporale del confronto per verificare come tra il 2000 e il 2006 il tasso di partecipazione della popolazione attiva sia aumentato in Italia di ben tre punti percentuali con incrementi di oltre cinque punti percentuali nella ripartizione geografica del Centro e di quattro punti nella ripartizione nord-occidentale. Alla base di questi progressi c'è soprattutto l'ingresso nella popolazione residente nel paese di due milioni di cittadini stranieri, per il 98% in età lavorativa e per il 74% attivamente partecipi delle forze di lavoro nazionali. Nondimeno, nell'arco di sei anni la distanza nord e sud del paese è aumentata significativamente. Il divario tra la ripartizione geografica con il tasso di partecipazione più alto – il Nord-Est – e il Mezzogiorno è salito a 16 punti percentuali.*

*Nell'insieme, l'Italia sta muovendo nella direzione di una maggiore inclusione economica, grazie alle riforme del mercato del lavoro e all'apporto degli immigrati. Crescono, tuttavia, i divari territoriali a scapito del Mezzogiorno. E all'interno dell'immagine a grandangolo, lo "zoom" dei dati articolati per genere e per età permette di cogliere spazi di ulteriore inclusione da realizzare, ad esempio, a vantaggio del lavoro femminile o di quello delle fasce meno giovani. Si tratta di ridurre il "mismatch" qualitativo tra domanda e offerta di lavoro che sorge quando, a prescindere dalle dinamiche salariali, posti vacanti coesistono con persone disoccupate secondo quella relazione che gli economisti chiamano "curva di Beveridge". Per ridurre il mismatch e innalzare la partecipazione occorrerà lavorare ancora su quelle variabili strutturali che sono state al centro degli interessi del professor Phelps e con cui si confronta il futuro dell'Italia.*

Giovanni Ajassa

## L'attività di fusione e acquisizione prende slancio

S.Carletti ☎ 06-47028440 [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

**Le operazioni di fusione e acquisizione a livello mondiale mostrano da qualche tempo rilevanti segnali di intensificazione. Nel 2006 è soprattutto l'Europa l'area più attiva.**

**Un ampio numero di operazioni di rilevante dimensione, il moltiplicarsi di quelle di carattere ostile, l'allargarsi della platea dei protagonisti, e, soprattutto, l'ottica industriale più che finanziaria sono i tratti distintivi del fenomeno.**

**Le modalità di finanziamento delle acquisizioni hanno subito nel tempo significativi cambiamenti. In questa fase sembra prevalere il capitale di debito sia per l'elevata accessibilità dei mercati finanziari internazionali sia per l'ampia disponibilità di liquidità inutilizzata spesso presente nei bilanci delle aziende.**

Le operazioni di fusione e acquisizione a livello mondiale mostrano da qualche tempo rilevanti segnali di intensificazione: circa \$ 1.900 mld nel 2004, quasi \$ 2.800 mld nel 2005, poco meno \$ 2.700 mld nei primi nove mesi del 2006. L'intensificarsi dell'attività nell'anno in corso si deve soprattutto all'Europa che ora sopravanza gli Stati Uniti (+40% e +12%, rispettivamente, rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente). L'insieme delle operazioni concluse in queste due aree rappresenta i tre quarti (in valore) del totale mondiale. La considerazione di quanto sta avvenendo nel campo delle fusioni e acquisizioni è importante sia perché è in questo ambito che trae alimento una parte non trascurabile della performance dei mercati azionari, sia perché queste operazioni evidenziano aspetti significativi delle dinamiche economico-finanziarie che animano lo scenario mondiale.

### Gli aspetti più rilevanti del fenomeno

La prima notazione è che nel corso di quest'anno sono state ben 34 le operazioni di importo superiore ai \$ 10 mld, operazioni. Escludendo queste, la dimensione media delle operazioni (a \$191 mln, +11% rispetto al 2005) si ridurrebbe di quasi di un terzo. L'operazione di maggior rilievo conclusa in questa prima parte dell'anno è l'acquisizione di Bell South da parte di ATT (\$ 83 mld), aziende entrambe appartenenti al settore delle telecomunicazioni. Anche se le operazioni al di sopra di \$ 10 mld hanno rappresentato poco meno del 30% del valore totale delle operazioni mondiali, a sostenere l'andamento del mercato è però la fascia di operazioni di dimensione intermedia (orientativamente quelle intorno a \$ 2 mld).

Un secondo aspetto interessante è il consistente aumento delle operazioni ostili: 132 operazioni nel 2006, il doppio rispetto al 2005 e il più alto dal 1999 (in valore circa un sesto del totale delle M&A concluse nel periodo). E' di questa natura la seconda più importante operazione conclusa finora nel 2006, l'acquisizione del controllo (43%) del gruppo francese Arcelor da parte del gruppo di origine indiana Mittal, i primi due operatori mondiali del settore siderurgico (congiuntamente una quota di mercato del 10% circa).

Una terza interessante notazione è la mutata platea dei protagonisti. Ad esempio, le società indiane, oltre ad essere obiettivo di acquisizione (nei primi nove mesi del 2006, 220 operazioni per \$ 8,6 mld), sono sempre più spesso protagoniste attive di operazioni di acquisizioni (112 operazioni per un importo complessivo di \$ 7,2 mld, oltre una volta e mezza l'importo dell'intero 2005 e tre volte quello del 2004). Sei delle transazioni concluse nel 2006 sono di importo superiore ai \$ 600 mln. In questo computo non è considerata l'acquisizione perfezionata di Arcelor (oltre 27 mld di euro) perché Mittal è da tempo una società di diritto inglese. Altrettanto rilevante il caso cinese: nei primi otto mesi dell'anno, operazioni per \$62 mld, il doppio circa del corrispondente dato 2005. Posto pari a 100 il dato 2006, il 56% è costituito da operazioni cross-border con il 16% rappresentato da acquisizioni di imprese estere da parte di imprese cinesi.

L'ampio numero di operazioni di rilevante dimensione, il moltiplicarsi di quelle di natura ostile, l'allargarsi della platea dei protagonisti, e, soprattutto, l'ottica industriale più che finanziaria nella quale sono concepite le operazioni segnalano il graduale posizionarsi delle imprese in un mercato sempre più globale.

## Cambiano le modalità di finanziamento

Una parziale novità è costituita dalla più forte preferenza (75% dei casi circa) a regolare le operazioni in contanti piuttosto che tramite la cessione di azioni. Questa percentuale si confronta con i più contenuti dati del periodo 2003-05 ed è più forte in Europa e Asia rispetto agli Stati Uniti. Secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali, le operazioni di acquisizione regolate in contanti hanno una migliore evoluzione perché la tendenza a pagare prezzi eccessivi sembra essere minore rispetto a quando l'operazione è regolata nella modalità carta-contro-carta.

Le modalità di finanziamento delle acquisizioni hanno subito nel tempo significativi cambiamenti. Una prima fase di questo processo di evoluzione è quella collocabile alla fine degli anni '80, la fase dei *raiders* societari. In quel periodo molto frequenti furono i Leveraged Buyout (LBO), acquisizioni di aziende con fondi derivanti prevalentemente da capitale di debito, il cui rimborso è garantito dall'attivo patrimoniale dell'impresa acquisita e in cui il pagamento delle cedole avviene attingendo al *cash flow* di questa stessa società. In quegli anni una tipica operazione LBO era finanziata con capitale di debito per il 90%. Le obbligazioni emesse in occasione di queste operazioni erano classificate *junk bonds*, per i rischi particolarmente elevati. La scommessa dell'acquirente era quella di poter accrescere sensibilmente la redditività dell'azienda acquisita in modo tale da poter onorare il debito contratto.

Se in quella fase il capitale di debito svolse un ruolo spesso prevalente per il finanziamento delle acquisizioni, tra la fine degli anni novanta e l'inizio di questo decennio significativo è stato il ricorso al mercato azionario. Una larga maggioranza delle acquisizioni registrate nel corso dell'*internet boom* fu finanziata con l'emissione di nuovi titoli azionari, offerti nell'ambito di accordi carta-contro-carta o anche collocati nel mercato per raccogliere nuove risorse.

La terza fase, quella attuale, vede il capitale di debito guadagnare nuovamente spazio. A differenza di quanto avvenuto alla fine degli anni '80, il finanziamento delle operazioni di acquisizione tende, comunque, ad avvenire in modo più equilibrato. Le disponibilità liquide sono in parte raccolte sul mercato come capitale di debito, ma in misura significativa utilizzando l'ampia disponibilità di liquidità inutilizzata spesso presente nei bilanci delle aziende.

Negli ultimi anni i mercati finanziari internazionali sono stati caratterizzati da condizione di elevata accessibilità tanto dal lato della disponibilità dei finanziamenti quanto da quello del costo. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, secondo uno studio della Barclays, negli ultimi anni la remunerazione complessiva (dopo le tasse) del capitale azionario è di oltre 4 punti percentuali superiore a quella richiesta dai titoli emessi da società con rating elevati (*investment-grade debt*) e di oltre due punti dai titoli emessi da società con rating più modesto (*high-yield debt*).

Questa più facile accessibilità del mercato del debito ha reso nuovamente frequenti le operazioni di LBO (finora nel 2006 quasi 2000 operazioni per un importo complessivo di circa \$ 500 mld, poco meno del doppio del dato relativo all'intero 2004). Oltre metà delle operazioni definite quest'anno è stata realizzata da gruppi di operatori di private equity. E' di questo tipo, ad esempio, l'acquisizione di HCA (catena di strutture sanitarie negli USA), operazione di \$ 32,7 mld.

La condizione di liquidità sovrabbondante è segnalata anche dall'intensificarsi delle operazioni di riacquisto dei propri titoli (*buy back*): negli Stati Uniti nei dodici mesi terminanti ad aprile le operazioni di questo tipo sono risultate pari a \$ 367 mld, in aumento del 22%. Sebbene meno frequenti, programmi di riacquisto sono adottati anche da importanti società europee. Analogamente a quanto avviene con la distribuzione di un dividendo straordinario, questi piani determinano un effetto di sostegno al titolo, aumentando la soddisfazione degli azionisti e privando eventuali *raider* di una rilevante motivazione per completare un'acquisizione ostile.

### In Italia primeggiano le operazioni per contante e di natura cross-border

Anche in Italia l'attività di fusione e acquisizione si posiziona su livelli elevati, sebbene le operazioni realizzate nella prima metà del 2006 (197 operazioni per un importo di 38,8 mld di euro) risultino al di sotto del dato 2005 (per l'intero anno, 457 operazioni per complessivi 120 mld). A comporre quest'ultimo dato, però, hanno contribuito in modo molto importante l'incorporazione di TIM in Telecom (28 mdl) e l'acquisizione di HVB da parte di UniCredito (22,3 mld). Il dato 2006 è destinato comunque a superare quello dell'anno precedente per l'inclusione della fusione tra San Paolo IMI e Intesa (38 mld), l'acquisizione (10,6 mld) della Serono da parte della Merck (settore farmaceutico) e la fusione tra la società Autostrade e il gruppo spagnolo Abertis (28,4 mdl). Nell'ambito di un mercato quantitativamente contenuto è da segnalare il grande rilievo registrato nella prima metà del 2006 dalle operazioni cross-border, tutte regolate per contanti (si tratta delle operazioni BNL-BNPP e Antonveneta-ABN Amro e l'acquisizione della statunitense Gtech da parte di Lottomatica).

(€ mld)	primo semestre 06		anno 2005	
Italia su Italia	12,2	31%	63,4	53%
Italia su Estero	12,1	31%	28,7	24%
Estero su Italia	14,8	38%	27,8	23%
	<b>39,1</b>		<b>119,9</b>	

fonte: KPMG

Focalizzando l'attenzione sulla prima metà del 2006, le operazioni domestiche su entrambi i lati sono i due terzi del totale sotto il profilo numerico ma meno di un terzo per quanto riguarda il valore. Di gran lunga più rilevanti sotto il profilo del rilievo finanziario le operazioni cross-border: 33 acquisizioni italiane all'estero per complessivi 12,1 mld e 34 acquisizioni estere in Italia un totale di 14,8 mdl.

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

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

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

**Il sistema produttivo italiano resta caratterizzato dalla prevalenza della micro-impresa. Le aziende che hanno meno di dieci addetti sono più di 4 milioni (il 95% del totale) e assorbono il 48% degli occupati. All'opposto, le grandi imprese (più di 250 addetti) costituiscono poco meno dell'uno per mille del totale e impiegano il 18% dell'occupazione complessiva.**

**Il livello di produttività delle grandi aziende è più che doppio rispetto a quello delle micro-imprese. Il costo del lavoro per addetto risulta invece superiore dell'80%.**

**A settembre, l'inflazione al consumo misurata con l'indice dell'intera collettività nazionale (NIC) ha registrato una variazione negativa su agosto (-0,1%) e un incremento su base annua del 2,1%. L'indice armonizzato ha mostrato un aumento tendenziale del 2,4% che si confronta con l'1,7% evidenziato dal complesso dei paesi dell'euro-zona.**

### La fotografia del sistema produttivo italiano

Secondo la recente indagine annuale pubblicata dell'Istat, le imprese dell'industria e dei servizi di mercato presenti in Italia nel 2004 sono 4 milioni e 200 mila unità, occupano 16 milioni di addetti e generano un fatturato superiore a 600 miliardi di euro. La struttura dell'apparato produttivo appare fortemente polarizzata sulle micro-imprese (meno di 10 addetti) che costituiscono il 95% del totale, danno lavoro al 48% degli occupati e producono circa il 32% del valore aggiunto. Le piccole imprese (10-49 addetti) rappresentano il 4,5% del totale, assorbono il 21,3% degli occupati e producono il 22,8% del valore aggiunto. Le medie imprese (50-249 addetti), che costituiscono lo 0,5% del totale, occupano il 12,5% degli addetti e generano il 16,4% del valore aggiunto complessivo. Le grandi imprese (più di 250 addetti) sono appena 3.199 (lo 0,8 per mille del totale), occupano il 18% degli addetti e realizzano il 29,2% del valore aggiunto.

**INDICATORI ECONOMICI DELLE IMPRESE INDUSTRIALI E DEI SERVIZI  
PER ATTIVITA' ECONOMICA E CLASSI DI ADDETTI - anno 2004**

Attività economica Classi di addetti	Imprese	Addetti	Valore aggiunto	Investimenti
	in % sul totale			
<b>Industria in senso stretto</b>				
1-9	82,8	25,0	13,4	13,4
10-49	15,0	30,8	26,4	22,7
50-249	2,0	20,8	23,7	21,8
250 e oltre	0,3	23,5	36,6	42,2
Totale	100	100	100	100
<b>Costruzioni</b>				
1-9	94,80	64,1	52,0	48,6
10-49	4,94	26,3	32,1	34,9
50-249	0,24	6,7	10,1	8,0
250 e oltre	0,02	2,9	5,8	8,4
Totale	100	100	100	100
<b>Servizi</b>				
1-9	97,0	56,5	41,3	38,3
10-49	2,7	15,5	18,7	13,6
50-249	0,3	9,4	12,3	13,3
250 e oltre	0,1	18,6	27,8	34,8
Totale	100	100	100	100
<b>Totale</b>				
1-9	94,90	47,8	31,6	29,9
10-49	4,50	21,3	22,8	18,3
50-249	0,50	12,5	16,4	16,0
250 e oltre	0,08	18,3	29,2	35,8
Totale	100	100	100	100

Fonte: ISTAT

I dati Istat confermano una dimensione media delle imprese italiane di circa 3,8 addetti, con valori più elevati nell'industria in senso stretto (9,1), rispetto alle costruzioni (3,1) e ai servizi (3,0).

Le micro-imprese costituiscono una peculiarità dell'intero apparato produttivo, anche se nell'industria in senso stretto esse superano di poco l'80% del totale, a differenza degli altri macro-comparti, dove la presenza di questo tipo di aziende raggiunge e supera il 95%. Sempre nell'industria in senso stretto, la quota degli occupati si distribuisce in modo uniforme tra le diverse classi di addetti; appare invece più sbilanciata verso la categoria delle micro-imprese nei comparti delle costruzioni e dei servizi. Le micro-imprese generano quote piuttosto diversificate di valore aggiunto nei vari comparti produttivi. Si passa dal 52% delle costruzioni, al 41% dei servizi, al 13,4% dell'industria in senso stretto.

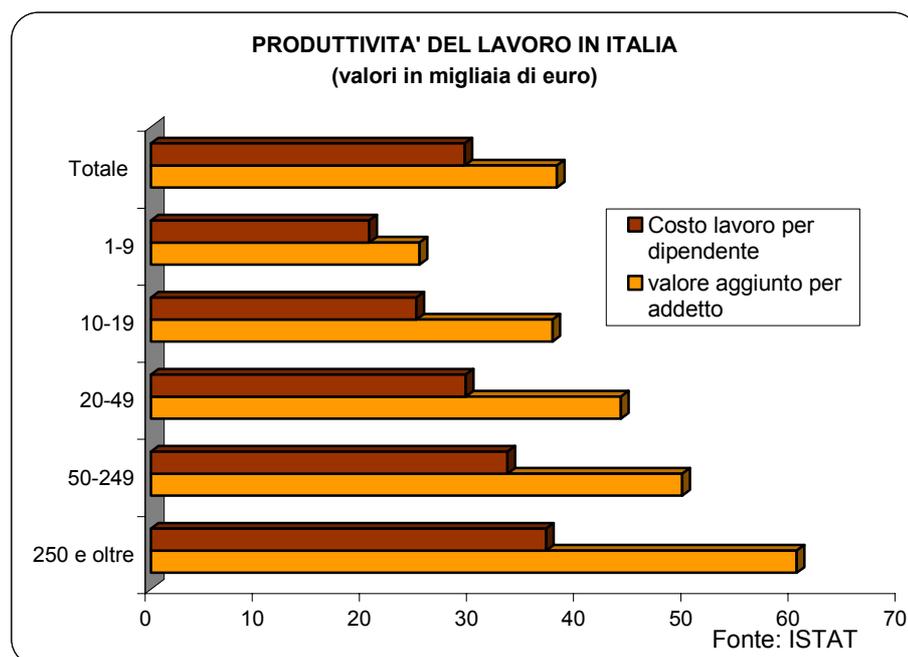
In questa distribuzione, si osserva come nelle micro-imprese dell'industria la difficoltà ad attuare economie di scala costituisca un limite evidente alla creazione di valore aggiunto. La stessa considerazione può essere fatta per quanto riguarda le quote di investimento nei rispettivi macro-comparti dell'economia. Una elevata intensità di capitale nell'industria non può prescindere da una adeguata dimensione d'impresa.

Un'analisi dell'evoluzione degli indicatori economici delle imprese industriali e dei servizi evidenzia come tra la fine degli anni novanta e il 2004 si confermi la tendenza lieve ma costante di riduzione della quota dell'occupazione e del valore aggiunto da parte dell'industria a favore del terziario.

### La produttività cresce con la dimensione d'impresa

Nel 2004, la produttività nominale del lavoro delle imprese italiane è stata pari a 37,9 mila euro, di cui 47,7 nell'industria in senso stretto, poco più di 30 nelle costruzioni e 34,3 nei servizi. Nel 2003, la produttività nominale era pari a 36,5 mila euro. Per quanto riguarda le classi dimensionali, il valore aggiunto pro-capite varia da 25 mila euro per le imprese con 1-9 addetti a 60,3 mila euro per le grandi imprese con oltre 250 addetti. La produttività cresce dunque con la dimensione d'impresa. Lo stesso vale per il costo del lavoro, che passa dai 20,4 mila euro per addetto nelle micro-aziende a 36,9 nelle grandi.

Tuttavia, la produttività nominale delle grandi imprese risulta più che doppia rispetto a quella relativa alla classe dimensionale più bassa, mentre il costo del lavoro delle grandi imprese per addetto aumenta in misura più contenuta (circa 80%) rispetto a quello delle micro.

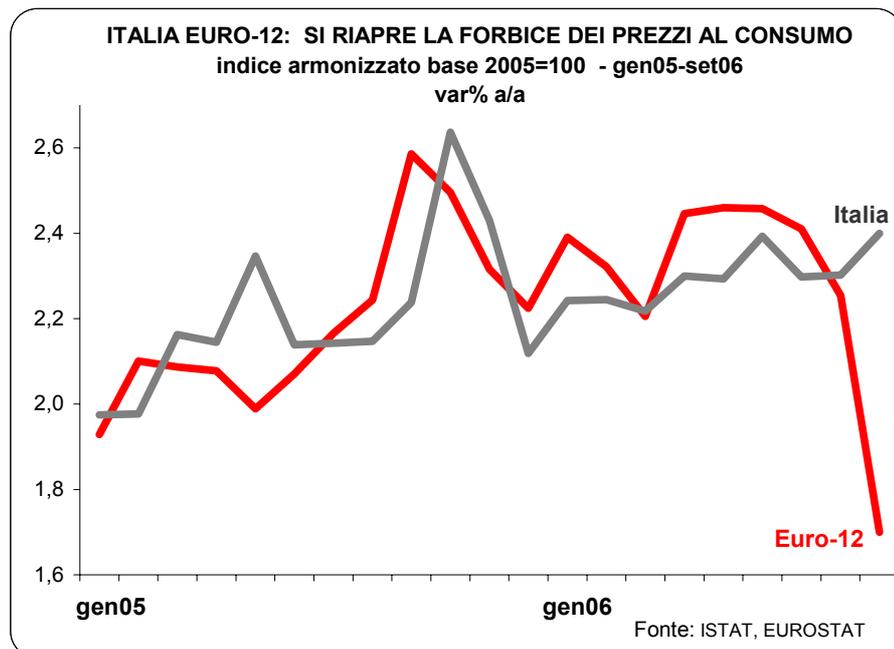


## A settembre si amplia il gap tra l'inflazione italiana e quella europea

L'Istat ha rivisto al ribasso l'inflazione al consumo di settembre. L'indice per l'intera collettività nazionale (NIC) ha segnato una variazione negativa dello 0,1% rispetto ad agosto e un aumento del 2,1% su base annua (dal 2,2% della precedente stima). Si tratta della prima variazione congiunturale negativa dal 1996. Il calo è da attribuire soprattutto alle flessioni del capitolo di spesa dei trasporti (-1,5% m/m) e a quello dell'abitazione acqua, elettricità e combustibili (-0,1%), solo in parte controbilanciate dagli aumenti degli alimentari (+0,3%), abbigliamento e calzature (+0,2%) e ricreazioni spettacoli e cultura (+0,2%).

A settembre, tuttavia, si è ampliato sensibilmente il gap tra l'inflazione italiana e quella europea. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) ha registrato un aumento su base annua del 2,4% (0,7% su agosto), a fronte di un incremento dell'1,7% (variazione nulla su agosto), segnato dall'indice relativo al complesso dei paesi dell'euro-12. In questo caso, si tratta del più ampio differenziale dall'inizio del 2005. Il forte rallentamento dell'inflazione europea è collegato essenzialmente ai risultati dell'inflazione francese (1,5% a/a e -0,2% m/m) e tedesca (1% a/a e -0,5% m/m).

In Italia, il contributo negativo offerto dai prodotti energetici è risultato inferiore (-2,4% su mese) rispetto a quello del complesso dei paesi euro-12 (-3,2%). Anche il settore dei trasporti ha fornito un apporto negativo meno elevato in Italia (-1,5%) che nei paesi europei (-2%).



## Uno sguardo sui tassi

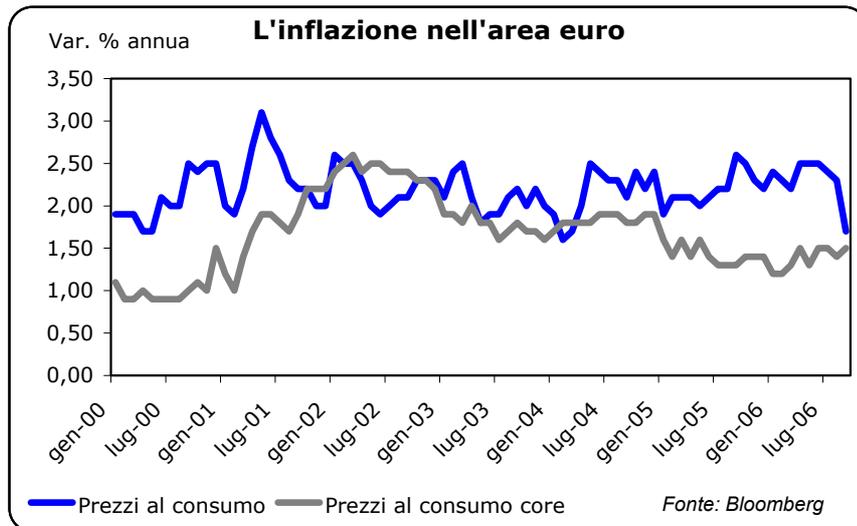
**P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com**

**La crescita dei prezzi nell'area euro ha rallentato a settembre (1,7% a/a). Ma, secondo la Bce, i rischi per l'inflazione rimangono verso l'alto. Si rafforza l'attesa per un ulteriore aumento dei tassi entro la fine dell'anno.**

**Negli Stati Uniti i rischi sulla tenuta della crescita potrebbero guidare le future decisioni della Fed attenuando le preoccupazioni per l'inflazione.**

### Area euro: la Bce verso un ulteriore aumento dei tassi entro la fine dell'anno

La crescita economica dell'area euro potrebbe aver raggiunto il picco nel II trimestre del 2006 (+0,9% t/t). Nel Bollettino di ottobre la Bce ha sottolineato come le informazioni disponibili lascino prevedere una crescita sostenuta ma in moderazione nel III trimestre. Tale visione viene rafforzata anche dalla fase di solido sviluppo che sta conoscendo il comparto industriale, con la produzione in aumento ad agosto di oltre il 5% a/a. Sulla tenuta in prospettiva della crescita permangono, però, elementi di incertezza. A tale proposito, nelle previsioni relative ai prossimi trimestri la Commissione europea ha segnalato un graduale ma significativo rallentamento, con la crescita attesa tra lo 0 e lo 0,5% nel I trimestre del 2007. Preoccupazioni sono emerse anche da alcuni indicatori di fiducia, con lo ZEW che ad ottobre ha registrato la nona contrazione consecutiva.



Sul fronte dei prezzi lo scenario appare incerto. A settembre l'inflazione ha rallentato significativamente (+1,7% a/a, dal precedente 2,3%), grazie anche al raffreddamento dell'energia (+1,5% a/a, dal +8,1%). La Bce ha, però, evidenziato come il dato di settembre debba essere guardato con cautela. Permangono alcuni rischi per la stabilità dei prezzi. Preoccupazione proviene anche dalla dinamica salariale. La Bce ha, quindi, sottolineato come un'ulteriore rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria risulterà opportuna qualora le ipotesi macroeconomiche assunte dal Consiglio direttivo venissero confermate. Le attese rimangono, quindi, indirizzate verso un aumento dei tassi di 25 centesimi entro la fine dell'anno.

### Stati Uniti: l'indebolimento della crescita limita i rischi dal lato dell'inflazione

Secondo quanto contenuto nei verbali dell'ultimo FOMC, la decelerazione della crescita è proseguita anche nel III trimestre. Permane, inoltre, incertezza sull'effettivo impatto del rallentamento immobiliare sui consumi.

Sebbene sia emersa sempre una certa preoccupazione per l'inflazione, viene sottolineato come il rallentamento dei corsi petroliferi potrebbe contribuire ad attenuare le tensioni sui prezzi. Secondo alcuni partecipanti al FOMC, gli ultimi dati, come ad esempio un'attività economica meno solida, hanno contribuito ad evidenziare uno scenario inflazionistico leggermente migliore rendendo più semplice la decisione di politica monetaria di mantenere invariati i tassi.

Recenti statistiche americane hanno confermato lo scenario descritto nei verbali. A settembre, si sono contratte sia le vendite al dettaglio (-0,4% m/m) che la produzione industriale (-0,6% m/m), sebbene la crescita annua di entrambi sia rimasta sostenuta. Sul fronte dell'inflazione hanno decelerato sia i prezzi all'importazione (2% a/a, da 6,3%) che quelli alla produzione (0,9% a/a, da 3,7%). Sull'economia americana permane, infine, il rischio legato al pesante squilibrio dei conti con l'estero, con il deficit commerciale che ha raggiunto quasi i 70 miliardi di dollari ad agosto.

	dati storici		17/10/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	114,9	115,7	118,7	110,0	100,0
dollaro-euro	1,202	1,268	1,254	1,350	1,330
yen-euro	138,0	146,8	148,8	148,5	133,0
sterlina-euro	0,681	0,688	0,671	0,682	0,720
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	4,17	5,50	5,39	4,90	3,40
euro	2,20	3,10	3,50	3,75	3,40
yen	0,06	0,40	0,41	0,45	1,00
sterlina	4,59	4,73	5,10	5,10	4,50
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,45	5,08	4,74	4,60	4,20
Germania	3,26	4,02	3,80	3,75	3,40
Giappone	1,52	1,90	1,80	1,70	2,30
Italia	3,45	4,31	4,06	4,03	3,68
Gran Bretagna	4,34	4,64	4,63	4,20	3,65

## Previsioni sulla crescita economica

### PRODOTTO INTERNO LORDO (variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2005	2006*	2007*	2006				2007			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,4	0,6	0,6	0,3	0,3	0,4	0,3	0,6
var.% trim su trim annualizzato				5,6	2,6	2,5	1,1	1,2	1,5	1,3	2,2
var.% anno su anno	3,2	3,3	1,6	3,7	3,5	3,1	2,9	1,9	1,6	1,6	1,6

#### AREA EURO

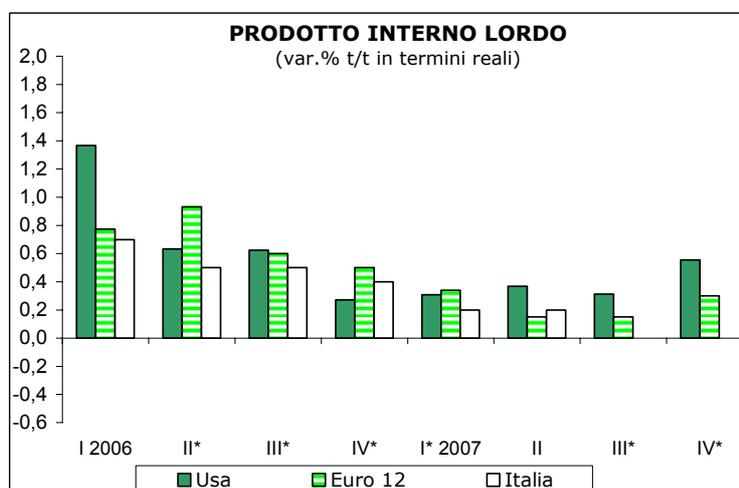
	2005	2006*	2007*	2006				2007			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,8	0,9	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3
var.% trim su trim annualizzato				3,1	3,8	2,4	2,4	1,4	0,6	0,6	1,2
var.% anno su anno	1,5	2,6	1,5	2,2	2,7	2,7	2,8	2,4	1,6	1,1	0,9

#### ITALIA

	2005	2006*	2007*	2006				2007			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,7	0,5	0,5	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0
var.% trim su trim annualizzato				2,8	2,0	2,0	1,6	0,8	0,8	0,0	0,0
var.% anno su anno	0,1	1,7	0,9	1,6	1,5	1,7	2,1	1,5	1,1	0,7	0,5

\* Previsioni

PIL 2005 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	10.010
Euro 12	7.993
Italia	1.417

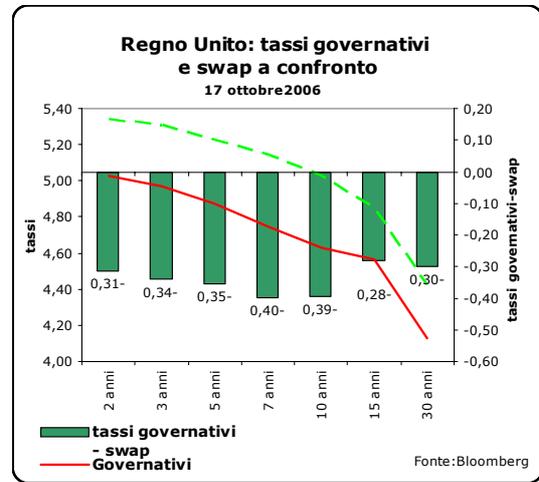
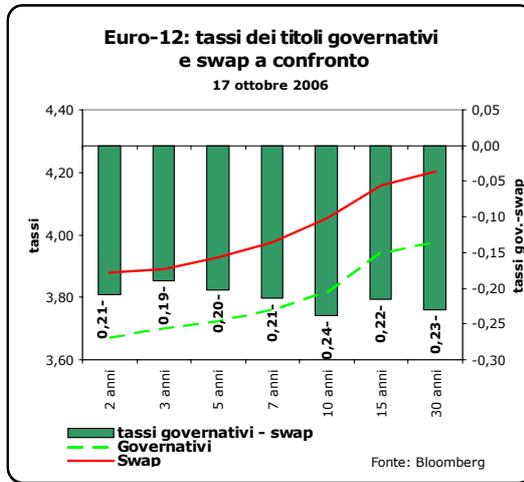


## Le previsioni sui prezzi

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO 1 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2005	98,3	98,7	99,3	99,8	100	100,1	100	100,3	100,8	101	100,8	101,1	100,0
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,6	102,6	102,9	102,6	102,9	102,2
2007	102,4	102,7	103,3	104,0	104,4	104,5	104,4	104,6	105,0	105,3	105,1	105,4	104,2
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	0,7	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,3	0,2
2007	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,3	-0,2	0,3	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,9	1,8	1,8	2,2
2007	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	2,3	2,3	2,4	2,4	2,0
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	102,4	102,2	102,9	103,5	103,5	103,5	102,3
2007	102,6	102,5	103,7	104,8	105,1	105,2	105,0	104,6	105,3	106,0	106,1	106,1	104,7
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	-0,3	-0,2	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2
2007	-0,9	-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>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
2007	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4	2,3	2,4	2,5	2,5	2,4
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	130,4	130,6	130,8	131,2	129,9
2007	131,5	131,7	132,0	132,4	132,8	132,9	133,3	133,6	133,6	133,8	134,0	134,1	133,0
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	2,1	2,1	2,1	2,4	2,2
2007	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,2	2,4

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Panorama Tassi & Euro

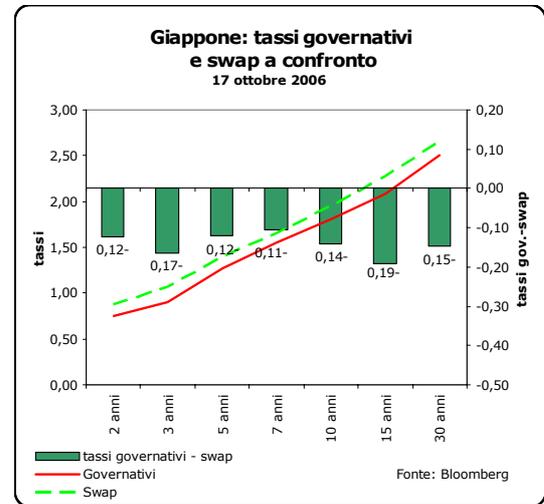
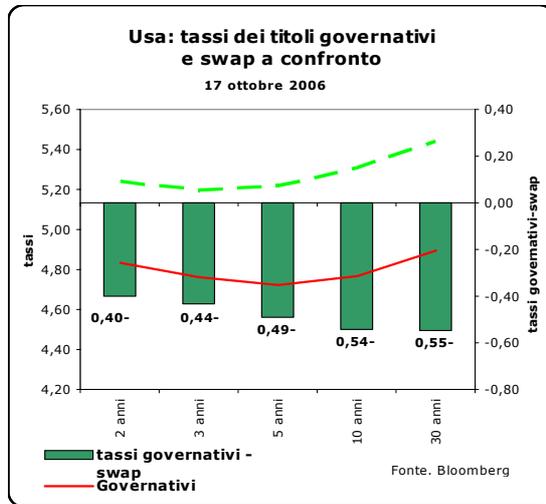


### Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	16/10/06	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	<b>USA</b>	1,252	1,260	1,268	1,200	1,263	1,179	-0,7	-1,3	4,3	-0,9
<b>Canada</b>	1,423	1,415	1,420	1,421	1,623	1,800	0,5	0,2	0,2	-12,3	-21,0
<b>Australia</b>	1,662	1,693	1,685	1,598	1,680	1,910	-1,8	-1,4	4,0	-1,1	-13,0
<b>Nuova Zelanda</b>	1,901	1,916	1,925	1,729	1,924	2,223	-0,8	-1,2	9,9	-1,2	-14,5
<b>Giappone</b>	149,1	150,1	149,1	137,7	135,1	133,7	-0,6	0,0	8,3	10,4	11,5
<b>Cina</b>	9,92	9,97	10,05	9,80	10,39	9,76	-0,5	-1,2	1,2	-4,6	1,6
<b>Argentina</b>	3,885	3,915	3,917	3,602	3,699	1,180	-0,7	-0,8	7,9	5,0	229,3
<b>Svizzera</b>	1,592	1,589	1,595	1,551	1,558	1,617	0,2	-0,2	2,7	2,2	-1,5
<b>Regno Unito</b>	0,673	0,676	0,674	0,685	0,705	0,711	-0,4	-0,2	-1,9	-4,6	-5,4
<b>Svezia</b>	9,243	9,280	9,225	9,437	9,080	9,470	-0,4	0,2	-2,1	1,8	-2,4
<b>Danimarca</b>	7,456	7,457	7,461	7,463	7,445	7,450	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1
<b>Norvegia</b>	8,461	8,420	8,278	7,834	8,414	8,855	0,5	2,2	8,0	0,6	-4,4
<b>Cipro</b>	0,577	0,577	0,576	0,573	0,586	0,582	0,0	0,1	0,6	-1,6	-1,0
<b>Repubblica Ceca</b>	28,29	28,19	28,49	29,67	32,41	35,11	0,4	-0,7	-4,7	-12,7	-19,4
<b>Estonia</b>	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ungheria</b>	265,4	272,0	272,5	253,5	262,5	251,5	-2,4	-2,6	4,7	1,1	5,5
<b>Lettonia</b>	0,696	0,696	0,696	0,697	0,673	0,667	0,0	0,0	-0,1	3,5	4,4
<b>Lituania</b>	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
<b>Malta</b>	0,429	0,429	0,429	0,429	0,432	0,443	0,0	0,0	0,0	-0,6	-3,1
<b>Slovacchia</b>	36,81	37,08	37,39	38,93	41,17	42,99	-0,7	-1,6	-5,4	-10,6	-14,4
<b>Slovenia</b>	239,6	239,6	239,6	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,7
<b>Polonia</b>	3,881	3,921	3,950	3,932	4,702	4,071	-1,0	-1,7	-1,3	-17,5	-4,7
<b>Russia</b>	33,74	33,88	33,92	34,45	36,89	25,32	-0,4	-0,5	-2,1	-8,5	33,3
<b>EURO</b>	92,8	93,2	93,0	91,0	92,8	93,3	-0,4	-0,2	2,0	0,0	-0,5

Fonte : Datastream.

## Panorama Tassi & Dollaro Usa



	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
	16/10/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,137	1,123	1,120	1,185	1,293	1,598	-1,2	-1,5	4,2	13,7	40,5
Australia (*)	0,753	0,744	0,753	0,754	0,753	0,516	1,2	0,1	0,0	0,0	46,1
Nuova Zelanda (*)	0,660	0,660	0,663	0,697	0,656	0,425	0,0	-0,4	-5,3	0,6	55,2
Giappone	119,0	119,1	117,6	114,1	107,2	131,8	0,1	-1,2	-4,2	-9,9	10,7
Corea del Sud	955	948	956	1,046	1,198	1,320	-0,7	0,2	9,6	25,5	38,3
Filippine	49,97	50,13	50,24	55,80	55,54	51,60	0,3	0,5	11,7	11,1	3,3
Indonesia	9.193	9.225	9.118	10.119	8.418	10.370	0,3	-0,8	10,1	-8,4	12,8
Singapore	1,584	1,591	1,583	1,688	1,700	1,849	0,5	-0,1	6,6	7,3	16,7
Thailandia	37,45	37,60	37,24	40,83	39,61	44,05	0,4	-0,6	9,0	5,8	17,6
Cina	7,91	7,90	7,94	8,09	8,28	8,28	-0,1	0,4	2,3	4,6	4,6
India	45,40	45,68	46,02	44,81	45,63	48,27	0,6	1,4	-1,3	0,5	6,3
Argentina	3,10	3,11	3,10	2,98	2,94	1,00	0,1	-0,2	-4,1	-5,3	-67,9
Brasile	2,13	2,16	2,15	2,24	2,89	2,30	1,4	1,1	5,4	35,8	7,8
Cile	530,0	536,8	537,2	537,1	593,0	646,3	1,3	1,4	1,3	11,9	21,9
Colombia	2.362	2.394	2.392	2.299	2.780	2.297	1,4	1,3	-2,6	17,7	-2,8
Messico	10,83	11,09	10,95	10,93	11,24	9,11	2,3	1,0	0,9	3,7	-15,9
Perù	3,24	3,25	3,25	3,39	3,46	3,44	0,1	0,1	4,5	6,7	6,1
Uruguay	23,84	23,84	23,89	23,69	29,32	14,75	0,0	0,2	-0,6	23,0	-38,1
Venezuela	2.901	2.854	2.709	2.809	2.852	759	-1,6	-6,6	-3,2	-1,7	-73,8
Israele	4,27	4,26	4,37	4,65	4,39	4,48	-0,3	2,2	8,7	2,7	4,9
Sud Africa	7,50	7,85	7,39	6,56	6,62	12,37	4,6	-1,5	-12,6	-11,7	65,0
Turchia	1,4727	1,4988	1,4702	1,3677	1,3966	1,4298	1,8	-0,2	-7,1	-5,2	-2,9
Area dell'Euro (*)	1,252	1,260	1,268	1,200	1,263	0,904	-0,7	-1,3	4,3	-0,9	38,5
Regno Unito (*)	1,862	1,867	1,878	1,768	1,786	1,439	-0,2	-0,8	5,3	4,3	29,4
Svizzera	1,270	1,262	1,257	1,285	1,239	1,650	-0,6	-1,1	1,1	-2,5	29,9
Danimarca	5,95	5,92	5,89	6,18	5,91	8,28	-0,5	-0,9	3,9	-0,7	39,3
Norvegia	6,76	6,68	6,53	6,53	6,68	8,87	-1,2	-3,4	-3,4	-1,3	31,1
Svezia	7,40	7,40	7,28	7,83	7,18	10,28	0,0	-1,6	5,8	-3,0	38,9
Russia	26,93	26,81	26,80	28,60	29,45	30,14	-0,5	-0,5	6,2	9,4	11,9
Polonia	3,10	3,11	3,12	3,25	3,73	3,96	0,4	0,5	4,9	20,5	27,7
Repubblica Ceca	22,60	22,37	22,48	24,74	25,65	35,27	-1,0	-0,6	9,5	13,5	56,1
Ungheria	212,2	215,8	214,0	209,3	209,3	272,9	1,7	0,9	-1,4	-1,3	28,6
<b>DOLLARO USA</b>	<b>94,6</b>	<b>94,0</b>	<b>93,4</b>	<b>95,9</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-22,5</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## Il calendario della settimana economica (dal 18 al 24 ottobre 2006)

Giorno	Eventi				
Mercoledì 18	Giappone	La Banca del Giappone pubblica i verbali della riunione del 7-8 settembre			
	Regno Unito	La Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'ultima riunione			
	Area Euro	Intervento di Trichet e Liebscher della Banca d'Austria			
Giovedì 19	Giappone	Intervento di Fukui a riunione banche regionali			
	Stati Uniti	Intervento di Poole della Federal Reserve			
Venerdì 20	Giappone	Intervento di Fukui a convegno delle banche di credito cooperativo			
Martedì 24	Area Euro	Intervento di Weber della BCE			
<i>Unione Europea</i>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 18	Italia	Bilancia commerciale (EU)	agosto	1,57 mld	0,38 mld
	Regno Unito	Variazione disoccupati	settembre	-2.200	10.200
	Area Euro	Bilancia commerciale	agosto	1,6 mld	-5,8 mld
Giovedì 19	Germania	Prezzi alla produzione	settembre	0,2%/m/m; 5,9%/a/a	-0,2%/m/m; 5,3%/a/a
	Italia	Ordini all'industria	agosto	1,2% m/m	0,2% m/m
		Fatturato industriale	agosto	-2,5% m/m	2,4% m/m
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	settembre	0,3%/m/m; 4,3%/a/a	0,4%/m/m; 4,1%/a/a
Venerdì 20	Regno Unito	PII (prel.)	III tr. 06	0,7%/m/m; 2,6%/a/a	0,6%/m/m; 2,7%/a/a
	Italia	Bilancia commerciale (non EU)	settembre	-1,93 mld	-2,01 mld
		Vendite al dettaglio	agosto	0,3% m/m	0,2% m/m
<i>Stati Uniti e Giappone</i>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 18	Stati Uniti	Licenze edilizie	settembre	1,73 mln	1,71 mln
		Prezzi al consumo (ex. al. & en.)	settembre	0,2% m/m; 2,8%/a/a	0,2%/m/m; 2,9%/a/a
		Prezzi al consumo	settembre	0,2% m/m; 3,8%/a/a	-0,3%/m/m; 2,3%/a/a
		Nuovi cantieri residenziali	settembre	1,66 mln	1,64 mln%
Giovedì 19	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupazione	14 ottobre	308.000	310.000
		Indice anticipatore	settembre	-0,2%	0,3%
		Indice Philadelphia Fed	ottobre	-0,4	7,0
Venerdì 20	Giappone	Indice industriale complessivo	agosto	-0,40%	1,0%