

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto, 119  
00187 Roma

Direttore Responsabile:  
Giovanni Ajassa  
Autorizzazione del  
Tribunale di Roma  
n. 158/2002  
del 9/4/2002

Le opinioni espresse  
non impegnano la  
responsabilità  
della Banca

# f focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

30  
2005

13 settembre 2005  
Coordinamento: Giovanni Ajassa  
Capo Economista - Tel. 06 4702 8414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Cina	2004	2005*	2006**
Popolazione (in milioni)	1.299,8	1.307,5	1.315,2
Pil (variazione % annua in termini reali)	9,5	9,2	8,0
Prezzi al consumo (variazione % annua)	3,9	2,1	2,0
Saldo di parte corrente (in % del Pil)	4,1	5,5	3,5
Riserve estere (in miliardi di \$ USA)	609,9	810,0	1000,0
Cambio Rmb/US\$ (media annua)	8,3	8,2	8,0

Fonte: EIU, CEQ (\*) stime (\*\*) previsioni

**Rating:** A2 (Moody's), A- (S&P's e Fitch)

- Il caro-petrolio rischia di riflettersi sulle prospettive dell'economia cinese. I consumi di oro nero per unità di PIL registrati in Cina sono più che doppi rispetto alla media dei paesi OCSE e negli ultimi dieci anni la quota del paese asiatico sui consumi mondiali di petrolio è quasi raddoppiata.
- I possibili contraccolpi dei rincari petroliferi sulla filiera dei prezzi interni e sulle aspettative inflazionistiche continuano a suscitare l'attenzione dei mercati e dei banchieri centrali. Ma le preoccupazioni sui "second round effects" non appaiono mutare l'impianto delle attese sull'evoluzione futura dei tassi a breve che rimane improntata a relativa stabilità nell'area dell'euro.

## Il peso del caro petrolio sull'economia cinese

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

- **Nonostante il tasso di crescita dell'economia cinese del secondo trimestre sia ancora superiore al 9%, la riduzione dei margini di profitto delle imprese, una crescita delle importazioni pari ad un terzo rispetto al corrispondenti semestri del precedente biennio ed il calo nell'utilizzo degli investimenti diretti esteri fanno ritenere che il rallentamento dell'economia sia iniziato.**
- **Sebbene auspicabile, la crescita dei consumi appare ancora molto limitata. Nel paese la quota degli stessi sul Pil si è ridotta dal 60% del 2001 al 42% del 2004.**
- **Il persistente rialzo dei prezzi petroliferi costituisce la principale fonte di rischio per la crescita dell'economia cinese a causa dell'elevata intensità di petrolio (consumo di petrolio per unità di prodotto interno lordo), della bassa elasticità della domanda al prezzo e degli effetti che tale rialzo avrà sulle economie dei principali partner commerciali.**

Nel secondo trimestre 2005 l'economia cinese, con un tasso del 9,5%, ha fatto registrare l'ottavo trimestre consecutivo di crescita superiore al 9%. Continua la crescita degli investimenti, sia nella componente pubblica che in quella privata, che nel primo semestre hanno superato il 25,4%, tasso comunque inferiore a quello realizzato nei due anni precedenti (30% nella prima metà del 2004 e 31,1% nel primo semestre 2003). Il peso degli investimenti sul Pil ha così raggiunto il 49% (33,6% nel 1997).

Sebbene tali dati non mostrino un rallentamento dell'economia, alcuni segnali non sono da trascurare. Nell'attuale situazione di eccesso di capacità produttiva, i margini delle imprese si stanno riducendo e con essi la loro liquidità. Tale minor disponibilità di fondi è determinante per anticipare il futuro trend degli investimenti. Nei primi sei mesi dell'anno le imprese in rosso hanno riportato perdite per US\$ 13,3 mld, un aumento del 59,3% rispetto alla prima metà del 2004 e del 57,8% su base annua, il più alto tasso di crescita dal 1999.

Inoltre, dai dati sul commercio internazionale, emerge un drastico rallentamento delle importazioni, cresciute nel primo semestre al 14%, appena un terzo rispetto al primo semestre del 2004 (42,6%) e del 2003 (44,5%). In particolare, le quantità di acciaio importate e la domanda di prodotti petroliferi sono in calo rispettivamente del 41% e del 20%, sia per la crescente disponibilità di carbone sia per l'indebolimento della domanda di energia in generale.

<b>Cina</b>	<b>2004</b>	<b>2005*</b>	<b>2006**</b>
Popolazione (in milioni)	1.299,8	1.307,5	1.315,2
Pil (variazione % annua in termini reali)	9,5	9,2	8,0
Prezzi al consumo (variazione % annua)	3,9	2,1	2,0
Saldo di parte corrente (in % del Pil)	4,1	5,5	3,5
Riserve estere (in miliardi di \$ USA)	609,9	810,0	1000,0
Cambio Rmb/US\$ (media annua)	8,3	8,2	8,0
Fonte: EIU, CEQ (*) stime (**) previsioni			
<b>Rating: A2 (Moody's), A- (S&amp;P's e Fitch)</b>			

A ciò si aggiunge la riduzione nell'utilizzo degli investimenti diretti esteri, in calo del 3,2% nel primo semestre 2005. A testimonianza del peggioramento delle condizioni di investimento nel paese, i profitti delle imprese estere si sono ridotti nei primi due trimestri dell'anno rispettivamente del 4,1% e dello 0,2%. Dati i livelli record degli anni precedenti, il calo nell'utilizzo del capitale estero è comunque fisiologico. L'importanza aumenta però se si considera che il ruolo delle multinazionali nel commercio estero della Cina non è mai stato così elevato come nel 2004, quando le stesse hanno coperto il 57% delle esportazioni totali, contribuendo negli ultimi dieci anni al 62% della crescita delle esportazioni cinesi.

Vale invece sottolineare che l'accelerazione dei consumi, dedotta dall'aumento delle vendite al dettaglio (+12% in termini reali nel primo semestre 2005), non implica che questa componente sarà il principale motore di crescita dell'economia del paese. Storicamente in Cina, infatti, l'aumento dei consumi segue con un anno di ritardo il boom degli investimenti. Inoltre, in mancanza di dati sui consumi, si utilizza la serie delle vendite al dettaglio che risulta estremamente volatile e molto poco attendibile. Tuttavia, in considerazione dei rischi connessi ad una crescita guidata dall'esterno e della scarsa quota che i consumi hanno sul Pil, passati dal 60% del 2001 al minimo storico del 42% nel 2004, a ragione le autorità cinesi puntano sullo stimolo dei consumi. Uno stimolo che deve necessariamente passare per un aumento dei redditi pro-capite delle famiglie e puntare sulla generazione di "baby boomers", nata dopo il 1978 e che sta adesso entrando nel mercato del lavoro. La necessità di un ribilanciamento delle componenti del Pil a favore della domanda interna riguarda anche le altre economie emergenti della regione che presentano un eccesso di risparmio, passato da una media del 28,8% tra il 1983 e il 2000 al 38,2% del 2004.

Nel prossimo biennio, dunque, l'economia cinese sarà guidata non più dagli investimenti, ma in gran parte dalle esportazioni, che nel 2004 hanno posizionato la Cina al terzo posto al mondo, superando il Giappone. Il trend futuro delle esportazioni è però esposto al persistente rialzo dei corsi petroliferi con effetti diretti e indiretti sull'economia cinese, divenuta nel 2004 il primo importatore netto di petrolio nell'Asia emergente, superando India e Corea. L'aumento dei prezzi ha infatti un effetto diretto sul paese conseguente alla variazione delle ragioni di scambio fra paesi esportatori e importatori netti di petrolio. La riduzione del potere d'acquisto dei paesi importatori dipende dall'intensità di petrolio, definita come consumo di petrolio per unità di Pil, che caratterizza il sistema produttivo del paese e dall'elasticità della domanda al prezzo. La Cina presenta un'elevatissima intensità di petrolio, pari 2,3 volte la media OCSE del 2003. Negli ultimi dieci anni la quota della Cina sui consumi mondiali di petrolio è quasi raddoppiata, passando dal 4,6% del 1994 all'8,2% nel 2004, contribuendo al 24,3% dell'aumento della domanda di petrolio nello stesso periodo. Inoltre, poiché come nella maggior parte dei paesi emergenti i prezzi al dettaglio dell'energia sono sussidiati dallo Stato, l'elasticità della domanda al prezzo è molto bassa con la conseguenza che gli aumenti dei corsi petroliferi non incidono direttamente sui consumi cinesi, ma peggiorano le condizioni delle finanze dello Stato.

L'effetto indiretto deriva dal rallentamento della domanda nei principali partner commerciali. Verso gli Stati Uniti, il principale mercato di sbocco delle esportazioni cinesi, nel 2004 la Cina ha diretto un terzo delle esportazioni. Sebbene presentino un'intensità di petrolio inferiore, gli Stati Uniti hanno un consumo pro-capite elevatissimo rispetto ai paesi emergenti (23 bb per persona per anno negli Stati Uniti, 1,5 bb in Cina) che ovviamente li rende vulnerabili a shock dal lato dell'offerta. Il rallentamento della domanda statunitense avrebbe un consistente effetto non solo sull'economia della Cina, ma a cascata anche sulle altre economie del resto dei paesi dell'area asiatica che, fatta eccezione per l'India, sono strettamente legate agli scambi commerciali con la Cina (Taiwan, Corea, Singapore, Malesia, Hong Kong e Giappone).

## Il Packaging vince con la qualità

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

- **Con fatturato ed esportazioni in crescita, il settore delle macchine per l'imballaggio sembra risentire in modo limitato della crisi che interessa l'industria manifatturiera italiana. Il trend di crescita degli scorsi anni ha trovato conferma anche nei primi mesi del 2005, grazie al sostegno delle esportazioni.**
- **Nel nuovo contesto competitivo, il punto di forza di questo settore è quello di confrontarsi in modo adeguato con i fattori di cambiamento, adottando tecnologie d'avanguardia, inventando materiali da imballo innovativi e a basso impatto ambientale, curando le fasi di progettazione e sperimentazione, presidiando nuovi mercati.**

In netta controtendenza rispetto ad altri settori del *made in Italy*, l'industria delle macchine per il confezionamento e l'imballaggio registra da oltre venti anni un aumento costante del proprio saldo commerciale che nel 2004 è giunto a segnare un aumento tendenziale del 5,5%. Si conferma pertanto elevato, superiore al 6%, il contributo di questo comparto alla determinazione dell'attivo del macrosettore nazionale delle "macchine e apparecchi meccanici". Il successo delle macchine da imballaggio italiane viene dall'eccellenza tecnologica, dagli investimenti in ricerca e sviluppo, dall'estrema flessibilità delle aziende, in grado di ricollocarsi rapidamente su nuovi mercati e di soddisfare la domanda in modo personalizzato. L'Italia, insieme alla Germania, copre circa il 65% del commercio mondiale di macchine confezionatrici e in alcuni settori clienti come l'alimentare, il tabacco, la farmaceutica, i macchinari italiani sono i più richiesti al mondo, tanto da aver conquistato anche il difficile mercato tedesco che li privilegia negli acquisti a scapito dei fornitori nazionali. Le esportazioni di macchine italiane dirette in Germania (terzo mercato di sbocco dopo Stati Uniti e Francia) superano le importazioni provenienti da questo paese e sono in continua crescita: nel 2004 hanno segnato un aumento del 13,6% rispetto all'anno precedente.

Il 2004, seppure in un contesto congiunturale difficile, si è chiuso per il settore con un bilancio positivo: il fatturato è risultato in aumento del 3,1% e le esportazioni del 7,5%. Il primo trimestre del 2005 ha confermato tale trend positivo con risultati molto soddisfacenti sul fronte delle vendite all'estero, a partire dal recupero (+47%) registrato negli Stati Uniti, fino agli incrementi particolarmente vivaci rilevati nei paesi asiatici: +384% in Indonesia, +127% in Cina, +77% in Giappone. Con variazioni percentuali più contenute, l'export è risultato in crescita anche nei principali paesi Ue, con la sola eccezione della Francia che ha mostrato una flessione del 10%.

L'andamento positivo registrato sui mercati internazionali ha costituito il principale sostegno alla crescita settoriale. Le esportazioni hanno aumentato in un solo anno l'incidenza sul fatturato passata dall'83% del 2003 all'86% del 2004 e non sono poche le aziende che vendono all'estero più del 90% dei loro prodotti. I mercati più promettenti sono attualmente il Brasile, il Messico, la Russia, la Turchia la Polonia e i paesi del Maghreb.

Il mercato domestico ha invece mostrato un andamento negativo. Nel 2004, il consumo nazionale è calato del 3,8% rispetto all'anno precedente, riportando l'ammontare della domanda interna sui livelli di fine anni novanta. La flessione ha interessato solo i produttori nazionali che hanno preferito puntare sui mercati oltre confine caratterizzati da una domanda più dinamica. Le consegne delle aziende italiane sul mercato interno sono diminuite del 18,4%, in linea con l'andamento negativo riscontrato nel 2004 nell'intero comparto italiano della meccanica strumentale (-7,5%).

Dopo tre anni di stagnazione, hanno invece ripreso a crescere le importazioni (+23,1%), con il conseguente aumento dell'*import penetration*: l'incidenza dell'import di macchine straniere sul consumo nazionale è passata dal 35% del 2003 al 45% circa del 2004. Il valore assoluto delle importazioni resta tuttavia di gran lunga più modesto (352 milioni di euro) rispetto a quello delle esportazioni (2,6 miliardi).

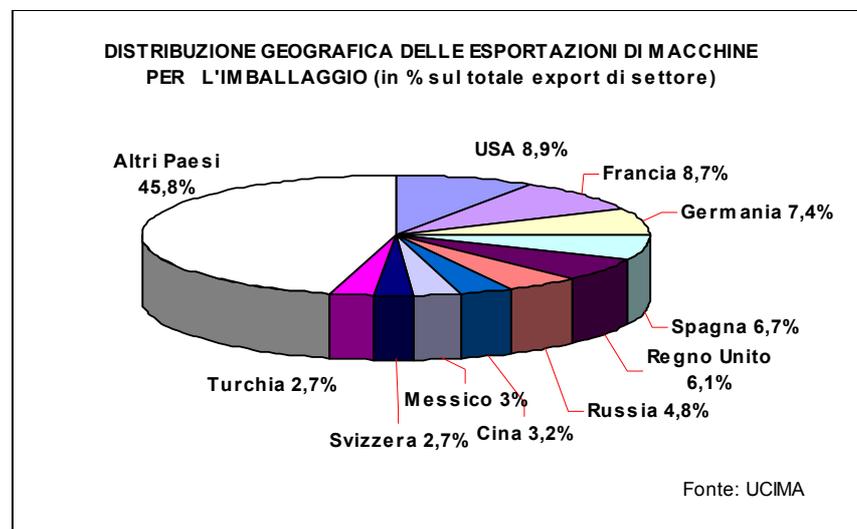
**INDUSTRIA DELLE MACCHINE PER IL CONFEZIONAMENTO E L'IMBALLAGGIO**

	<i>Var% 03/02</i>	<i>Var% 04/03</i>
<b>Fatturato</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Esportazioni</b>	<b>3,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Consumo nazionale</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,8</b>
<b>Consegne sul mercato interno</b>	<b>2,1</b>	<b>-18,4</b>
<b>Importazioni</b>	<b>-4,0</b>	<b>23,1</b>
<b>Saldo commerciale</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>
<b>Export/fatturato (in%)</b>	<b>83,1</b>	<b>86,6</b>
<b>Import/consumo nazionale (in%)</b>	<b>35,0</b>	<b>44,8</b>

Fonte: UCIMA

In una fase congiunturale non facile come quella degli ultimi anni, il punto di forza dell'industria delle macchine per il packaging è stato quello di confrontarsi in modo adeguato con i fattori di cambiamento. Le aziende del settore hanno rafforzato la loro posizione adottando tecnologie d'avanguardia, inventando materiali da imballo innovativi e a basso impatto ambientale, curando le fasi di progettazione, sperimentazione e controllo della qualità, tanto che in questo comparto della meccanica i "colletti bianchi" rappresentano circa il 70% degli addetti. Non da ultimo, le imprese si sono internazionalizzate: hanno intensificato la loro presenza sui mercati esteri, non tanto in termini produttivi quanto attraverso la creazione di centri di servizio legati a filiali e agenti locali e centri di assistenza post-vendita. Lo hanno fatto le grandi, le medie, ma anche molte piccole aziende di questo settore, mantenendo in tal modo vivo il tessuto industriale in cui esse operano.

In futuro, la maggiore domanda di macchinari da imballaggio proverrà sempre più dai paesi emergenti favorita, oltre che dall'espansione di tali economie, anche dalla presenza in loco di produttori multinazionali di beni di consumo. Le aziende italiane potranno contare sulla scarsa qualità degli imballaggi prodotti nelle aree in via di sviluppo costrette a rivolgersi a fornitori tecnologicamente avanzati, in grado di assicurare elevati standard qualitativi di prodotto. Un mercato dalla discrete potenzialità è quello nord-africano, coinvolto in misura crescente in un processo di adeguamento degli standard produttivi e di confezionamento ai parametri dei mercati occidentali. In particolare sono le imprese egiziane del settore agro-alimentare ad avvertire questa esigenza di adeguarsi agli standard europei, per poter esportare nell'Unione Europea.



## La condizione economica nell'età della pensione

S. Ambrosetti ☎ 06-4702.8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- **Le attuali difficoltà dei regimi pensionistici in Europa stanno portando a una progressiva riduzione delle prestazioni previdenziali pubbliche e alla creazione di forme di previdenza complementare.**
- **Analizzando le fonti di reddito dei pensionati in Europa è possibile osservare che la pensione pubblica costituisce in media quasi il 62 per cento del reddito totale, mentre un 26,5 per cento deriva dallo svolgimento di un'attività lavorativa. Si registra comunque un'ampia variabilità tra i diversi paesi.**
- **Il problema che si pone, da un punto di vista previdenziale, non è solo quello di prevedere modalità di calcolo della pensione che consentano il riequilibrio dei conti, ma occorre cercare di individuare e anticipare i trend di quelle variabili sociali che vanno a incidere sulle condizioni economiche nel momento successivo al ritiro dall'attività lavorativa.**

Più volte è stato sottolineato come i trend demografici in atto a livello mondiale abbiano effetti assai rilevanti per la stabilità e il futuro dei sistemi pensionistici. Un'analisi della situazione europea (cfr. focus del 13 luglio) ha mostrato come i diversi paesi hanno risposto con intensità e tempi molto diversi all'esigenza comune di creare una previdenza integrativa. Lo standard di vita nell'età della pensione dipende, tuttavia, non solo dall'ammontare assoluto dei flussi previdenziali, siano essi pubblici o privati, ma anche da altre variabili di natura socioeconomica che vanno a incidere sulle condizioni economiche nel momento successivo al ritiro dall'attività lavorativa. Individuare e, soprattutto, anticipare i trend di queste variabili sociali diviene un elemento centrale nelle scelte strategiche dei paesi in ordine alla gestione dei sistemi previdenziali.

Le difficoltà palesate e la necessità di riformare gli attuali apparati pensionistici pubblici, in particolare i sistemi a ripartizione, pongono l'interrogativo su come e perché si sia arrivati a questo punto. Per far ciò occorre partire dallo scenario economico e sociale nel quale i sistemi previdenziali sono stati riformati in senso favorevole ai lavoratori.

Le riforme mirate all'ampliamento della tutela previdenziale in Europa hanno conosciuto una grande diffusione tra il secondo dopoguerra e la metà degli anni settanta. In quel trentennio il miglioramento degli standard qualitativi nell'età del ritiro dal lavoro appariva coerente con una serie di circostanze: 1) una forza lavoro relativamente contenuta; 2) condizioni demografiche che favorivano la crescita dell'occupazione; 3) il "baby boom" che fungeva da stimolo per la domanda; 4) i progressi nel settore medico e il miglioramento delle condizioni di vita che contribuivano alla riduzione della mortalità infantile.

In questo contesto i guadagni di produttività non creavano condizioni sfavorevoli all'occupazione, piuttosto incentivavano il trasferimento dalle campagne verso i centri urbani e verso l'impiego di lavoratori nell'apparato industriale. La situazione complessiva consentì ai governi di creare nuovi schemi pensionistici e/o di migliorare la copertura offerta da quelli esistenti attraverso l'adozione del metodo a ripartizione che consentiva agli schemi di base di trarre giovamento dalla favorevole dinamica demografica.

Questi interventi hanno consentito in tutta Europa significativi miglioramenti nella condizione economica dei pensionati. In molti paesi la generazione che ha tratto maggiori benefici è quella oggi già in pensione, mentre gli effetti delle riforme degli anni '90, improntate a una riduzione dei costi, ancora non si sono completamente dispiegati. Le condizioni di minor benessere nell'immediato dopoguerra e la solida copertura previdenziale di base hanno fatto in modo che lo standard di vita dei pensionati non sia stato molto dissimile da quello di chi era ancora in attività.

Da un esame delle fonti di reddito dei pensionati è possibile verificare come in tutti paesi la pensione pubblica costituisca la fonte primaria di reddito. Nei diversi paesi il peso di quest'ultima sul totale dei redditi varia tuttavia in modo sensibile, da un valore inferiore al 50 per cento in Portogallo, Irlanda e Regno Unito fino a oltre il 77 per cento in Olanda.

Un livello relativamente soddisfacente dello standard di vita nell'età della pensione in Europa appare comunque legato alla concomitanza di vari fattori, il cui contributo varia da paese a paese. Tra questi fattori, tre sembrano avere un ruolo più significativo:

1. L'ammontare assoluto delle pensioni che risulta relativamente più alto in Olanda, Svezia, Lussemburgo, Belgio, Francia e Germania.

2. Il cumulo tra pensione e redditi derivanti da un'attività lavorativa. Nei paesi più rurali come Portogallo e Irlanda il basso livello delle pensioni ha favorito il mantenimento di un'attività lavorativa anche dopo la pensione. In Portogallo oltre il 30 per cento degli uomini tra i 65 e i 74 anni continua a lavorare, nel 68 per cento dei casi nel settore agricolo. In Irlanda gli ultra sessantacinquenni che mantengono un'attività ammontano a circa il 20 per cento del totale, ancora una volta nel 61 per cento dei casi nel settore agricolo. Dinamiche simili, ma meno accentuate si registrano in Grecia e Spagna. In Italia l'elevato contributo dell'attività lavorativa sul totale delle entrate dei pensionati si spiega con gli effetti del vecchio regime pensionistico che consentiva maggiori possibilità di pensionamento anticipato, specie nel settore statale. Questa evenienza ha portato alla creazione di un numero elevato di "baby pensionati" che hanno poi intrapreso una seconda attività. Nel Regno Unito infine un crescente flusso di pensionati trova una collocazione nel settore dei servizi.

Fonti di reddito dei percettori di una pensione				
(val. % sul totale del reddito)				
Paese	Pensione	Attività lavorativa	Welfare	Reddito da risparmi
Austria	55,4	34,4	7,7	2,6
Belgio	69,9	15,4	6,5	8,3
Danimarca	67,9	17,7	9,7	4,7
Francia	69,6	17,9	5,1	7,4
Germania	71,5	18,3	4,8	5,4
Grecia	52,5	37,8	2,7	6,9
Irlanda	49,8	37,7	9,7	2,8
<b>Italia</b>	<b>55,7</b>	<b>37,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>
Lussemburgo	64,7	26,0	4,6	4,7
Olanda	77,4	12,2	5,8	4,6
Portogallo	48,1	43,9	3,9	4,1
Spagna	56,0	33,5	6,3	4,2
Svezia	nd	nd	nd	nd
Regno Unito	49,1	35,2	5,9	9,0
<b>UE-15*</b>	<b>61,8</b>	<b>26,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>

\*esclusa Finlandia i cui dati non sono disponibili  
Fonte: Eurostat (European Community Household Panel)

3. La diffusione di nuclei familiari allargati anche dopo la pensione. In media circa un terzo dei pensionati in Europa vive con i propri figli. Anche in questo caso si rileva una variabilità elevata tra i paesi. La percentuale dei pensionati che vive con i figli risulta più alta nei paesi del "Sud Europa": Spagna (59%), Portogallo e Italia (49%), Grecia (46%), ma anche in alcuni paesi del nord come Austria (45%), Irlanda e Lussemburgo (39%); molto inferiore invece il valore per la Francia (non supera il 20%), mentre il paese in cui tale fenomeno risulta meno accentuato è la Danimarca. I paesi con le percentuali più elevate sono quelli in cui nel tempo la famiglia ha assunto un ruolo centrale nell'assistenza agli anziani, rafforzando la funzione di solidarietà intergenerazionale. Occorre tuttavia considerare che la condivisione della stessa casa anche dopo la pensione se in molti casi agevola la condizione dell'anziano sia qualitativamente (maggiori attenzioni e stimoli) sia quantitativamente (risparmio per forme di assistenza privata come badanti, collaboratrici domestiche etc.) ha effetti economici positivi anche per i figli (spesso la casa di proprietà è quella del genitore anziano, che comunque contribuisce anche all'andamento familiare). In Italia secondo un'indagine del Censis oltre il 78% degli anziani risulta infatti essere proprietario della casa in cui vive.

Nel complesso, a fronte di trattamenti economici meno generosi in futuro, il tenore di vita nell'età della pensione, è funzione di una serie di variabili la cui combinazione dipende dal modello sociale ed economico caratteristico di ogni paese. I governi dei paesi europei sono quindi chiamati a operare delle scelte all'interno di uno scenario di non facile definizione e che presenta a livello internazionale delle notevoli disomogeneità. In questo contesto una risposta comune è stata rinvenuta nella volontà di incentivare lo sviluppo della previdenza integrativa. L'efficacia dei provvedimenti presi in questa direzione dipenderà anche dall'evoluzione dei trend socio-economici, in grado, a parità di copertura previdenziale, di influenzare in modo significativo la condizione economica degli individui nell'età della quiescenza.

## Toro in difesa

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

I mercati azionari vanno posizionandosi su un assetto maggiormente prudentiale nel tentativo di anticipare eventuali conseguenze negative dell'impatto di Katrina sulla congiuntura in corso. Quindi, malgrado l'impostazione positiva, sostenuta anche dalla forza relativa degli utili societari, gli indici di borsa preferiscono realizzare plusvalenze di breve e attendere su supporti più solidi le decisioni in materia di politica monetaria.

Da qui, l'alleggerimento delle posizioni e la ricerca di livelli meno cari su cui ripartire. L'umore infatti è cambiato verso un rallentamento della crescita, soprattutto statunitense (Pil del terzo trimestre), per le rinnovate pressioni inflazionistiche da caro petrolio e gli incerti costi di ricostruzione dell'area colpita dall'uragano.

L'evento non è stato ancora scontato interamente dai mercati e ciò rende ancor più cruciali le scelte che verranno affrontate in tema di tassi in occasione delle ultime tre riunioni del FOMC ed entro la fine del mandato di Greenspan. Visto il livello dei tassi nominali, di quelli reali e dell'inflazione sembrerebbe tecnicamente logico aspettarsi un proseguimento della manovra di graduale rialzo dei Fed Funds. Ma è anche vero che la percezione di una frenata nel ritmo di crescita, che smusserebbe il taglio inflazionistico, depone in favore di una politica attendista, almeno per un altro trimestre e dopo aver testato la buona tenuta della fiducia dei consumatori.

Il livello di rischio associato ai mercati azionari resta tuttora elevato e tale da non garantire l'arrivo di nuove risorse.

L'ingente livello di liquidità accumulatosi non trova ancora sfogo sui listini azionari ma viene drenato dai più affidabili mercati dei titoli pubblici, specie americani, anche a costo di bassi profili remunerativi.



Nel clima di scarsa propensione al rischio si distingue tuttavia il comparto dell'alta tecnologia, il cui slancio non smette di alimentare aspettative rialziste soprattutto per listini dedicati come il Nasdaq, in prossimità ormai dei massimi annuali raggiunti a inizio agosto.

Sulla tenuta delle performance elevate dell'high tech paga la produttività in crescita ma anche la grande opera di ristrutturazione del sistema e dei costi intrapresa due anni fa.

La sostanziale criticità vissuta dal mercato azionario è comunque testimoniata, oltre che dall'accumulo di risorse nell'area del reddito fisso, anche dall'intensa attività sui mercati inter-market e delle commodities.

Gli scambi sulle materie prime si concentrano soprattutto sull'oro che ha raggiunto i massimi del 2005 nonostante il lieve recupero del dollaro.

La sostenuta richiesta di lingotti e la domanda mondiale cresciuta del 14% nel secondo trimestre hanno riportato le quotazioni dell'oncia stabilmente al di sopra dei 440 dollari, segnalando la forte richiesta di qualità degli investitori, la scarsa fiducia nell'equity puro e l'esigenza di diversificare e proteggere il portafoglio in tempi di elevata incertezza.

## Le previsioni su tassi e cambi

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

- **Pur nell'incertezza delle stime, si va consolidando l'opinione che l'impatto negativo di Katrina sulla crescita economica Usa sarà transitorio. I mercati scontano al momento un aumento al 3,75% per i tassi sui Federal Funds entro fine anno.**
- **Il Consiglio Ecofin ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita europee del 2005 all'1,2%, motivandole con l'impatto degli elevati corsi energetici.**
- **Il Giappone consolida la ripresa nel II trimestre del 2005.**

Gli ultimi dati macroeconomici statunitensi fanno riferimento all'andamento congiunturale precedente all'uragano Katrina e segnalano un'evoluzione favorevole. E' il caso dell'ISM non-manifatturiero di agosto che ha registrato un incremento da 60,5 di luglio a 65. Anche il *Beige Book* ha evidenziato diffusi aumenti dell'attività a luglio-agosto. Le prime informazioni relative agli effetti di Katrina sulla dinamica congiunturale fuori dagli Stati direttamente colpiti verranno fornite dagli indici di fiducia di settembre pubblicati dalle Fed di New York e Philadelphia e dall'indice dell'Università di Michigan in calendario questa settimana.

I banchieri centrali del G-10 riuniti a Basilea - dopo aver preso atto del rallentamento intervenuto negli Usa, nell'area dell'euro e in Giappone nel II trimestre del 2005 - hanno sottolineato che l'aumento di circa il 48% dei corsi petroliferi rispetto al 2004 agirà da freno sul dinamismo della crescita ed eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione. In particolare, l'uragano Katrina potrebbe determinare un rallentamento del Pil Usa nel III trimestre, cui dovrebbe seguire un rimbalzo.

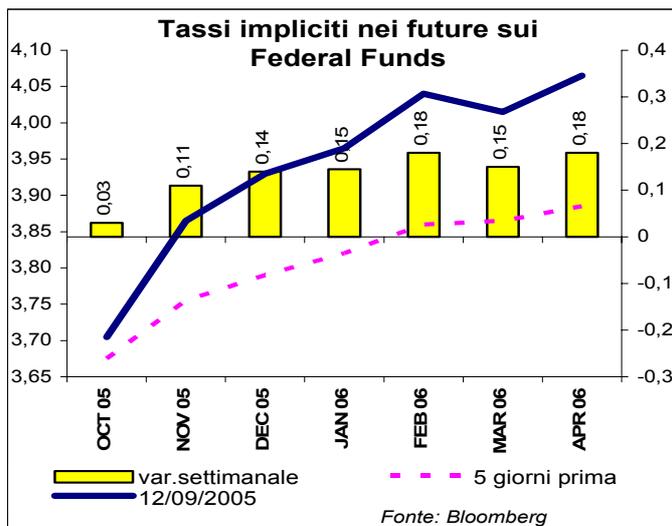
Il *Congressional Budget Office* statunitense ha stimato l'erosione della crescita Usa nel II semestre 2005 tra -0,5% e -1% e la perdita di occupati in 400.000 unità entro fine anno, considerando nelle stime un aiuto federale di 10,5 miliardi di dollari. In settimana si è aggiunto un ulteriore intervento di 51,8 miliardi destinato a finanziare la ricostruzione e il sostegno delle popolazioni.

In questo contesto il compito dei banchieri centrali - secondo Jean Claude Trichet che ha parlato in qualità di portavoce dei banchieri centrali del G-10 - sarà di evitare i contraccolpi delle pressioni esercitate dai corsi petroliferi sulla filiera dei prezzi interni e sulle aspettative inflazionistiche (*second round effects*).

Nei due interventi di Moscov e di Yallen, rispettivamente presidenti della Fed di Chicago e di San Francisco, non sono mancati riferimenti preoccupati ai costi energetici e alle potenziali ripercussioni inflazionistiche. Come era da aspettarsi, non è emersa una chiara posizione sull'esito della decisione della Fed al *meeting* di settembre. Questo potrebbe essere caratterizzato dall'opportunità di una pausa per accumulare maggiori evidenze sull'impatto dell'uragano Katrina che, al di là delle stime, rimane incerto.

I tassi impliciti nei *futures* sui Federal Funds, pur essendo aumentati la scorsa settimana, continuano ad accreditare maggiore probabilità di realizzazione ad un aumento di 25 centesimi deciso tra i Fomc di novembre o dicembre, mentre l'ascesa del tasso di riferimento al 4% è stata spostata al 2006. Questa impostazione ci sembra coerente con l'atteso rallentamento della crescita Usa nel III trimestre e con le aspettative di recupero distribuite tra fine 2005 e inizio 2006.

L'Europa ha archiviato dei dati incoraggianti sia in Germania che in Italia. In Germania sono risultati sensibilmente migliori delle attese sia i progressi della produzione industriale di luglio (1,2% m/m) sia degli ordini all'industria (+3,7% m/m) che lascerebbero sperare nel proseguimento di una fase di crescita moderata. L'incremento del Pil italiano nel II trimestre del 2005 si è confermato sostenuto (0,7% t/t; 0,1% a/a) grazie al recupero di consumi privati, investimenti e scorte, ma le attese per il III trimestre sono per una *performance* meno brillante. Il consiglio Ecofin ha però rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'anno in corso dall'1,3% all'1,2%, motivandole con l'impatto degli elevati corsi energetici.



In Giappone è stato corretto al rialzo il Pil del II trimestre 2005, inizialmente stimato in aumento dello 0,3% congiunturale, il dato è stato aumentato al +0,8%, che corrisponde a un incremento tendenziale del 2,2% e trimestrale annualizzato del 3,3%. In altre parole, la velocità di crociera dell'economia nipponica tra aprile-giugno rispetto al trimestre precedente ha eguagliato quella statunitense. Pur segnando un marginale rallentamento rispetto alla dinamica congiunturale di gennaio-marzo (1,4% t/t), il buon risultato del II trimestre è frutto del sostegno congiunto di tutte le principali componenti: consumi privati, investimenti e anche un recupero delle esportazioni. Il miglioramento congiunturale potrebbe aver contribuito alla vittoria elettorale di Koizumi e del partito liberaldemocratico che si è aggiudicato 296 seggi dei 480 che compongono la Camera bassa del Parlamento.

All'ultimo *meeting* di settembre, la Banca centrale giapponese (Boj) aveva mantenuto invariata la politica monetaria. Nel rapporto sull'economia Boj aveva sostenuto il proseguimento della ripresa e la tesi che l'inflazione possa diventare positiva entro fine anno. Il ritorno a variazioni stabilmente in aumento dell'indice dei prezzi di riferimento è il requisito essenziale per una graduale correzione dell'attuale politica monetaria estremamente accomodante.

	dati storici		13/09/2005	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	108,8	110,6	110,8	109,0	105,0
dollaro-euro	1,249	1,229	1,228	1,250	1,290
yen-euro	135,9	136,0	136,1	136,3	135,5
sterlina-euro	0,691	0,685	0,675	0,681	0,695
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,08	3,80	3,87	4,00	4,20
euro	2,15	2,13	2,13	2,15	2,30
yen	0,05	0,06	0,03	0,09	0,30
sterlina	4,90	4,59	4,59	4,54	5,56
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,08	4,27	4,19	4,15	4,60
Germania	3,92	3,25	3,14	3,30	3,70
Giappone	1,49	1,40	1,38	1,45	1,70
Italia	4,07	3,45	3,35	3,50	3,90
Gran Bretagna	4,76	4,30	4,23	4,20	4,50

## 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 reai)

#### STATI UNITI

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

#### AREA EURO

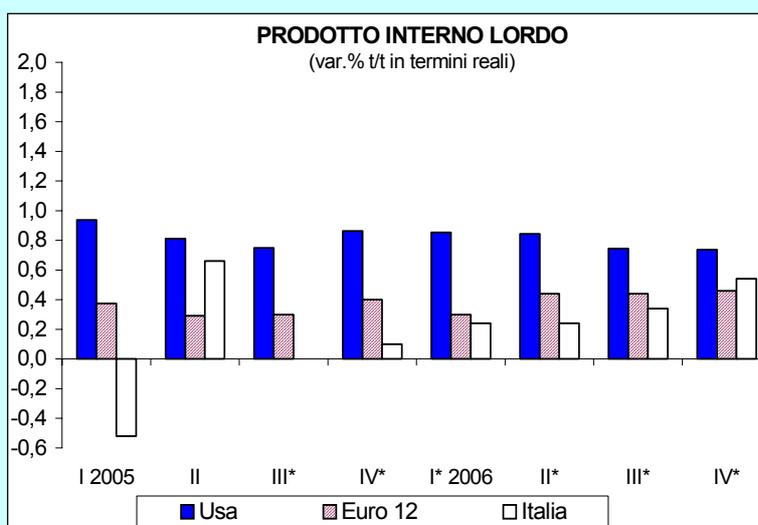
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,2	1,2	1,6	1,2	1,8	1,8	1,9
var.% anno su anno	1,8	1,2	1,5	1,3	1,1	1,2	1,4	1,3	1,4	1,6	1,7

#### ITALIA

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

\* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.601
Italia	1.351



## Le previsioni sui prezzi

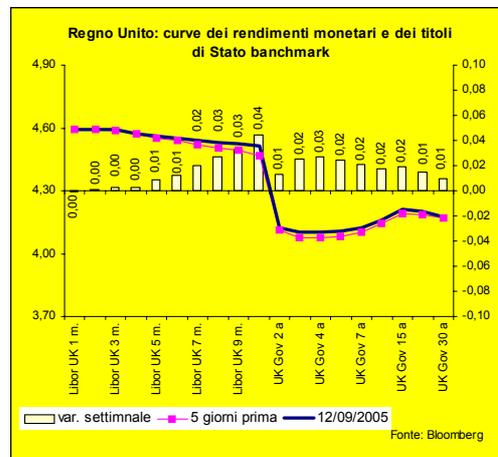
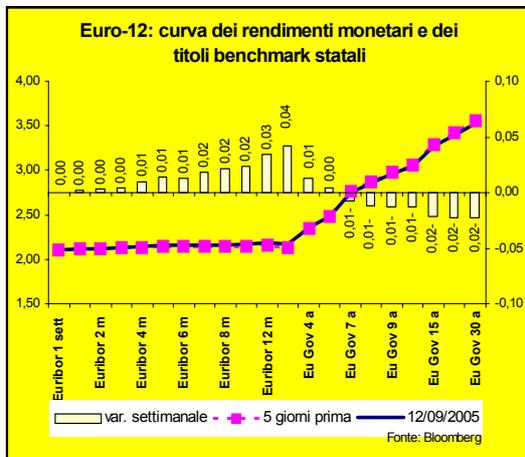
A. Sagnotti ☎06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	<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>
<b>2004</b>	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
<b>2005</b>	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,3	118,5	118,9	118,9	119,2	118,0
<b>2006</b>	118,9	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121	121,4	121,4	121,8	120,6
<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>
<b>2004</b>	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
<b>2005</b>	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,2
<b>2006</b>	-0,3	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	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>
<b>2004</b>	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
<b>2005</b>	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1
<b>2006</b>	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=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>
<b>2004</b>	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,7	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
<b>2005</b>	108,2	108,1	109,2	110,3	110,6	110,6	110,6	110,3	111,0	111,3	111,5	111,8	110,3
<b>2006</b>	110,9	110,7	111,7	112,7	113,0	113,1	113,0	112,7	113,3	113,6	113,8	114,2	112,7
<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>
<b>2004</b>	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<b>2005</b>	-1,0	-0,1	1,0	1,0	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,3	0,2
<b>2006</b>	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<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>
<b>2004</b>	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
<b>2005</b>	2,0	2,1	2,0	2,2	2,3	2,1	2,4	2,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2
<b>2006</b>	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
<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>
<b>2004</b>	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
<b>2005</b>	125,6	126	126,4	126,6	127	127,1	127,6	127,8	127,8	127,8	128	128,3	127,2
<b>2006</b>	128,4	128,8	129,2	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<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>
<b>2004</b>	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
<b>2005</b>	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>2006</b>	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<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>
<b>2004</b>	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
<b>2005</b>	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,0
<b>2006</b>	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Panorama Tassi & Euro

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

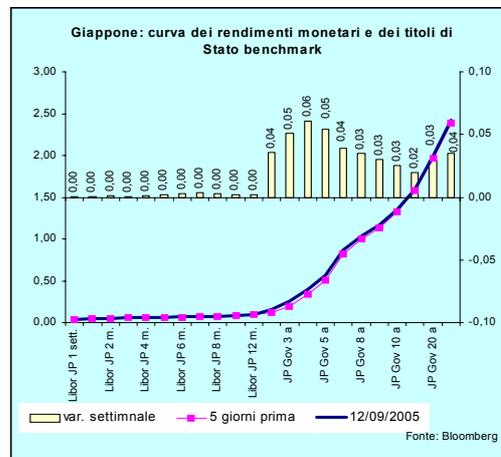
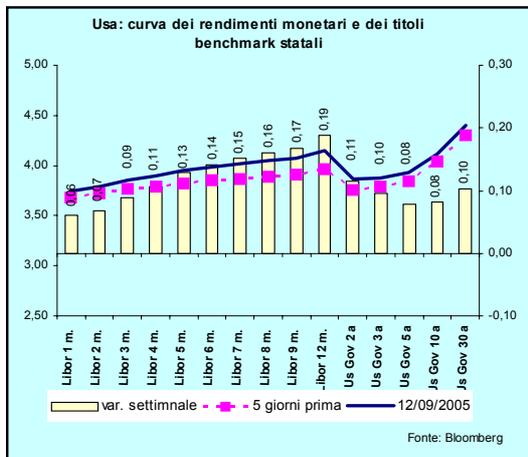


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	99/05	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,242	1,254	1,237	1,219	1,263	1,179	-1,0	0,4	1,8	-1,7
Canada	1,460	1,489	1,502	1,571	1,623	1,800	-1,9	-2,8	-7,0	-10,1	-18,9
Australia	1,607	1,641	1,625	1,761	1,680	1,910	-2,1	-1,1	-8,7	-4,4	-15,9
Nuova Zelanda	1,758	1,776	1,790	1,862	1,924	2,223	-1,0	-1,8	-5,6	-8,6	-20,9
Giappone	136,6	137,7	138,6	133,7	135,1	133,7	-0,7	-1,4	2,2	1,2	2,2
Argentina	3,616	3,653	3,548	3,657	3,699	1,180	-1,0	1,9	-1,1	-2,3	206,5
Swizzera	1,544	1,544	1,556	1,538	1,558	1,617	0,0	-0,8	0,3	-0,9	-4,5
Regno Unito	0,675	0,682	0,693	0,683	0,705	0,711	-0,9	-2,5	-1,1	-4,2	-5,0
Svezia	9,337	9,291	9,359	9,117	9,080	9,470	0,5	-0,2	2,4	2,8	-1,4
Danimarca	7,454	7,457	7,462	7,436	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1
Norvegia	7,798	7,783	7,891	8,306	8,414	8,855	0,2	-1,2	-6,1	-7,3	-11,9
Cipro	0,573	0,573	0,574	0,577	0,586	0,582	0,0	-0,1	-0,7	-2,3	-1,6
Repubblica Ceca	29,17	29,29	29,47	31,71	32,41	35,11	-0,4	-1,0	-8,0	-10,0	-16,9
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	244,4	243,9	244,0	249,6	262,5	251,5	0,2	0,2	-2,1	-6,9	-2,8
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,660	0,673	0,667	0,0	0,0	5,5	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	0,428	0,432	0,443	0,0	0,0	0,3	-0,6	-3,1
Slovacchia	38,14	38,54	38,51	40,13	41,17	42,99	-1,0	-1,0	-5,0	-7,4	-11,3
Slovenia	239,4	239,5	239,6	240,0	236,7	189,0	0,0	-0,1	-0,2	1,1	26,6
Polonia	3,93	3,973	4,036	4,388	4,702	4,071	-1,1	-2,6	-10,4	-16,4	-3,5
Russia	35,14	35,48	35,08	35,55	36,89	25,32	-1,0	0,2	-1,2	-4,7	38,8
EURO <i>cambio effettivo nominale</i>	91,1	91,7	92,0	90,7	92,8	93,3	-0,7	-1,0	0,4	-1,9	-2,4

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
	9/9/05	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,178	1,188	1,213	1,288	1,293	1,598	0,8	2,9	9,3	9,7	35,6
Australia (*)	0,775	0,765	0,762	0,689	0,753	0,516	1,3	1,7	12,5	2,9	50,2
Nuova Zelanda (*)	0,707	0,707	0,693	0,654	0,656	0,425	0,1	2,1	8,2	7,8	66,4
Giappone	109,7	109,7	111,9	109,5	107,2	131,8	0,0	2,0	-0,2	-2,3	20,2
Corea del Sud	1.026	1.036	1.018	1.149	1.198	1.320	1,0	-0,8	12,1	16,8	28,7
Filippine	56,07	56,10	55,89	56,08	55,54	51,60	0,0	-0,3	0,0	-1,0	-8,0
Indonesia	10.200	9.997	9.784	9.292	8.418	10.370	-2,0	-4,1	-8,9	-17,5	1,7
Singapore	1,674	1,673	1,654	1,700	1,700	1,849	-0,1	-1,2	1,5	1,5	10,4
Thailandia	40,94	41,03	41,16	41,60	39,61	44,05	0,2	0,5	1,6	-3,2	7,6
Cina	8,10	8,09	8,11	8,28	8,28	8,28	0,0	0,1	2,2	2,2	2,2
India	43,80	43,85	43,50	46,28	45,63	48,27	0,1	-0,7	5,7	4,2	10,2
Argentina	2,91	2,91	2,87	3,00	2,94	1,00	0,0	-1,3	3,2	1,1	-65,7
Brasile	2,31	2,33	2,29	2,90	2,89	2,30	0,8	-0,9	25,4	25,1	-0,7
Cile	535,3	534,7	545,3	618,9	593,0	646,3	-0,1	1,9	15,6	10,8	20,7
Colombia	2.308	2.298	2.303	2.517	2.780	2.297	-0,5	-0,3	9,0	20,4	-0,5
Messico	10,70	10,68	10,63	11,58	11,24	9,11	-0,2	-0,7	8,2	5,0	-14,9
Perù	3,29	3,31	3,25	3,37	3,46	3,44	0,6	-1,0	2,4	5,3	4,7
Uruguay	24,14	24,19	24,38	28,49	29,32	14,75	0,2	1,0	18,0	21,5	-38,9
Venezuela	2.591	2.541	2.536	2.575	2.852	759	-1,9	-2,1	-0,6	10,1	-70,7
Israele	4,50	4,49	4,51	4,50	4,39	4,48	-0,2	0,3	0,1	-2,5	-0,5
Sud Africa	6,32	6,25	6,46	6,66	6,62	12,37	-1,1	2,3	5,5	4,8	95,9
Turchia	1,3287	1,3357	1,3208	1,4919	1,3966	1,4298	0,5	-0,6	12,3	5,1	7,6
Area dell'Euro (*)	1,242	1,254	1,237	1,219	1,263	0,904	-1,0	0,4	1,8	-1,7	37,4
Regno Unito (*)	1,839	1,844	1,788	1,789	1,786	1,439	-0,2	2,9	2,8	3,0	27,8
Svizzera	1,243	1,230	1,259	1,259	1,239	1,650	-1,1	1,3	1,3	-0,4	32,7
Danimarca	6,00	5,95	6,03	6,08	5,91	8,28	-0,9	0,4	1,2	-1,6	38,0
Norvegia	6,28	6,21	6,38	6,81	6,68	8,87	-1,2	1,6	8,5	6,3	41,1
Svezia	7,50	7,40	7,55	7,46	7,18	10,28	-1,4	0,7	-0,6	-4,3	37,0
Russia	28,26	28,46	28,44	29,22	29,45	30,14	0,7	0,6	3,4	4,2	6,7
Polonia	3,17	3,16	3,27	3,59	3,73	3,96	-0,4	3,1	13,3	17,9	24,9
Repubblica Ceca	23,49	23,36	23,82	26,01	25,65	35,27	-0,5	1,4	10,8	9,2	50,2
Ungheria	197,0	194,3	197,2	204,3	209,3	272,9	-1,4	0,1	3,7	6,2	38,5
<b>DOLLARO USA</b>	<b>93,1</b>	<b>93,2</b>	<b>95,1</b>	<b>96,5</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-23,7</b>

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte: Datastream