

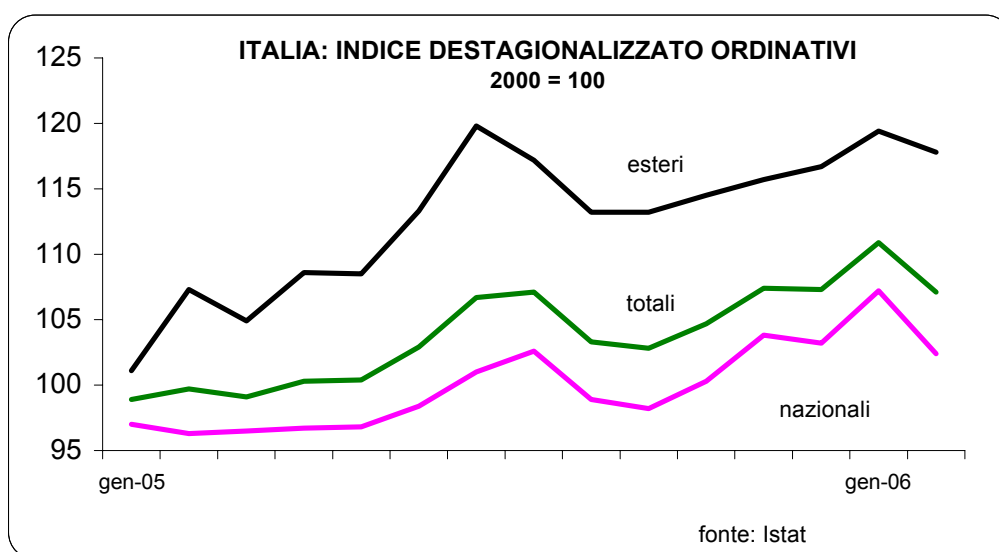
# focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

20  
2006

24 maggio 2006

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



- **Editoriale** – Vivace, ma vulnerabile. E' la crescita dell'economia mondiale secondo l'analisi del nuovo "Economic Outlook" dell'OCSE. I rischi sono quelli collegati a un ulteriore appesantimento degli squilibri di importanti economie, dall'America all'Asia ed anche entro la Vecchia Europa. La vivacità della crescita rappresenta un'opportunità per intraprendere i necessari aggiustamenti.
- **Pagina 4** – Le recenti oscillazioni dei mercati richiamano l'attenzione sull'attività degli "hedge fund". Alcuni dati sulla presenza di questi operatori a livello internazionale.
- **Pagina 9** – Si conferma l'attesa per un'ulteriore correzione dei tassi di riferimento della politica monetaria nell'area dell'euro. Una pausa nella successione di aumenti da parte della Fed potrebbe intervenire entro l'estate.

## **Editoriale: Vivace, ma vulnerabile**

*Esce due volte l'anno, in primavera e in autunno, e contiene sempre interessanti spunti per ragionare sulle prospettive economiche dei principali paesi industrializzati. Parliamo dell'Economic Outlook dell'OCSE presentato ieri a Parigi.*

*Nel complesso, è ancora vivace. Ma è vulnerabile. Così l'OCSE definisce lo stato di salute della crescita economica mondiale. La vivacità è soprattutto quella delle economie asiatiche che marciano avanti con passo sicuro. Della Cina e dell'India. Anche, mutatis mutandis, di un Giappone che, dopo anni di anemia deflazionistica, vede i consumi e i redditi da lavoro affiancarsi alle esportazioni e agli investimenti industriali nel ruolo di motori della ripresa. Vivace è l'economia americana, che ha confinato solo a un temporaneo arretramento l'effetto sulla crescita degli uragani. Un po' meno vivace, ma comunque vitale dopo tempi di quasi stagnazione appare l'accelerazione dell'attività economica nella Vecchia Europa.*

*La vivacità durerà ancora. Nei prossimi mesi la crescita rimarrà leggermente sopra il trend nell'area dell'euro come anche in Giappone e negli USA. Poi, però, gli effetti del lungo ciclo di correzione monetaria cominceranno a vedersi oltre oceano. Un rallentamento dell'economia americana potrebbe secondo l'OCSE svilupparsi nella forma di un graduale "soft landing". Varcando le soglie del 2007, il considerevole aumento dell'IVA che avverrà in Germania potrebbe intaccare la vivacità della ripresa non solo tedesca. Ed entro la fine del 2007 i margini di capacità produttiva da utilizzare per ottenere ulteriore sviluppo potrebbero esaurirsi in Giappone e in Nord-America.*

*Quindi, diciamo noi, la vivacità della crescita non può essere considerata come una risorsa acquisita per sempre, illimitata nel tempo e nello spazio. Al contrario, il vigore della crescita va accudito. Va amministrato con parsimonia. Anche perché, osserva l'OCSE, intorno ai tonici incrementi del PIL che si registrano in giro per il Mondo, crescono gli squilibri dei conti con l'estero. Entro il 2007 nell'area dell'euro l'avanzo di parte corrente potrebbe raggiungere il 4,5% del PIL in Germania a fronte di un deficit dell'ordine del 10% in Spagna. A livello Mondo, i surplus puntano verso il 5-6% del PIL sia in Cina sia in Giappone mentre il deficit esterno rischia di superare nel 2007 il 7% del PIL degli USA.*

*E' un monito già formulato più volte, non solo dall'OCSE. Gli squilibri delle bilance dei pagamenti rendono vulnerabile la crescita. Perché? Perché possono essere i sintomi di malanni più gravi, di deficienze nei fondamentali di natura strutturale delle economie, delle politiche fiscali e dei regimi dei tassi di cambio esistenti tra le principali valute. Possono nascondere un difetto di "resilienza" ovvero un'insufficiente elasticità del sistema economico internazionale nel riuscire ad assorbire rischi futuri ed eventuali shock.*

*Tra i rischi possibili venturi, l'OCSE cita la sopravvalutazione dei prezzi delle case. Ma, fortunatamente, a livello Mondo si rilevano segni confortanti di raffreddamento in quei mercati immobiliari più esposti all'alea di bolla. E' il caso di Regno Unito e Australia. Piuttosto, merita maggiore attenzione il problema*

*dell'inflazione importata. La disinflazione creata dalle produzioni a basso costo del lavoro potrebbe non essere più sufficiente a compensare i rincari delle materie prime comunque innescati dall'assai vivace crescita delle economie emergenti. Il rapporto dell'OCSE si chiede quale sarà l'effetto netto. E quali rischi ci sono che un'eventuale spirale costi-prezzi possa innescare pressioni protezionistiche o riflettersi in politiche monetarie più restrittive.*

*Guardando un po' più in là nel tempo, l'Outlook non dimentica di citare i grandi temi di economia e di politica economica dei decenni a venire. In primis, gli effetti dell'invecchiamento della popolazione che impone già oggi una riconsiderazione delle necessità a tendere per spese sanitarie e pensionistiche. Motivi in più per fare tesoro della primavera di crescita economica di cui il Mondo oggi gode.*

Giovanni Ajassa

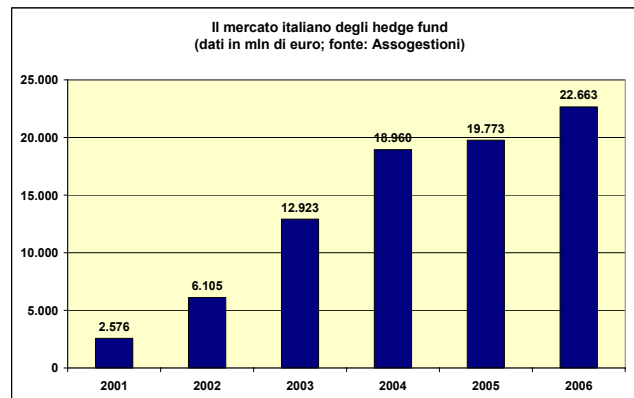
## Il mercato internazionale degli hedge fund

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

- A livello mondiale il mercato degli hedge fund è costituito da oltre 8.000 fondi con un patrimonio stimato in circa 1.300 mld di Usd, di questi circa 850 mld di Usd sono gestiti negli Usa, oltre 300 mld in Europa (i due terzi a Londra) e circa 115 mld di Usd in Asia. In Italia i dati Assogestioni evidenziano a marzo 2006 un patrimonio di 22,7 mld. di euro, circa il 3,7 per cento dello stock dei fondi comuni di investimento.
- Il ruolo degli hedge fund sui mercati finanziari appare rilevante; in alcuni segmenti generano dal 15 al 30 per cento dei volumi di negoziazione, arrivando all'80 per cento nel segmento dei prestiti obbligazionari a rischio più elevato (*distressed debts*) e a circa un terzo, per le operazioni sui *junk bond* statunitensi.

Gli hedge fund sono veicoli di investimento collettivi che a differenza dei tradizionali fondi comuni non sottostanno ad alcuna regola o restrizione, soprattutto relativamente alle strategie di investimento attuabili. In conseguenza di questa mancanza di regolamentazione, ogni fondo hedge può di fatto stabilire le proprie strategie in assoluta libertà. Ne deriva maggiore flessibilità ma anche minore controllo sulle decisioni dei gestori e sul loro esito.

Spesso quindi è possibile osservare grandi differenze in termini sia di rischio sia di rendimento tra un fondo hedge e l'altro, contrariamente ad esempio a quanto avviene nel settore dei fondi comuni tradizionali ove, pur con una certa variabilità tra un fondo e l'altro dovuta alle capacità del gestore, i fondi che hanno il medesimo benchmark presentano andamenti non troppo diversificati.



Gli hedge fund tentano di sfruttare le piccole o grandi inefficienze del mercato per ottenere l'extra rendimento che i fondi tradizionali non riescono a conseguire. In pratica cercano di arrivare a rendimenti sempre positivi operando su tutta la gamma degli strumenti finanziari compresi i derivati e le vendite allo scoperto, e facendo uso della leva finanziaria. Questa più ampia capacità d'intervento consente di realizzare rendimenti positivi anche in caso di trend di mercato stabili o negativi.

### La diffusione sui mercati

Il ruolo che questi strumenti svolgono sui mercati finanziari appare controverso. Se da un lato spesso si guarda ad essi come fonte di rischi elevati, dall'altro a livello macroeconomico contribuiscono ad accrescere la liquidità del mercato, essendo più propensi all'assunzione di rischi in momenti di mercato caratterizzati

da una volatilità elevata. La costante ricerca di extra-rendimenti attraverso operazioni di arbitraggio favorisce l'eliminazione dei disallineamenti di prezzo sui mercati a fronte dello stesso rischio.

In Italia gli hedge fund, denominati anche fondi speculativi, sono stati introdotti nel 1999 con decreto del Ministero del Tesoro seguito a breve distanza da un provvedimento della Banca d'Italia. In sintesi le principali norme cui sono assoggettati sono le seguenti: a) non possono partecipare al fondo più di 200 soggetti; b) ogni singola sottoscrizione non può essere inferiore a 500.000 euro; c) non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.

In seguito al recente recepimento da parte della Banca d'Italia della normativa comunitaria Ucits 3, da gennaio 2006 i fondi aperti e i fondi chiusi non armonizzati possono investire fino al 20% del proprio patrimonio in hedge fund.

In Italia, secondo i dati Assogestioni, a marzo 2006 il patrimonio gestito dagli hedge fund risulta pari a 22,7 mld. di euro suddivisi tra 161 fondi gestiti da 33 Sgr, il 3,7 per cento circa del patrimonio dei fondi comuni di investimento.

Analizzando il rendimento dei primi 10 fondi di hedge italiani nel triennio aprile 2003 - marzo 2006, il rendimento cumulato oscilla tra il 26 e il 33 per cento, molto meno di quanto evidenziato da molti fondi tradizionali che hanno beneficiato di un mercato costantemente in rialzo. Questo si spiega anche con il fatto che l'obiettivo della maggioranza dei fondi di hedge italiani è la "stabilizzazione" piuttosto che il "rendimento", anche se a livello internazionale si osserva una maggiore crescita dei fondi che hanno come obiettivo il rendimento.

Nonostante vengano considerati strumenti innovativi di investimento, gli hedge fund sono nati più di 50 anni fa (il primo nacque nel 1945 negli USA) e si sono sviluppati lentamente fino alla metà degli anni '90, quando hanno conosciuto un vero e proprio "boom".

A livello mondiale il mercato degli hedge fund è costituito da oltre 8.000 fondi con un patrimonio stimato in circa 1.300 mld di Usd; di questi circa 850 mld di Usd sono gestiti negli Usa, oltre 300 mld in Europa (i due terzi a Londra) e circa 115 mld di Usd in Asia. Nel 1992 operavano nel mondo solo 880 hedge fund e gestivano complessivamente 35 mld di Usd.

### **L'esposizione delle banche verso gli hedge fund**

A livello internazionale tra i grandi investitori istituzionali si registra un crescente interesse delle banche verso gli hedge fund. Le relazioni con gli hedge fund possono essere legate a un interesse a investire parte del proprio portafoglio acquistando quote del fondo e/o a operare in contropartita con gli hedge fund stessi attraverso la fornitura di una serie di servizi.

Quando una banca opera come *prime broker* agisce da interfaccia tra l'hedge fund e i suoi investitori, in questa attività tra le altre cose concede credito, presta titoli, opera come controparte nelle transazioni in derivati, assumendosi in proprio una serie di rischi. Negli ultimi anni la competizione tra le grandi banche per operare come *prime broker* dei fondi è fortemente cresciuta, dal momento che questa attività, pur a fronte di rischi significativi, genera rilevanti flussi di commissioni.

La Bce in uno studio ("Large EU banks' exposure to hedge funds") ha evidenziato come tra le grandi banche della UE quattro risultano essere fortemente caratterizzate come *prime broker*. A livello mondiale i servizi di *prime brokerage* sono dominati da tre grandi banche statunitensi che controllano oltre il cinquanta per cento del capitale gestito dagli hedge fund. Occupano un ruolo di rilievo nel mercato dei *prime broker* anche i due grandi colossi svizzeri.

Alcuni dati stimano che il giro d'affari per le banche d'investimento attive nel business dei fondi speculativi, si è aggirato nel 2004 a circa 25 miliardi di dollari di cui 19 derivano dalle contrattazioni mentre il resto dalle operazioni di *prime brokerage*

Le banche possono operare, ed è questo il caso più frequente, come controparti dirette degli hedge fund anche senza agire come *prime broker*. Da un punto di vista della gestione del rischio, gli investimenti delle banche in hedge fund vengono utilizzati per ottimizzare il portafoglio dal momento che gli hedge fund storicamente hanno evidenziato un basso livello di correlazione con le forme tradizionali di investimento.

Il *default* di un hedge fund può comportare perdite considerevoli per una banca e uno dei problemi nel gestire la rischiosità della posizione deriva dalla complessità delle strategie utilizzate dai fondi e dalla poca trasparenza che spesso caratterizza gli hedge fund che non consente una percezione immediata della effettiva rischiosità delle posizioni assunte da quest'ultimo. Sono state, in effetti, più volte lamentate alcune lacune in merito alla quantità, alla qualità e alla tempestività delle informazioni fornite dagli hedge fund alle banche.

In un recente intervento il presidente della Fed Ben Bernanke ha sottolineato come per prevenire possibili effetti sistemici legati al forte sviluppo dell'industria degli hedge fund sia necessario garantire una solida disciplina di mercato. Il compito primario delle autorità di vigilanza e di quelle di regolamentazione consiste nel creare meccanismi di mercato che evitino da parte degli hedge fund l'assunzione di livelli eccessivi di rischio e un ricorso troppo ampio alla leva finanziaria. Per arrivare a ciò è necessario che tutti gli attori del mercato operino una gestione efficiente del rischio, in particolare di quello di controparte. Su questo punto le autorità statunitensi di vigilanza hanno riscontrato una maggior attenzione nel corso del biennio 2004-05 da parte delle banche che operano a stretto contatto con gli hedge fund.

Nonostante i progressi registrati, la crescente complessità dei prodotti finanziari rende sempre meno agevole una efficiente gestione del rischio controparte. Tale situazione secondo Bernanke non sembra comunque giustificare l'adozione di misure eccessivamente restrittive. In particolare una regolamentazione diretta degli hedge fund andrebbe a condizionare in modo significativo l'operatività di questi intermediari e potrebbe essere interpretata come un caso di "fallimento" della disciplina di mercato.

Il ruolo degli hedge fund sui mercati finanziari internazionali appare rilevante; in alcuni segmenti è stato calcolato che danno luogo al 15-30 per cento dei volumi di negoziazione, arrivando all'80 per cento nel segmento dei prestiti obbligazionari a rischio più elevato (*distressed debts*) e a circa un terzo, per quanto riguarda le operazioni sui cosiddetti *junk bond* statunitensi. Questo forte contributo alla liquidità del sistema può in alcuni casi alterare la percezione della reale liquidità del mercato per gli investitori che, qualora volessero chiudere le proprie posizioni in situazioni particolari, potrebbero trovarsi di fronte a una liquidità molto ridotta in assenza di transazioni operate dagli hedge fund.

I risultati dello studio Bce hanno evidenziato come l'esposizione delle grandi banche europee verso gli hedge fund presenti un'ampia variabilità tra i paesi appartenenti all'Unione europea. In generale, tali esposizioni non appaiono ingenti in rapporto al bilancio delle banche e si configurano soprattutto come investimenti. E' difficile riuscire a dimensionare l'esposizione complessiva delle grandi banche europee verso i fondi hedge anche a causa del numero limitato di esse che diffonde dati comparabili. E' comunque prevedibile che sia in termini relativi sia in termini assoluti il livello di esposizione possa continuare a crescere in linea con il trend degli anni più recenti.

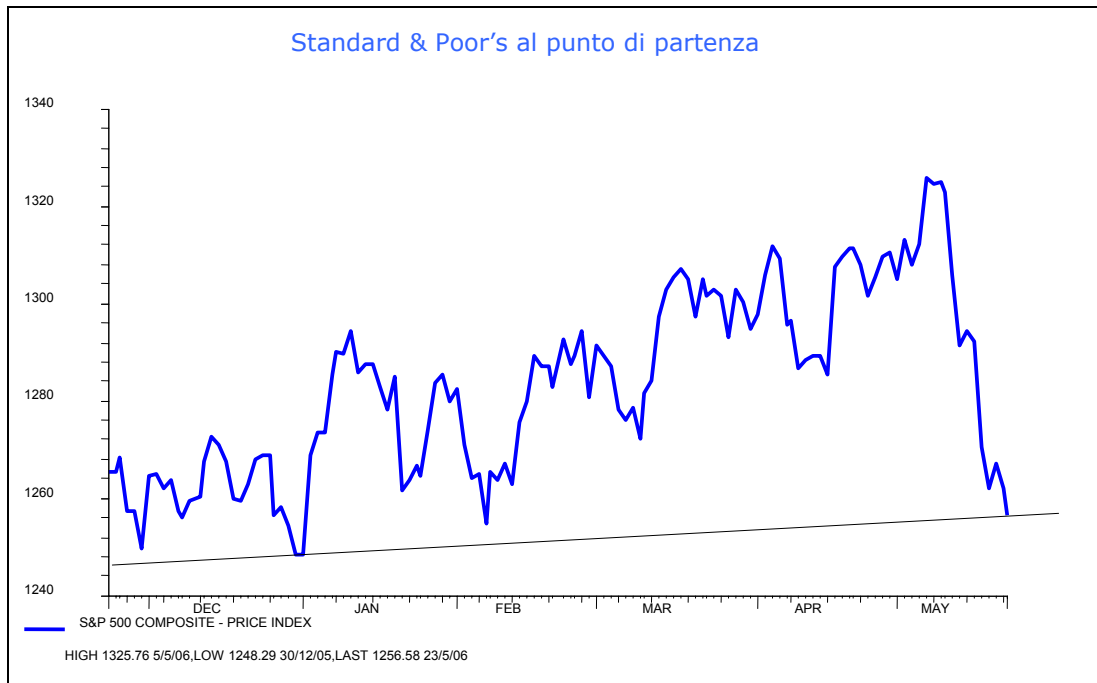
## La fame dell'Orso

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

I rinnovati timori sul fronte dei prezzi e delle materie prime ribaltano lo scenario e trascinano le borse mondiali in un generalizzato sentiment avverso. La totalità dei listini azionari (cfr. tabella in basso) chiude la settimana con pesanti perdite ritoccando record e statistiche negativi che non si aggiornavano da tempo.

Il Nasdaq, ad esempio, non chiudeva in rosso quasi due ottave consecutive (otto sedute) da oltre 12 anni. In un mese il ritracciamento arriva a sfiorare l'8% rischiando di compromettere le performance positive da inizio anno (+5%).

Il più bilanciato Standard & Poor's 500 riesce a limitare le perdite mensili al 4% grazie al supporto di comparti più diversificati e meno ciclici, a minor beta e tecnologia, ma resta comunque esposto ai rovesci di volatilità, tornata su valori elevati. In due sole settimane l'indice guida americano è tornato ai livelli di sei mesi fa bruciando un trend consolidato (cfr. primo grafico).



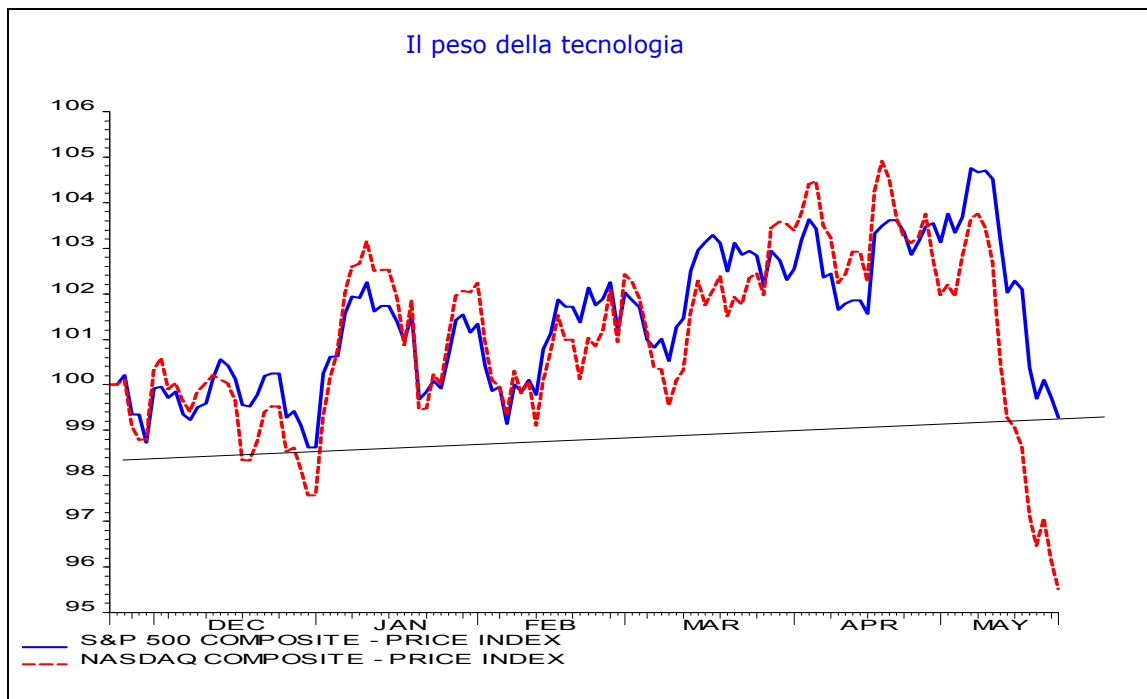
### Volumi e volatilità contro

L'analisi dei volumi conferma la debolezza del trend perché i movimenti al ribasso sono accompagnati da forti aumenti nelle contrattazioni mentre le fasi rialziste vengono supportate da esigui scambi dall'andamento decrescente, con una liquidità che non rientra nel mercato ma resta a margine anche per via dei rischi associati agli impieghi alternativi come il reddito fisso.

Con l'aumento della volatilità le piazze azionarie scoprono improvvisamente (ribassi settimanali medi del 4% con punte dell'11% per le emergenti) un'eccessiva avversione al rischio da parte di investitori pressati dal ritorno dell'inflazione e dal caro tassi. Perché il pretesto resta sempre quello macro di una politica monetaria pronta a rinunciare alla sua pausa di riflessione per seguire i reali sviluppi sul fronte dell'inflazione e delle materie prime.

## Bolla high-tech

L'analisi del comportamento dei diversi settori nelle attuali fasi Orso conferma l'handicap dei titoli tecnologici ed il maggior rischio ad essi associato. Il Nasdaq appare infatti penalizzato dalla mancata risposta degli utili aziendali e registra ribassi accentuati rispetto allo S&P500 o al Dow Jones (cfr. secondo grafico).



Indici	23-mag-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	27.506	<b>-4,80</b>	-8,10	<b>13,70</b>	30.073 del 09-mag-06	24.137 del 24-mag-05
MIB 30	35.896	<b>-4,42</b>	-7,73	<b>13,25</b>	39.007 del 09-mag-06	31.623 del 24-mag-05
EURO STOXX50	3.620	<b>-2,95</b>	-6,90	<b>17,89</b>	3.891 del 09-mag-06	3.060 del 25-mag-05
CAC 40 Parigi	4.932	<b>-2,95</b>	-6,11	<b>19,74</b>	5.312 del 09-mag-06	4.100 del 25-mag-05
DAX 30 Francoforte	5.678	<b>-2,96</b>	-6,83	<b>28,85</b>	6.141 del 09-mag-06	4.390 del 25-mag-05
FTSE 100 Londra	5.679	<b>-2,86</b>	-7,40	<b>13,81</b>	6.133 del 21-apr-06	4.964 del 31-mag-05
IBEX 35 Madrid	11.161	<b>-3,75</b>	-6,32	<b>18,77</b>	12.083 del 09-mag-06	9.351 del 25-mag-05
SMI Zurigo	7.572	<b>-3,99</b>	-6,44	<b>25,40</b>	8.122 del 09-mag-06	6.080 del 24-mag-05
AEX Amsterdam	440	<b>-2,55</b>	-8,04	<b>20,08</b>	478 del 21-apr-06	365 del 31-mag-05
OMX Stoccolma	307	<b>-5,58</b>	-10,75	<b>26,52</b>	345 del 03-apr-06	242 del 25-mag-05
RTS Mosca	1.407	<b>-11,22</b>	-12,98	<b>117,80</b>	1.750 del 05-mag-06	667 del 30-mag-05
ISE 100 Istanbul	37.235	<b>-9,28</b>	-17,39	<b>53,05</b>	47.729 del 27-feb-06	24.054 del 26-mag-05
India BSE Nat. Bombay	5.574	<b>-9,26</b>	-10,47	<b>58,69</b>	6.555 del 10-mag-06	3.529 del 24-mag-05
DOW JONES	11.098	<b>-2,82</b>	-2,20	<b>5,46</b>	11.643 del 10-mag-06	10.215 del 21-ott-05
S&P 500	1.257	<b>-2,75</b>	-4,17	<b>5,25</b>	1.326 del 05-mag-06	1.177 del 13-ott-05
NASDAQ	2.159	<b>-3,16</b>	-7,86	<b>4,96</b>	2.371 del 19-apr-06	2.037 del 12-ott-05
NIKKEI 225	15.599	<b>-3,46</b>	-10,37	<b>39,79</b>	17.563 del 07-apr-06	11.014 del 25-mag-05
TOPIX	1.579	<b>-3,99</b>	-10,09	<b>38,81</b>	1.784 del 07-apr-06	1.124 del 26-mag-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	36.110	<b>-8,39</b>	-9,21	<b>49,13</b>	41.979 del 09-mag-06	24.422 del 08-lug-05
IPC BOLSA Mexico	19.085	<b>-8,47</b>	-5,40	<b>46,47</b>	21.823 del 09-mag-06	12.964 del 31-mag-05
ASX Sidney	4.966	<b>-3,90</b>	-4,50	<b>23,40</b>	5.318 del 11-mag-06	4.047 del 25-mag-05
HANGSENG Hong Kong	15.865	<b>-3,22</b>	-6,19	<b>15,81</b>	17.302 del 08-mag-06	13.562 del 25-mag-05
STRAITS Singapore	2.430	<b>-3,35</b>	-6,68	<b>11,77</b>	2.660 del 03-mag-06	2.153 del 26-mag-05
KOSPI 200 Seul	172,8	<b>-3,47</b>	-8,19	<b>40,62</b>	190,2 del 11-mag-06	121,4 del 25-mag-05
SE BS Shanghai	95,2	<b>-4,31</b>	0,56	<b>41,84</b>	101,4 del 15-mag-06	51,3 del 21-lug-05



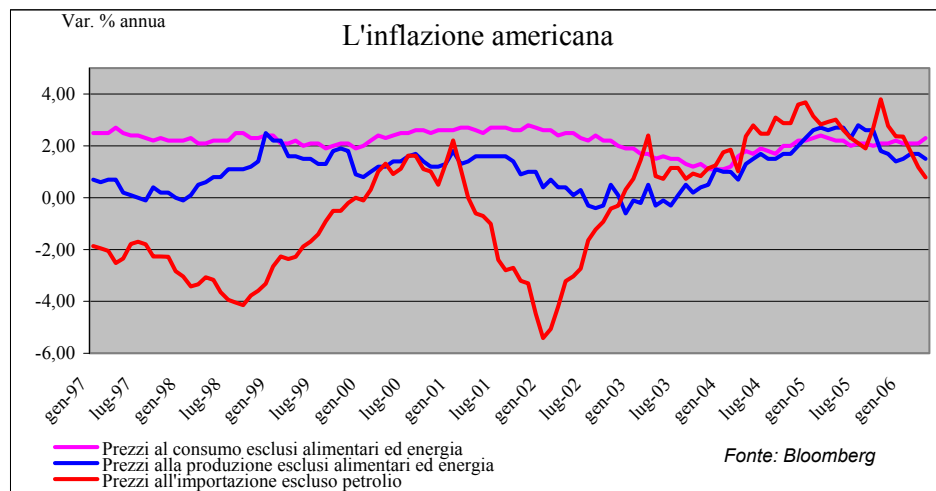
## Le previsioni su tassi e cambi

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

- Negli Stati Uniti il futuro della politica monetaria appare incerto. L'indice dei prezzi al consumo e il grado di utilizzo della capacità produttiva descrivono un contesto inflazionistico da seguire con attenzione. Nel contempo le componenti meno volatili dei prezzi alla produzione e di quelli all'importazione hanno evidenziato un'attenuazione delle pressioni. Entro l'estate la Fed potrebbe interrompere la manovra di aumento dei tassi al fine di comprendere i reali effetti delle passate manovre sull'economia.
- Nell'area dell'euro l'inflazione ha conosciuto una brusca accelerazione ad aprile. Con un'economia in rafforzamento e un contesto inflazionistico reso ancor più complesso dall'eccesso di liquidità presente nel sistema appare probabile che la Bce prosegua la manovra di graduale aumento dei tassi nel corso del 2006.

### Stati Uniti, verso una pausa di riflessione per la Fed

L'economia americana appare in buona forma. I principali indicatori di fiducia confermano tale scenario mantenendosi nel complesso su valori in linea con quelli dello scorso anno. Rimane, comunque, probabile che nel corso del 2006 si possa assistere ad un graduale e moderato rallentamento della fase di sviluppo anche a causa del minor sostegno fornito da un mercato immobiliare che potrebbe apparire meno effervescente di quello conosciuto nel 2005.



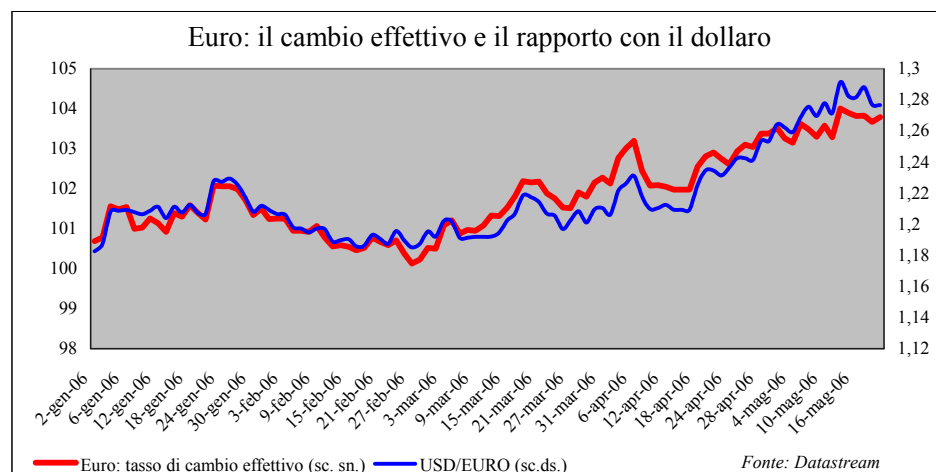
Negli Stati Uniti, in occasione del FOMC di maggio la Fed, oltre ad aumentare il tasso di riferimento al 5%, ha enfatizzato l'importanza dell'analisi dei fondamentali dell'economia per la formulazione della propria politica. Data l'esigenza di comprendere gli effetti dei passati aumenti è stata in questo modo lasciata aperta la porta a tutte le soluzioni rendendo, quindi, più difficile prevedere l'evoluzione dei tassi. Gli ultimi dati sull'inflazione americana hanno aumentato l'incertezza. Ad aprile il livello generale dei prezzi è cresciuto dello 0,6% m/m portando la variazione annua al 3,5%. Senza dubbio la componente energetica ha penalizzato il dato complessivo ma l'attenzione è stata focalizzata sull'indice core cresciuto del 2,3% a/a, dal precedente 2,1%. Il contesto inflazionistico richiede, quindi, particolare attenzione. Preoccupa il rischio che le

tensioni si possano trasferire sulle componenti meno volatili divenendo conseguentemente più strutturali anche a causa dell'elevato tasso di utilizzo della capacità produttiva. Ma, guardando al contesto inflazionistico nel suo complesso appare ancora probabile che la Fed possa entro l'estate interrompere la manovra di aumento dei tassi per comprendere a fondo lo stato dell'economia. Infatti, le informazioni provenienti da altri indicatori attenuano parzialmente le preoccupazioni. Nei primi quattro mesi dell'anno le componenti meno volatili relative sia ai prezzi alla produzione che a quelli all'import hanno conosciuto variazioni annue medie inferiori a quelle riferite all'intero 2005.

### Bce, tassi di interesse verso l'alto con un occhio rivolto al cambio

L'economia dell'area euro appare orientata verso un rafforzamento della ripresa. I dati relativi ai primi mesi dell'anno confermano le indicazioni fino ad ora estrapolate dai principali indicatori di fiducia. Positivi sono apparsi i segnali provenienti dalla domanda interna. La crescita tedesca nel I trimestre, pari allo 0,4% t/t, è stata trainata oltre che dalle esportazioni nette anche dai consumi che, dopo la contrazione degli ultimi tre mesi dello scorso anno, sono aumentati dello 0,6%. Anche l'economia francese ha visto un incremento della spesa delle famiglie che ha sostenuto la crescita risultata pari allo 0,5% t/t. La solidità della domanda interna francese è stata confermata anche dalla spesa per consumi che ha accelerato ad aprile con un ritmo di crescita annuo superiore al 4%.

L'inflazione nell'area dell'euro ha conosciuto una brusca accelerazione ad aprile. L'indice generale dei prezzi è cresciuto dello 0,7% m/m con un incremento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente del 2,4%. Il dato complessivo è stato penalizzato in particolare dall'energia, che continua a crescere a ritmi annui superiori al 10%, e dalla componente abbigliamento che ha pesato sull'evoluzione dell'indice core cresciuto dell'1,5% a/a. Nell'area euro permangono preoccupazioni per l'evoluzione dell'inflazione confermate anche dalla dinamica dei prezzi alla produzione. Una crescita economica che appare in fase di consolidamento combinata con una quantità di liquidità in circolazione che rimane eccessiva richiedono, infatti, un'attenta vigilanza.



Nel corso del 2006 la Bce dovrebbe, quindi, proseguire la manovra di graduale aumento dei tassi iniziando già dalla prossima riunione di giugno. La politica monetaria sarà ovviamente influenzata dall'evoluzione dello scenario economico. Particolare importanza assume l'analisi dell'andamento dei mercati valutari. Un eventuale forte apprezzamento del cambio produrrebbe effetti simili a quelli di una politica economica restrittiva. L'analisi non deve, però, essere focalizzata

esclusivamente sul rapporto con il dollaro. È infatti necessario considerare l'andamento del cambio effettivo che, tenendo conto dei rapporti commerciali, è più indicativo delle reali ripercussioni che si potrebbero avere sulla crescita dell'area euro. Da inizio 2006 i mercati valutari hanno prevalentemente conosciuto un indebolimento del dollaro che nei confronti della valuta comune è risultato pari a circa l'8%. Il rafforzamento registrato dal cambio effettivo dell'euro si è, invece, fermato intorno al 3%.

### Regno Unito, incertezza sul futuro della politica monetaria

Secondo l'*Inflation Report* di maggio della Banca d'Inghilterra (BoE) la crescita del Regno Unito dovrebbe proseguire su ritmi in linea con le medie di lungo periodo. Il rallentamento previsto per la spesa pubblica dovrebbe essere compensato dai consumi, dagli investimenti e dalla componente estera. Il profilo descritto per la crescita appare leggermente più debole rispetto all'elaborazione di febbraio. Sul fronte dei prezzi, secondo BoE l'inflazione dovrebbe leggermente accelerare nel breve termine per poi posizionarsi intorno all'obiettivo del 2%. Dalla lettura dell'*Inflation Report* si nota, comunque, come permangano dubbi sulla correttezza del livello centrale previsto per la crescita dei prezzi. I verbali della riunione di maggio confermano la pluralità di visioni all'interno del comitato di politica monetaria. La votazione ha visto, infatti, sei voti a sostegno del mantenimento del tasso di riferimento al 4,5%, uno a favore di un taglio dello 0,25% ed uno per un immediato aumento della stessa entità.

### Giappone, la moderata espansione sostiene i prezzi

L'economia giapponese è cresciuta oltre le attese nel I trimestre del 2006. Il Pil è aumentato dello 0,5% t/t grazie al robusto contributo della domanda interna trainata in particolare dai consumi e dagli investimenti privati. L'apporto della componente estera è, invece, risultato praticamente nullo. Nell'anno fiscale 2005 il Giappone è cresciuto complessivamente intorno al 3%. Nel rapporto mensile la Banca del Giappone ha sottolineato come le prospettive rimangano positive con l'economia attesa espandersi moderatamente. La crescita dovrebbe gradualmente superare lo sviluppo potenziale stimolando l'incremento dei prezzi al consumo. I dati relativi ai primi mesi sono apparsi in linea con tale orientamento. La produzione industriale nel periodo gennaio-marzo è cresciuta ad un ritmo medio annuo superiore al 3%. L'indice dei prezzi al consumo esclusi gli alimentari freschi ha registrato negli ultimi mesi variazioni tendenziali positive.

	dati storici		23/05/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	106,7	117,9	111,3	109,0	108,0
dollaro-euro	1,269	1,194	1,285	1,295	1,330
yen-euro	135,5	140,7	143,1	141,2	143,6
sterlina-euro	0,684	0,683	0,682	0,698	0,720
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	3,27	4,76	5,21	5,30	5,00
euro	2,13	2,60	2,90	3,10	3,50
yen	0,05	0,07	0,20	0,25	0,40
sterlina	4,89	4,58	4,71	4,80	5,00
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,15	4,60	5,07	5,30	5,00
Germania	3,33	3,48	3,94	4,20	3,90
Giappone	1,26	1,56	1,81	2,30	2,00
Italia	3,50	3,70	4,26	4,54	4,19
Gran Bretagna	4,62	4,17	4,63	4,78	4,50

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

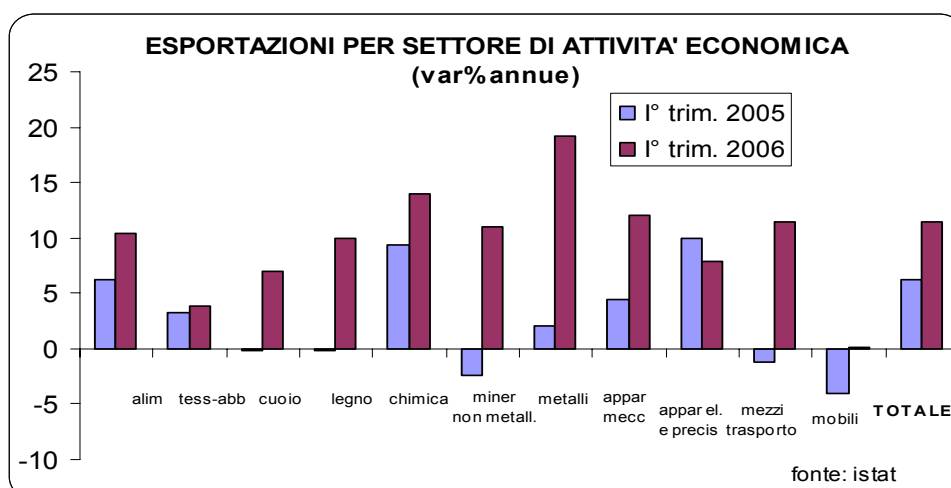
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

- Prosegue anche a marzo la crescita delle variazioni tendenziali per entrambi i flussi commerciali dell'Italia, con una maggiore intensità per le importazioni. Nel primo trimestre 2006, il saldo della bilancia commerciale è stato pari al doppio (circa 9 miliardi) rispetto allo stesso periodo del 2005.
- Il dato sugli ordinativi del mese di marzo continua a fornire indicazioni positive sul futuro andamento del ciclo dell'attività produttiva in Italia. La componente estera, che pesa poco più del 30% sul totale degli ordini, si conferma quella più dinamica, con un incremento (15,7%) più che doppio rispetto a quello relativo alle commesse provenienti dall'interno (6,3%).

### Le esportazioni riprendono vigore in tutti i comparti produttivi

I flussi commerciali dell'Italia hanno proseguito in marzo la serie delle variazioni tendenziali positive, ininterrotte da oltre un anno, con una maggiore intensità per quanto riguarda le importazioni. Il saldo è risultato negativo e in misura superiore rispetto a quello dello stesso mese del 2005. Nel primo trimestre di quest'anno, le esportazioni sono cresciute complessivamente dell'11,4%; le importazioni del 17,1%. Il deficit della bilancia commerciale ha superato di poco i 9 miliardi di euro, contro i 4,5 circa del corrispondente periodo del 2005. Ha pesato in modo determinante la componente energetica, con una quota sul totale delle importazioni superiore al 16%. L'import di greggio e gas naturale è stato pari a circa 13,4 miliardi di euro, oltre il 62% in più rispetto al primo trimestre dello scorso anno.

Nello stesso periodo, il saldo della bilancia commerciale al netto dei prodotti energetici è risultato positivo per oltre 4 miliardi, circa 700 in più rispetto a un anno prima. E' un segnale particolarmente incoraggiante per il nostro export, che testimonia come quasi tutti i settori abbiano evidenziato incrementi tendenziali maggiori rispetto a quelli registrati nei primi tre mesi del 2005. In particolare evidenza, i prodotti alimentari (+10,4% contro 6,3 dello scorso anno), le calzature e prodotti in cuoio (+7% a fronte di un -0,2%), i prodotti in metallo (+19,2% contro 2,1% di un anno prima), gli apparecchi meccanici (+12% contro il 4,4%) e i mezzi di trasporto (+11,4% a fronte di una flessione dell'1,2%). Incrementi significativi negli acquisti di prodotti italiani sono venuti dai tre principali partners commerciali dell'Italia, Germania, Francia e Stati Uniti, che insieme assorbono un terzo del totale dell'export italiano.

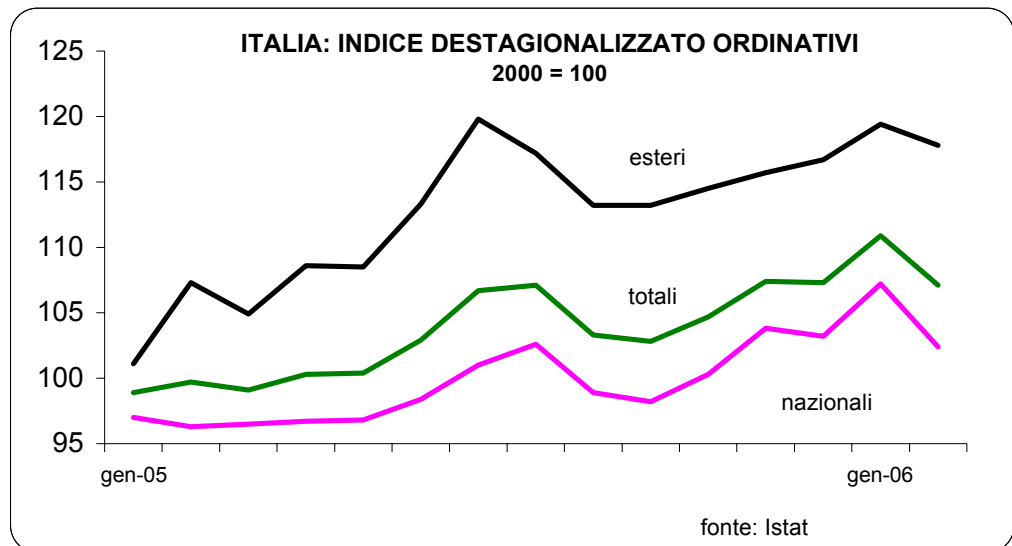


### Gli ordinativi esteri si confermano i più dinamici

Il dato sugli ordinativi del mese di marzo continua a fornire indicazioni positive sul futuro andamento del ciclo dell'attività produttiva in Italia. Rispetto a marzo dello scorso anno, gli ordini all'industria totali sono cresciuti di oltre il 9%, anche se il dato destagionalizzato mostra una flessione del 3,4% rispetto al mese di febbraio. La componente estera, che pesa poco più del 30% sul totale degli ordini alle imprese, si conferma quella più dinamica, con un incremento (15,7%) più che doppio rispetto a quello delle commesse interne (6,3%). Analizzando la dinamica degli ordinativi negli ultimi mesi, è possibile osservare come la diversa velocità di crescita delle due componenti (nazionale ed estera) parta dall'inizio del 2005. Da allora, il livello degli ordini esteri è aumentato di oltre il 16%, a fronte di un incremento del 6% di quelli nazionali.

Guardando agli ultimi tre mesi, si osserva come buoni risultati siano emersi dal comparto dei beni strumentali e dell'energia, ma anche da quei settori tradizionali del *made in Italy* che nel recente passato avevano maggiormente sofferto. Lo stesso comparto del tessile e dell'abbigliamento ha mostrato, tra gennaio e marzo 2006, una variazione tendenziale media degli ordini del 6,5%, mentre ancora più consistente è risultata la crescita nel settore delle calzature (+20,7%) Incrementi compresi tra il 15 e il 20% sono stati registrati dal comparto dei prodotti in metallo e da quello degli apparecchi elettrici e di precisione.

Buoni sono risultati anche i dati sul fatturato. A marzo è stata registrata una variazione tendenziale del 14,5%, la più elevata dal gennaio 2001. Nei primi tre mesi del 2006, il fatturato totale è aumentato di oltre il 20% per i beni energetici, di circa il 15% per i beni strumentali e di poco più dell'8% per quelli di consumo. Anche i mezzi di trasporto hanno segnato un incremento tendenziale di poco superiore al 20% nella media del trimestre.



## 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

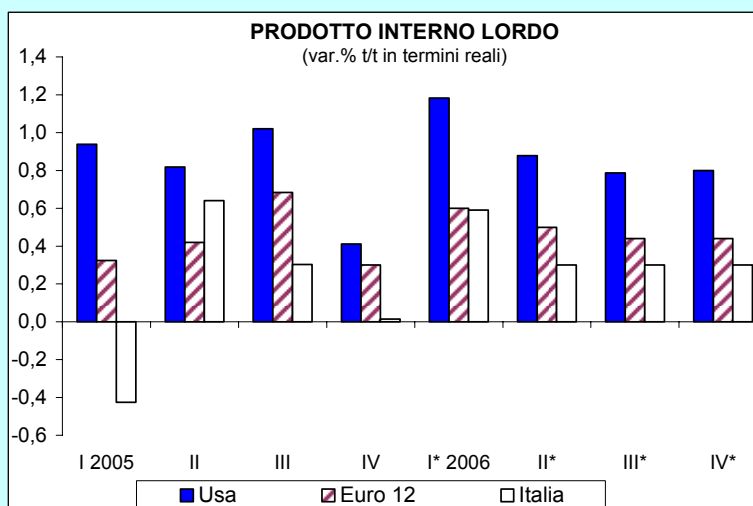
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,3	1,7	2,8	1,3	2,4	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,6	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0

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

\* Previsioni

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



## Le previsioni sui prezzi

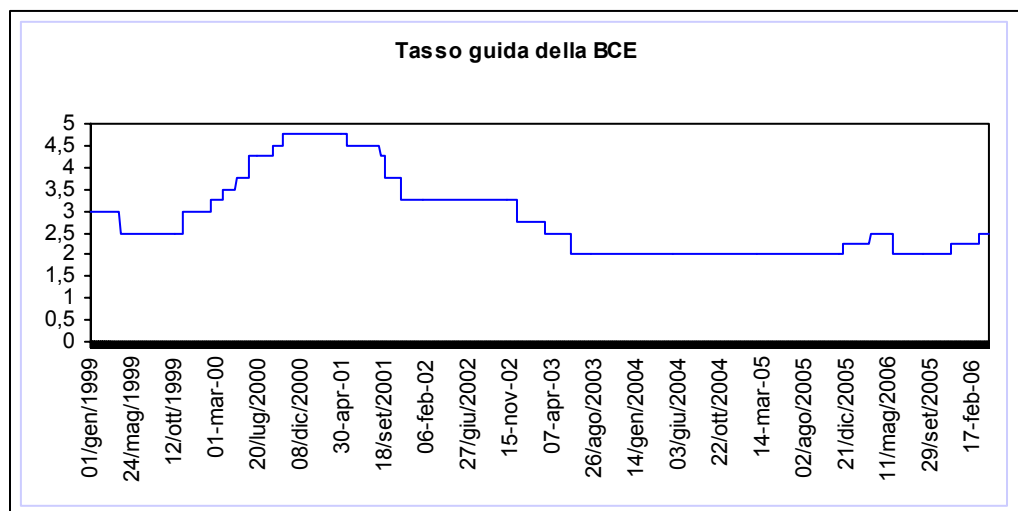
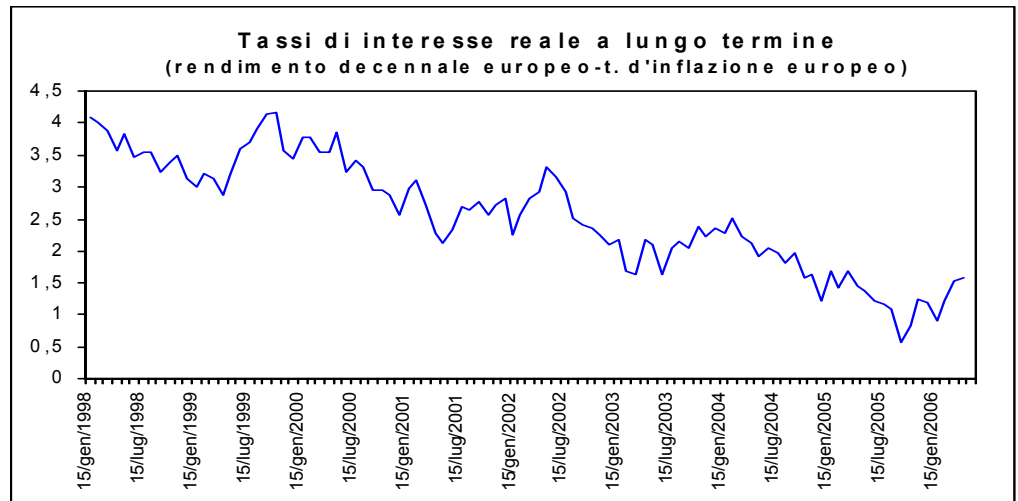
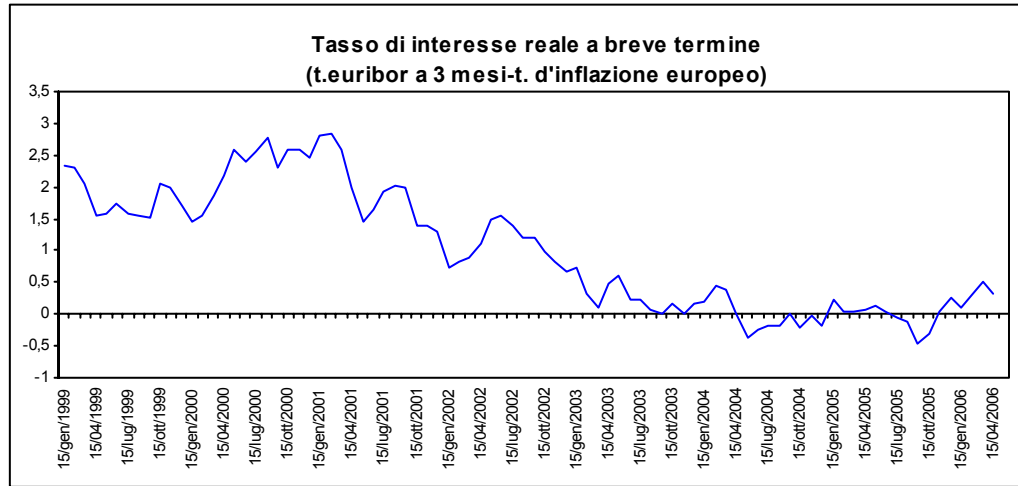
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	<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	98,5	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	102,2	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>													
	<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	0,4	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>													
	<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	2,4	2,4	2,3	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4
2007	2,3	2,4	2,4	2,2	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>													
	<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	102,6	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>													
	<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	-0,1	-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>													
	<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	2,5	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>													
	<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	130,5	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>													
	<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	0,0	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>													
	<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	2,2	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

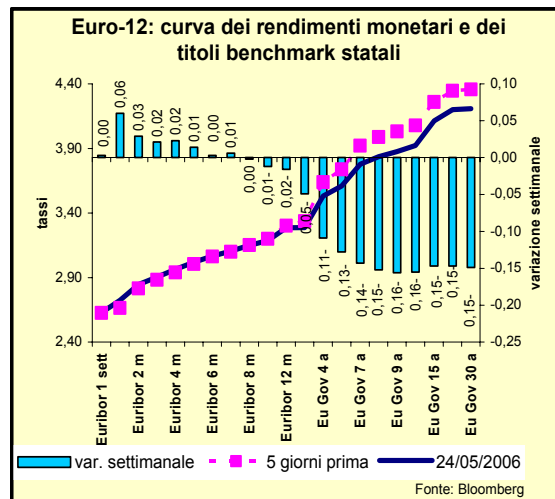
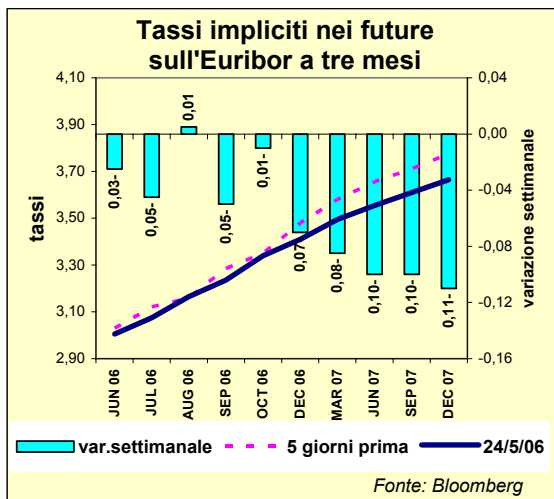


Fonte: Datastream.



## Panorama Tassi & Euro

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

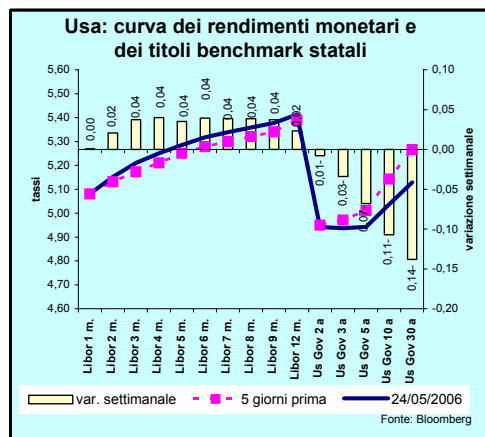
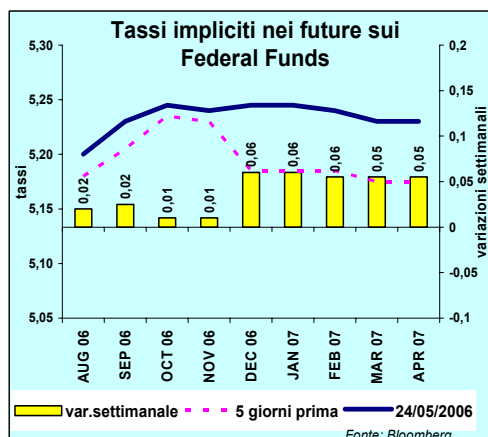


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	23/5/06	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,284	1,282	1,232	1,255	1,263	1,179	0,2	4,3	2,3	1,7	8,9
Canada	1,433	1,426	1,401	1,585	1,623	1,800	0,4	2,3	-9,6	-11,7	-20,4
Australia	1,700	1,682	1,662	1,660	1,680	1,910	1,0	2,2	2,4	1,2	-11,0
Nuova Zelanda	2,061	2,063	1,950	1,773	1,924	2,223	-0,1	5,7	16,2	7,1	-7,3
Giappone	143,0	141,3	144,4	135,5	135,1	133,7	1,2	-0,9	5,6	5,9	7,0
Cina	10,25	10,28	9,91	10,40	10,39	9,76	-0,3	3,4	-1,5	-1,4	5,0
Argentina	3,942	3,904	3,771	3,631	3,699	1,180	1,0	4,5	8,5	6,6	234,1
Svizzera	1,552	1,553	1,576	1,547	1,558	1,617	-0,1	-1,5	0,3	-0,4	-4,0
Regno Unito	0,682	0,681	0,692	0,686	0,705	0,711	0,1	-1,5	-0,6	-3,2	-4,1
Svezia	9,310	9,399	9,308	9,180	9,080	9,470	-0,9	0,0	1,4	2,5	-1,7
Danimarca	7,456	7,456	7,462	7,449	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
Norvegia	7,823	7,836	7,843	8,113	8,414	8,855	-0,2	-0,3	-3,6	-7,0	-11,7
Cipro	0,575	0,575	0,576	0,577	0,586	0,582	0,0	-0,2	-0,3	-1,9	-1,3
Repubblica Ceca	28,22	28,31	28,44	30,35	32,41	35,11	-0,3	-0,8	-7,0	-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	262,2	262,8	265,6	252,5	262,5	251,5	-0,2	-1,3	3,9	-0,1	4,3
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	37,77	37,54	37,17	39,04	41,17	42,99	0,6	1,6	-3,3	-8,3	-12,2
Slovenia	239,6	239,7	239,6	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,7
Polonia	3,9405	3,911	3,884	4,180	4,702	4,071	0,8	1,4	-5,7	-16,2	-3,2
Russia	34,68	34,68	33,91	35,28	36,89	25,32	0,0	2,3	-1,7	-6,0	36,9
<b>EURO</b>	92,9	92,8	92,6	92,0	92,8	93,3	0,2	0,4	1,1	0,1	-0,4

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
	23/5/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,125	1,107	1,138	1,258	1,293	1,598	-1,6	1,1	11,8	14,9	42,0
Australia (*)	0,751	0,767	0,744	0,759	0,753	0,516	-2,1	0,9	-1,1	-0,3	45,6
Nuova Zelanda (*)	0,622	0,626	0,634	0,711	0,656	0,425	-0,7	-1,9	-12,5	-5,2	46,3
Giappone	112,2	109,7	116,5	107,7	107,2	131,8	-2,2	3,9	-4,0	-4,4	17,6
Corea del Sud	950	940	948	1.005	1.198	1.320	-1,0	-0,3	5,8	26,1	39,0
Filippine	52,74	52,38	51,63	54,71	55,54	51,60	-0,7	-2,1	3,7	5,3	-2,2
Indonesia	9.253	9.198	8.884	9.467	8.418	10.370	-0,6	-4,0	2,3	-9,0	12,1
Singapore	1,583	1,574	1,595	1,659	1,700	1,849	-0,5	0,8	4,8	7,4	16,8
Thailandia	38,28	38,01	37,83	40,03	39,61	44,05	-0,7	-1,2	4,6	3,5	15,1
Cina	8,02	8,00	8,02	8,28	8,28	8,28	-0,3	-0,1	3,1	3,1	3,1
India	45,39	45,08	45,07	43,48	45,63	48,27	-0,7	-0,7	-4,2	0,5	6,3
Argentina	3,07	3,04	3,06	2,89	2,94	1,00	-0,9	-0,4	-6,1	-4,3	-67,6
Brasile	2,29	2,13	2,12	2,43	2,89	2,30	-6,9	-7,4	5,9	26,2	0,2
Cile	529,7	518,8	515,4	582,4	593,0	646,3	-2,0	-2,7	10,0	12,0	22,0
Colombia	2,494	2,413	2,339	2,326	2,780	2,297	-3,2	-6,2	-6,7	11,5	-7,9
Messico	11,18	11,05	11,08	10,95	11,24	9,11	-1,2	-0,9	-2,0	0,5	-18,5
Perù	3,26	3,27	3,31	3,25	3,46	3,44	0,2	1,5	-0,2	6,1	5,5
Uruguay	23,93	23,85	24,05	24,58	29,32	14,75	-0,3	0,5	2,7	22,5	-38,3
Venezuela	2,612	2,570	2,511	2,584	2,852	759	-1,6	-3,9	-1,1	9,2	-70,9
Israele	4,50	4,45	4,56	4,38	4,39	4,48	-1,0	1,4	-2,7	-2,4	-0,4
Sud Africa	6,64	6,37	5,98	6,53	6,62	12,37	-4,0	-9,9	-1,5	-0,2	86,4
Turchia	1,5209	1,4519	1,3256	1,3856	1,3966	1,4298	-4,5	-12,8	-8,9	-8,2	-6,0
Area dell'Euro (*)	1,284	1,282	1,232	1,255	1,263	0,904	0,2	4,3	2,3	1,7	42,1
Regno Unito (*)	1,876	1,888	1,783	1,829	1,786	1,439	-0,6	5,2	2,6	5,1	30,4
Svizzera	1,212	1,207	1,274	1,232	1,239	1,650	-0,4	5,1	1,6	2,2	36,1
Danimarca	5,83	5,80	6,05	5,93	5,91	8,28	-0,6	3,7	1,6	1,3	42,1
Norvegia	6,09	6,11	6,37	6,47	6,68	8,87	0,4	4,5	6,1	9,6	45,5
Svezia	7,30	7,31	7,56	7,30	7,18	10,28	0,2	3,5	0,0	-1,7	40,8
Russia	27,10	26,92	27,47	27,97	29,45	30,14	-0,7	1,4	3,2	8,7	11,2
Polonia	3,11	3,02	3,14	3,33	3,73	3,96	-2,9	1,1	7,0	20,1	27,3
Repubblica Ceca	21,98	22,09	23,09	24,19	25,65	35,27	0,5	5,0	10,0	16,7	60,5
Ungheria	206,2	204,4	213,8	201,1	209,3	272,9	-0,9	3,7	-2,5	1,5	32,3
<b>DOLLARO USA</b>	<b>91,3</b>	<b>90,8</b>	<b>94,9</b>	<b>93,9</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-25,2</b>
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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

## Il calendario della settimana economica (dal 24 al 30/5/2006)

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

Giorno	Eventi
Mercoledì 24	Giappone: verbali della riunione di politica monetaria Stati Uniti: discorso di Kroszner della Federal Reserve Stati Uniti: discorso di Olsen della Federal Reserve
Giovedì 25	Area Euro: discorso di Papademos della BCE
Venerdì 26	Area Euro: discorso di Trichet e Tumpel Gugerell della BCE
Sabato 27	Stati Uniti: discorso di Yellen

### Unione Europea

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 24	Germania	IFO	maggio	105,9	105,6
	Germania	Prezzi import	aprile	5,5% a/a	6,9 a/a
Giovedì 25	Italia	Fiducia delle imprese	maggio	96,1	95,6
		Bilancia commerciale (non EU)	aprile	-1,4 mld	-1,6 mld
		Vendite al dettaglio	marzo	1,5% a/a	1,1% a/a
Venerdì 26	Regno Unito	Pil (2 stima)	I tr. 06	0,6%tt;1,8%a/a	0,6%tt;2,2%a/a
	Germania	Vendite al dettaglio	aprile	-2,7% m/m; -1,2% a/a	1,5% m/m; 0,5% a/a
		Prezzi al consumo armonizzati	maggio	0,4% m/m; 2,3% a/a	0,2% m/m; 2,1% a/a
	Italia	Salari contrattuali	aprile	2,7% a/a	2,7% a/a

### Stati Uniti e Giappone

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 24	Stati Uniti	Ordinativi, beni durevoli	aprile	6,4% m/m	-0,5% m/m
		Ordinativi, beni durevoli (ex trasp.)	aprile	3,3% m/m	0,5% m/m
		Vendite di nuove case	aprile	1,2 mln	1,1 mln
Giovedì 25	Giappone	Bilancia commerciale	aprile	970,4 mld di yen	800 mld di yen
	Stati Uniti	Pil (2 stima) trim. ann.	I tr. 06	1,7	5,8
		Richieste sussidio disoccupaz.	20 maggio	367.000	315.000
Venerdì 26		Vendite case esistenti	aprile	6,9 mln	6,7 mln
	Giappone	Prezzi al consumo (naz.) (ex al. fr.)	aprile	0,5% a/a	0,5% a/a
		Prezzi consumo (Tokyo) (ex al.fr.)	maggio	0,3% a/a	0,3% a/a
		Spesa per consumi (nominale)	aprile	0,6% m/m	0,6% m/m
	Stati Uniti	Deflatore consumi (core)	aprile	2,0% a/a	2,1% a/a
		Consumi, deflatore	aprile	2,9% a/a	2,9% a/a
		Redditi delle famiglie	aprile	0,5% m/m	0,7% m/m
Martedì 30	Stati Uniti	Indice fiducia Univ. Michigan	maggio	79	79
		Indice fiducia consumatori	maggio	109,6	101