

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto, 119
00187 Roma

Autorizzazione del
Tribunale di Roma
n. 159/2002
del 9/4/2002

Le opinioni espresse
non impegnano la
responsabilità
della Banca

fOCUS

settimanale del
Servizio Studi BNL

24
2006

21 giugno 2006

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

Proiezioni della BCE	2005	2006	2007
Confronto tra le proiezioni di marzo e di giugno 2006 (Variazioni % - medie annue)			
Pil in termini reali - marzo 2006	1,4	1,7-2,5	1,5-2,5
Pil in termini reali - giugno 2006	1,4	1,8-2,4	1,3-2,3
Prezzi al consumo - marzo 2006	2,2	1,9-2,5	1,6-2,8
Prezzi al consumo - giugno 2006	2,2	2,1-2,5	1,6-2,8

- **Editoriale** – Dati fuori linea, ambiguità nei processi di comunicazione e i margini di manovra consentiti dal permanere di un'ampia liquidità: alcune ipotesi per spiegare la recente volatilità dei mercati finanziari internazionali
- **Pagina 4** – Le grandi banche globali crescono, ma ci sono differenze tra l'esperienza europea e quella americana. In Europa le banche rimangono saldamente al centro del sistema finanziario mentre negli USA ne costituiscono solo una componente. Opportunità e sfide che derivano dalla crescita dimensionale e internazionale dei protagonisti mondiali del credito.
- **Pagina 13** – Commercio con l'estero, ordinativi e fatturato dell'industria: i nuovi dati sull'economia italiana nel primo quadrimestre del 2006.

Editoriale: Quando i mercati oscillano

Nelle ultime settimane significative oscillazioni sono state registrate dai prezzi delle azioni, dai prezzi dei titoli, dal prezzo dell'oro. In alcuni momenti tutti e tre i corsi delle principali forme di investimento finanziario sono sembrati puntare parallelamente al ribasso. Salvo poi riprendere andamenti fisiologicamente più differenziati. Così, ad esempio, nelle due settimane comprese tra il 5 e il 19 giugno abbiamo visto il prezzo dell'oro scendere da 641 a 574 dollari l'oncia, il rendimento sul T-Bond americano a 10 anni salire dal 5,02% al 5,14% con un corrispondente calo del relativo prezzo, l'indice Dow Jones scendere da 11.049 a 10.942.

L'incremento della volatilità dei principali mercati deriva, nell'interpretazione prevalente dei commentatori, da un'infausta miscela. Da un lato, c'è stata l'uscita di alcuni dati macroeconomici lievemente peggiori del previsto. Ad esempio, sul fronte dell'inflazione americana la crescita in maggio dell'indice "core" dei prezzi al consumo è risultata pari allo 0,3% contro un atteso 0,2%. Dall'altra parte, c'è la confusione ingenerata sul mercato da alcune ambiguità nell'interpretazione di recenti interventi pubblici delle massime autorità monetarie americane. E così accaduto che il Dow Jones perdesse 199 punti il 5 giugno dopo l'intervento del professor Bernanke all'International Monetary Conference di Washington e ne recuperasse 198 il 15 giugno a valle del discorso tenuto dal Presidente della Fed all'Economic Club di Chicago.

Sorprese statistiche ed errori di comunicazione. Sono spiegazioni plausibili. Ma un terzo, potente, elemento per spiegare la volatilità del mercato è rappresentato dalla cospicua liquidità di cui godono gli operatori. La disponibilità di abbondante moneta e di credito a buon mercato consente e amplifica le oscillazioni dei corsi delle attività oggetto di continui investimenti e disinvestimenti. Fornisce combustibile al mercato contiguo dei derivati che, a livello mondo, ha raggiunto nel 2005 una consistenza di circa 58 miliardi di dollari. Sostiene l'agire degli "hedge fund" i cui investimenti non risultano sempre alternativi alle correnti prevalenti di acquisti e vendite. Come succede in natura così accade sui mercati. E' dove c'è molta acqua che si formano le grandi onde, negli oceani più che nei mari chiusi. Il prossimo 26 giugno la Banca dei regolamenti internazionali pubblicherà il proprio rapporto annuale. Sarà l'occasione anche per approfondire ulteriormente la relazione tra liquidità e mercati.

Parlando di moneta, più di uno spunto di interesse ci viene anche offerto dal recente Bollettino economico di giugno pubblicato dalla BCE. Testualmente, l'editoriale del bollettino avverte che "l'ulteriore accelerazione della moneta e del credito in un contesto di abbondante liquidità segnala l'intensificarsi dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi su orizzonti temporali più lunghi." I soliti moniti teorici? Non esattamente. Infatti, alcuni interessanti approfondimenti nelle pagine interne della pubblicazione della BCE illustrano come le misure di gap monetario abbiano raggiunto attualmente delle soglie di allerta. Di cosa si tratta? In pratica, il gap monetario misura quanta moneta in più è stata accumulata nell'area dalla nascita dell'euro rispetto a quella crescita annua del 4,5% che avrebbe comunque ampiamente soddisfatto le esigenze di liquidità connesse all'effettiva espansione dell'economia. Il riferimento è all'aggregato monetario M3 che è dato dalla somma della moneta circolante, dei depositi, delle quote di fondi comuni monetari e di titoli e obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni. Bene, a sei anni e mezzo dall'avvio dell'euro il sovrappiù di moneta è quantificabile in un 12% della consistenza totale dell'aggregato M3 in termini nominali e in un 6% del valore deflazionato per l'incremento dei prezzi al

consumo. Parliamo di qualcosa che in termini nominali ammonta a circa 900 miliardi di euro. Non è poco. Si tratta di un nuovo massimo.

La moneta conta, soprattutto quando un suo perdurante e consistente eccesso aumenta i rischi di eventuali pressioni sull'inflazione al consumo o può alimentare la dinamica rialzista dei prezzi delle attività, la cosiddetta "asset inflation". A contrastare questi rischi è orientata la politica di tutte le maggiori banche centrali attualmente impegnate in una delicata fase di drenaggio globale dei sovrappiù di liquidità.

Dati macroeconomici, stili di comunicazione, liquidità globale e locale: sono tre elementi su cui continuare a indirizzare l'attenzione per cercare di interpretare i movimenti del mercato. Specialmente in questa fase di fase di transizione e di volatilità¹.

Giovanni Ajassa

¹ Cfr. "Market volatility ... or volatility in the diagnosis" nel numero 24 del bollettino "EcoWeek" della Direzione Studi Economici di BNP Paribas disponibile all'indirizzo www.economic-research.bnpparibas.com

La crescita delle grandi banche globali: UE vs USA

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

- **Negli ultimi anni si è registrata tra gli operatori bancari una forte tendenza alla crescita dimensionale: la dimensione media dei dieci più importanti gruppi bancari al mondo è oggi quasi tre volte quella di dieci anni fa e dieci volte quella registrata a metà degli anni ottanta.**
- **Il processo di sviluppo dimensionale ha coinvolto banche appartenenti a tutte le principali aree economiche mondiali ma differenze si colgono soprattutto tra UE e USA.**
- **Le banche europee sono il nucleo centrale del sistema finanziario, mentre negli USA ne sono solo una componente importante. Il totale dell'attivo delle banche europee è, infatti, pari a due volte e mezzo il valore dei titoli di debito del settore privato sul mercato e a tre volte la capitalizzazione dei mercati di borsa del vecchio continente. Nel caso americano, invece, il totale attivo delle banche è pari a circa la metà dei due mercati appena ricordati.**

Nelle settimane scorse sono stati pubblicati due interessanti rapporti annuali sul sistema bancario internazionale. Si tratta di documenti molto diversi: il primo, predisposto da R&S (la società di studi e ricerche di Mediobanca), punta a fare un bilancio dell'evoluzione verificatasi negli ultimi anni; il secondo, a cura del settimanale inglese "The Economist", è, invece, come sua tradizione, orientato ad anticipare gli aspetti salienti della possibile evoluzione futura. Questo spiega l'ampio spazio riservato in quest'ultimo documento ai sistemi bancari cinese, indiano, russo e brasiliano. Malgrado le diverse finalità e malgrado siano ovviamente numerosi gli aspetti messi a fuoco, in entrambi i rapporti ampio spazio è dedicato alla crescita dimensionale dei maggiori operatori. Il documento di R&S ne ricostruisce le fasi più recenti mentre il rapporto del settimanale inglese si sofferma a lungo sulle criticità che essa potrebbe determinare nel prossimo futuro, fino a chiedersi se non si debba intervenire stabilendo qualche limite.

La crescita dimensionale: alcuni dati

Lo studio di R&S prende in considerazione un campione di 68 grandi gruppi bancari, 35 europei, 17 giapponesi, 16 statunitensi. Assumendo come riferimento il totale attivo, le prime e le seconde rappresentano orientativamente il 60% dei rispettivi sistemi bancari, mentre per le banche statunitensi la rappresentatività risulta intorno al 75%. I gruppi bancari italiani inclusi nel campione sono tre.

Nel periodo 1998 – 04 i gruppi bancari considerati hanno significativamente aumentato la loro dimensione media sia per effetto della crescita interna sia a seguito di operazioni di fusione e acquisizione. La crescita dimensionale si è verificata in tutte e tre le aree considerate ma in maggior misura negli Stati Uniti e in Europa. Tra il 1998 e il 2004, facendo riferimento agli aggregati in valuta locale, la dimensione media delle banche statunitensi è cresciuta di quasi il 160%, quella delle banche europee del 110%, mentre le banche giapponesi si sono fermate al 65% circa. L'aumento della dimensione media conseguito per via interna (cioè escludendo l'effetto delle fusioni e delle acquisizioni) è stato del 60% per le banche europee, del 53% per quelle statunitensi, mentre è risultato nullo per le banche giapponesi.

Lo sviluppo per linee esterne ha, quindi, costituito ovunque un fattore determinante nella crescita dimensionale dei gruppi bancari. Tra il 1998 e il 2004 si sono registrati 43 *mega-mergers*, dei quali 20 hanno riguardato le banche europee, 15 quelle statunitensi, 8 quelle giapponesi. Con la sola

eccezione dell'acquisizione nel 1999 di Bankers Trust da parte di Deutsche Bank, queste grandi operazioni hanno coinvolto gruppi appartenenti alla stessa area economica e sino al 2003, (con esclusione dei paesi scandinavi) gruppi dello stesso paese. In Giappone i tre gruppi bancari ora al vertice del sistema sono il risultato della fusione di 11 grandi gruppi.

I *mega - mergers* sono stati largamente realizzati attraverso scambi azionari. Più precisamente, quelli perfezionati da banche europee dal 1998 al 2004 prevedevano una quota dell'80% regolata nella forma di "carta contro carta". Nel caso delle banche americane la parte in contanti è stata pari ad appena lo 0,5%. L'unica operazione realizzata tra le due aree (la ricordata acquisizione di Bankers Trust da parte di Deutsche Bank) è stata anche la sola effettuata integralmente in contanti. Le fusioni tra banche giapponesi si sono svolte unicamente attraverso scambi azionari.

L'intenso processo di crescita realizzatosi in questi anni ha portato a un rilevante aumento delle quote di mercato. Tra il 1990 e il 2004 la quota di mercato dei primi cinque operatori è cresciuta di 28 punti percentuali in Italia, di 11 in Spagna, di 14 in Francia, di 16 nel Regno Unito, di 11 in Olanda. Il mercato europeo, comunque, risulta ancora il più frammentato: si può stimare che al suo interno il peso dei primi cinque gruppi è al 16% circa contro rispettivamente il 45% del Giappone e il 58% degli Stati Uniti.

Pur comune a tutte le aree considerate, l'intensificarsi delle operazioni di fusione e acquisizione ha cause molto diverse. Nel caso europeo la spinta principale è provenuta dall'adozione della moneta unica; in quello americano dall'abolizione delle norme che limitavano l'*interstate banking* (1994) e dal superamento (1999) della rigida separazione tra banche, operatori del mercato finanziario e compagnie di assicurazione; in quello giapponese dalla necessità di superare una situazione di profonda crisi (il peso delle banche sul totale della capitalizzazione del mercato azionario giapponese è sceso da circa un quarto nel 1986 al 3% nel 2003, risalendo al 5% negli ultimi mesi).

Oltre a questo aspetto, a sconsigliare facili parallelismi è la constatazione di come sia diverso il motore di questi sistemi bancari. Il totale dell'attivo delle banche europee (\$28mila mld nel 2004) è pari a due volte e mezzo il valore dei titoli di debito del settore privato sul mercato e a tre volte la capitalizzazione dei mercati di borsa del vecchio continente. Nel caso americano, invece, il totale attivo delle banche (\$ 8.500 mld) è pari a circa la metà dei due mercati appena ricordati. L'anno scorso le società non finanziarie europee hanno accresciuto il loro indebitamento bancario in misura doppia rispetto all'ammontare delle emissioni di obbligazioni sul mercato.

Il vertice del sistema bancario mondiale					
(totale attivo in US \$ mld)					
2004		1995		1985	
UBS	1.533	Deutsche Bank	503	Citicorp	167
Citigroup	1.484	Sanwa Bank	501	Dai-Ichi Kangyo Bank	158
Mizuho Financial Group	1.296	Sumitomo Bank	500	Fuji Bank	142
HSBC (2)	1.277	Dai-Ichi Kangyo Bank	499	Sumitomo Bank	135
Crédit Agricole	1.243	Fuji Bank	487	Mitsubishi Bank	133
BNP Paribas	1.234	Sakura Bank	478	BNP	123
JP Morgan Chase	1.157	Mitsubishi Bank	475	Sanwa Bank	123
Deutsche Bank	1.144	Norinchukin Bank	430	Crédit Agricole	123
Royal bank of Scotland	1.119	Crédit Agricole	386	Bank of America	115
Bank of America	1.110	ICBC (1)	374	Crédit Lyonnais	111

(1): Industrial & Commercial Bank of China; (2) Hongkong & Shanghai Banking Corp.

fonte: The Banker

Nel sistema americano, invece, la quota dei prestiti bancari alle società non finanziarie è in flessione da almeno venti anni.

La crescita dimensionale: vantaggi e criticità

La dimensione media dell'attivo dei dieci più importanti gruppi bancari mondiali era nel 1985 pari a \$ 133 mld, è salita a \$ 463 mld nel 1995 e si collocava a fine 2004 a \$ 1.260 mld, un importo solo di poco inferiore al PIL dell'Italia. Il solo patrimonio della Citigroup è pari all'1% del PIL degli Stati Uniti, quello di ING equivale al 6,5% del PIL dei Paesi Bassi, quello di UBS o di Crédit Suisse al 13% del PIL della Svizzera, quello di Banca Intesa supera l'1% del PIL italiano.

Quali vantaggi e quali problemi può determinare l'attività di operatori di dimensioni così ampie? Il diffuso processo di consolidamento bancario e la decisa tendenza alla crescita dimensionale sono tra le cause, non uniche ma certamente non secondarie, all'origine di uno dei più favorevoli periodi per la redditività bancaria registratasi negli ultimi decenni. Lo prova questo semplice esercizio aritmetico illustrato nello studio di R&S. Se si sommano i dividendi pagati all'ammontare delle azioni riacquistate dal mercato (*buy back*) e si sottraggono gli aumenti di capitale a pagamento il risultato che si ottiene per il periodo 1996 - 2004 è il seguente: banche europee + 108,7 mld di euro, banche statunitensi + 226,5 mld di dollari, banche giapponesi - 9.924 mld di Yen.

L'esperienza concreta mostra però che il salto dimensionale può proporre rilevanti problemi di governabilità dei gruppi bancari. Lo scorso anno la Federal Reserve di Chicago ha invitato Citigroup ad astenersi da ulteriori rilevanti acquisizioni avendo percepito difficoltà nel funzionamento della struttura dei controlli interni. Nell'aprile di quest'anno, preso atto del miglioramento della situazione, la Fed ha ritirato il suo suggerimento.

In questo contesto, secondo il settimanale inglese, può non essere fuori luogo pensare di porre in essere qualche limite alla crescita dimensionale delle grandi banche globali. Per esempio, stabilendo che quando il rapporto tra patrimonio di un gruppo bancario e PIL del paese supera una certa soglia la crescita può continuare solo per vie interne ma non attraverso nuove acquisizioni.

Non si può negare che la crescita delle dimensioni pone seri problemi di governabilità sia a livello aziendale sia a livello di sistema. E' difficile, tuttavia, aderire alla proposta del settimanale inglese per almeno tre motivi:

- a) lo stesso genere di preoccupazioni affiorò a metà degli anni novanta e le vicende successive hanno dimostrato che esse sono state efficacemente gestite;
- b) nel caso di una attività dal profilo così globale come quella bancaria il problema della governabilità a livello sistema può essere affrontato attrezzando istituzioni con un'efficace capacità di controllo a livello internazionale (e l'adozione di Basilea 2, degli IAS, etc. dimostra che questo può essere fatto con successo), non certo delegando alle autorità nazionali una comunque difficile attività di "contenimento";
- c) nel caso di grandi gruppi europei il riferimento da adottare è necessariamente quello continentale (non certo quello nazionale).

Toro selettivo

G. Pedone ☎ 06-47027055 – giovanni.pedone@bnlmail.com

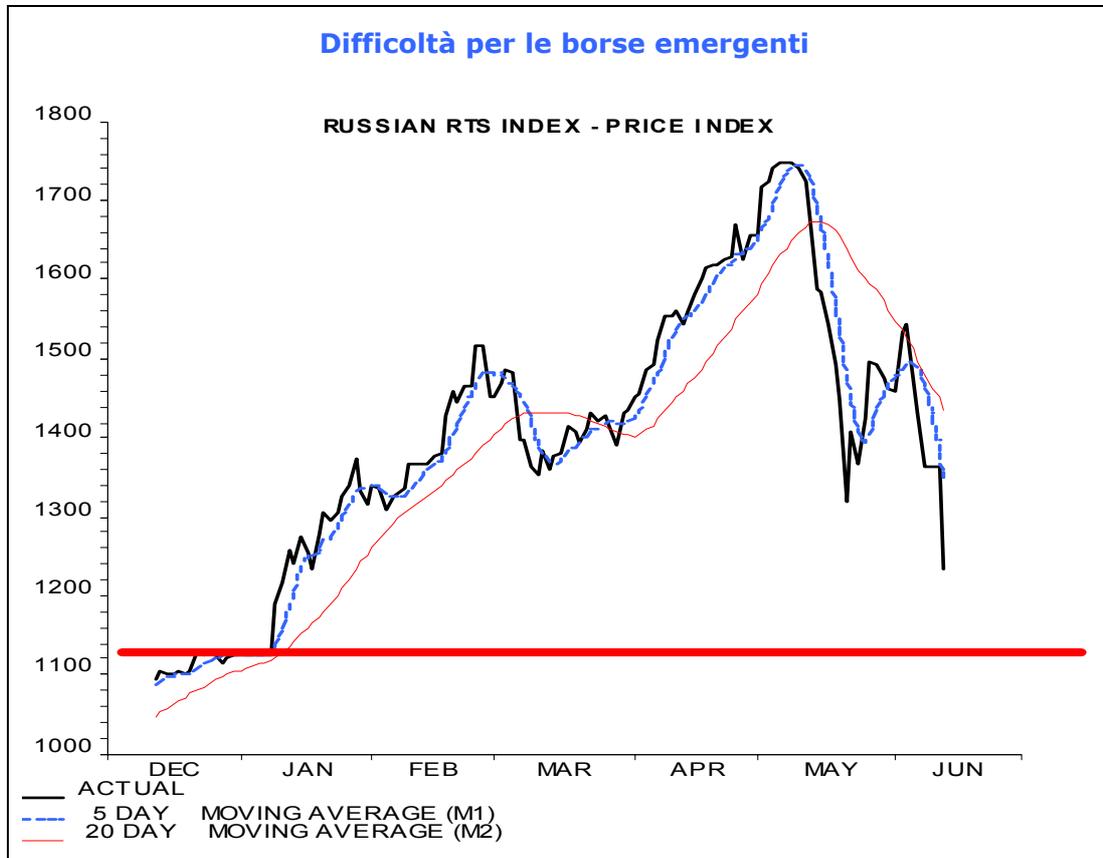
I mercati azionari riescono ad assorbire i pressanti timori di nuove spinte inflattive con rimbalzi sparsi e di breve portata senza tuttavia liberarsi del tutto dai condizionamenti dei possibili effetti delle politiche monetarie restrittive.

Rimbalzi tecnici in piena volatilità

La tenuta dei listini si deve a parziali ricoperture tecniche dopo i violenti ribassi e ad ingressi speculativi limitati a singoli temi e non invece a più promettenti, per la stabilità del trend, acquisti sulla debolezza indicativi di un ritorno convinto o di una vera riallocazione sull'azionario.

Gli investitori preferiscono attendere che si esauriscono gli effetti del rialzo dei tassi, anche in termini di nervosismo degli indici, e difendere le riserve di liquidità da un mercato ancora compromesso dall'eccessivo livello di volatilità.

Nonostante la dinamica dei prezzi appaia sotto controllo, i mercati restano altamente volatili ed estremamente sensibili alle comunicazioni e al minimo cambio di orientamento da parte delle banche centrali. L'eccessiva esposizione alle variabili in tema di prezzi rende i listini poco appetibili nel breve oscurando le potenzialità di medio periodo e le numerose occasioni createsi con i repentini ribassi. Malgrado, cioè, le modalità e la velocità con cui si sono espressi i crolli nelle ultime settimane abbiano portato all'evidenza ventagli di titoli a saldo rivalutando economicità e margini degli stessi, le vendite restano sostenute allontanando operatori anche dall'elevata propensione al rischio che continuano ad investire con estrema prudenza.



Mancati acquisti sulla debolezza

Sono ancora pochi gli investitori con profilo di rischio medio-alto che accettano di entrare su questi livelli in ottica di lungo periodo. Il mercato accusa così ulteriore debolezza e scarso livello di maturità.

Il movimento ribassista appare più esteso e consolidato nelle aree emergenti (cfr. grafico Russia) che ad inizio anno promettevano più di quelle europee e statunitensi e che adesso invece scontano una crescita eccessivamente rapida e concentrata delle quotazioni azionarie.

Emergenti in bilico

Dopo i lunghi rally dell'ultimo anno, le piazze azionarie delle economie emergenti si trovano adesso a dover scegliere se proseguire sulla via di un rialzo stabile, moderato e meno violento o lasciarsi andare alla pericolosa inversione del trend che già da tre settimane minaccia i supporti chiave e ingabbia i listini.

Un trend sempre più difficile da arrestare perchè rischia di autoalimentarsi. Il ribasso, cioè, viene accentuato dallo scatto in default degli automatismi dei trading system a protezione degli asset e dei vari stop loss a catena pre-impostati a difesa delle posizioni, attivati non solo dai fondi o dagli istituzionali ma anche dalla base dei risparmiatori più operativi. Una sequenza che si alimenta man mano che l'ondata ribassista prende corpo e che quindi è difficile da arrestare autonomamente o senza lasciarci ingenti risorse.

Per questo molti investitori preferiscono aspettare che l'impatto si esaurisca da solo prima di provare a rientrare magari sfruttando i successivi, rapidi, rimbalzi tecnici di reazione (ipervenduto) fisiologici. Tutte strategie che vanno comunque ad assorbire ulteriore liquidità al sistema, già drenata dall'orientamento restrittivo della politica monetaria a livello mondo (non solo Europa e Usa).

Emergenti a rischio bolla

Infatti, a livello geografico, i ribassi sono generalizzati e diffusi (cfr. tabella in basso). Nelle performance settimanali, la novità è rappresentata dal forte impatto ribassista registratosi sulle borse emergenti, finora meno coinvolte dei listini occidentali o asiatici per via della spinta in senso opposto dei prezzi dell'energia, da cui trae buona parte dei profitti il 90% del paniere medio.

Nell'analisi settimanale, oltre all'ennesimo scivolone degli indici della borsa di Tokyo (oltre -7% medio sulla scia dell'ultimo scandalo BoJ) e al cedimento di Stoccolma in Europa (sulla debolezza di tecnologici e telefonia), risalta il crollo, a sette giorni, di ben il 16% per l'indice guida di Mosca (RTS) con una media record negativa di oltre l'11% per entrambe le aree (Russia, Turchia e India oltre a Brasile e Messico).

Attività di scoperto e hedge fund

Dall'analisi dettagliata dei volumi e dell'open interest, giunto a livelli altissimi, appare inoltre evidente l'ingresso massiccio della speculazione al ribasso mediante l'apertura di posizioni short anche intra-day, al fine di accodarsi al trend in velocità potenziandone magari l'impatto sui sopporti più critici.

Indici	19-giu-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	26.873	-0,50	-4,20	7,80	30.073 del 09-mag-06	24.280 del 27-giu-05
MIB 30	35.013	-0,70	-4,17	6,94	39.007 del 09-mag-06	31.700 del 27-giu-05
EURO STOXX50	3.490	0,27	-3,72	9,81	3.891 del 09-mag-06	3.133 del 27-giu-05
CAC 40 Parigi	4.729	0,12	-4,36	12,04	5.312 del 09-mag-06	4.158 del 27-giu-05
DAX 30 Francoforte	5.439	0,81	-4,11	18,13	6.141 del 09-mag-06	4.524 del 27-giu-05
FTSE 100 Londra	5.626	0,09	-0,55	10,80	6.133 del 21-apr-06	5.044 del 27-giu-05
IBEX 35 Madrid	11.057	0,23	-1,90	14,20	12.083 del 09-mag-06	9.623 del 27-giu-05
SMI Zurigo	7.364	0,43	-3,29	17,57	8.122 del 09-mag-06	6.191 del 27-giu-05
AEX Amsterdam	424	0,44	-3,51	11,38	478 del 21-apr-06	377 del 27-giu-05
OMX Stoccolma	298	2,07	-2,96	18,52	345 del 03-apr-06	252 del 27-giu-05
RTS Mosca	1.347	-1,10	-7,06	96,59	1.750 del 05-mag-06	690 del 21-giu-05
ISE 100 Istanbul	34.808	1,39	-12,20	31,20	47.729 del 27-feb-06	26.598 del 27-giu-05
India BSE Nat. Bombay	5.082	5,06	-9,84	38,04	6.555 del 10-mag-06	3.711 del 20-giu-05
DOW JONES	10.942	1,39	-1,81	3,00	11.643 del 10-mag-06	10.215 del 21-ott-05
S&P 500	1.240	0,30	-2,12	1,91	1.326 del 05-mag-06	1.177 del 13-ott-05
NASDAQ	2.110	0,91	-3,80	0,97	2.371 del 19-apr-06	2.037 del 12-ott-05
NIKKEI 225	14.860	0,18	-8,02	29,06	17.563 del 07-apr-06	11.414 del 27-giu-05
TOPIX	1.528	1,11	-6,77	30,31	1.784 del 07-apr-06	1.161 del 27-giu-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	33.897	1,02	-10,16	29,91	41.979 del 09-mag-06	24.422 del 08-lug-05
IPC BOLSA Mexico	17.582	3,51	-12,88	28,84	21.823 del 09-mag-06	13.299 del 24-giu-05
ASX Sidney	4.870	-1,20	-3,80	14,10	5.318 del 11-mag-06	4.191 del 27-giu-05
HANGSENG Hong Kong	15.769	0,94	-3,34	13,35	17.302 del 08-mag-06	13.946 del 20-giu-05
STRAITS Singapore	2.368	1,26	-5,06	7,19	2.660 del 03-mag-06	2.192 del 28-ott-05
KOSPI 200 Seul	161,8	1,09	-9,08	25,10	190,2 del 11-mag-06	127,5 del 27-giu-05
SE B S Shanghai	89,2	4,46	-10,77	37,52	101,4 del 15-mag-06	51,3 del 21-lug-05

Le previsioni su tassi e cambi

A. De Romanis ☎ 06-47028431 – amalia.deromanis@bnlmail.com

- **Le più importanti Banche centrali sono sempre più attente ai rischi di peggioramento delle aspettative inflazionistiche, dopo anni di corsi petroliferi persistentemente elevati.**
- **I tassi sui titoli di Stato di riferimento salgono a livello internazionale. I rendimenti a breve sono quelli che subiscono maggiormente le attese di politiche monetarie progressivamente meno accomodanti.**

Le più importanti banche centrali sono sempre più attente ai rischi di un peggioramento delle aspettative inflazionistiche dopo anni di corsi petroliferi persistentemente elevati. I tassi sui titoli di Stato di riferimento salgono a livello internazionale e i rendimenti a breve sono quelli che subiscono maggiormente le aspettative di politiche monetarie progressivamente meno accomodanti. Tra maggio e giugno le curve dei rendimenti sui *benchmark* internazionali hanno teso ad appiattirsi, là dove non sono inclinate negativamente (Stati Uniti e Regno Unito).

La Bce conferma l'ipotesi di progressivi aumenti del saggio guida

Inflazione in tensione e produzione industriale debole all'inizio del II trimestre del 2006 sono i principali messaggi provenienti dall'area dell'euro.

Segnali d'incertezza provengono dalla produzione industriale europea che ha iniziato il II trimestre del 2006 con un dato inferiore alle attese e in calo congiunturale tra aprile e marzo dello 0,6%. Tale risultato ha annullato il progresso di marzo (+0,6% m/m). La variazione tendenziale, corretta per i giorni lavorativi, è rimasta in territorio positivo con un incremento dell'1,9% che riflette un rallentamento rispetto al 4,1% annuo del mese precedente. Va, comunque, rilevato che tra gennaio-aprile 2006 la produzione europea è avanzata del 3% tendenziale a una velocità di sviluppo sensibilmente più vivace dello 0,9% prodotto nello stesso periodo dell'anno precedente. In maggio, l'indice di fiducia per l'industria della Commissione europea è salito a +2, ad un massimo da dicembre del 2000, il Pmi manifatturiero è aumentato a 57 portandosi al livello più alto da agosto del 2000. La positiva *performance* degli indici anticipatori lascerebbe sperare in un andamento della produzione su buoni livelli almeno nel corso del II trimestre del 2006.

Il dato definitivo sull'inflazione di maggio ha confermato che l'incremento tendenziale dei prezzi al consumo ha superato di mezzo punto percentuale l'obiettivo della Banca centrale europea, salendo al 2,5% (0,3% m/m) in maggio dal 2,4% (0,7% m/m) di aprile. La maggiore spinta al rialzo è stata impressa dai prezzi dei trasporti che, a loro volta, sono stati condizionati dai massimi raggiunti in maggio dai corsi petroliferi. L'inflazione *core*, che esclude alimentari ed energia, ha invece rallentato dall'1,5% di aprile all'1,3% di maggio.

Le proiezioni della Bce, anticipate dal presidente Jean Claude Trichet nella conferenza stampa dell'8 giugno e pubblicate nel Bollettino economico di giugno, implicano una lieve correzione al rialzo delle previsioni sull'inflazione per l'anno in corso e confermano le attese sulla crescita economica. Le proiezioni per il 2007 riportano valori leggermente inferiori per il Pil, principalmente a causa dei progressi rincari del greggio.

La portata della contenuta rettifica sull'inflazione assume maggior peso alla luce di un'innovazione negli input utilizzati dalla Bce nell'ultima simulazione. Infatti, per la prima volta, le proiezioni dell'Eurosistema si basano sull'ipotesi tecnica secondo cui i tassi d'interesse di mercato a breve termine mostrerebbero un andamento in linea con le aspettative di mercato, anziché rimanere costanti

nell'orizzonte di riferimento come ipotizzato nelle precedenti simulazioni. Le ipotesi sui tassi d'interesse a breve, misurati dall'Euribor a tre mesi, ne implicano un profilo crescente dal 3,1% nella media del 2006 al 3,9% del 2007.

Proiezioni della BCE	2005	2006	2007
Confronto tra le proiezioni di marzo e di giugno 2006			
(Variazioni % - medie annue)			
Pil in termini reali - marzo 2006	1,4	1,7-2,5	1,5-2,5
Pil in termini reali - giugno 2006	1,4	1,8-2,4	1,3-2,3
Prezzi al consumo - marzo 2006	2,2	1,9-2,5	1,6-2,8
Prezzi al consumo - giugno 2006	2,2	2,1-2,5	1,6-2,8

Se le attese ipotizzate dallo scenario della Bce si confermeranno, rimane probabile che le autorità monetarie proseguiranno la manovra di aumento dei tassi mantenendo una certa gradualità anche a causa delle incertezze che continuano ad interessare l'area dell'euro. La preparazione ad ulteriori aumenti dei tassi è emersa dalle dichiarazioni del governatore della Banca centrale tedesca, Axel Weber, che ha definito la politica monetaria molto accomodante nonostante i tre rialzi del tasso guida effettuati a partire da dicembre del 2005.

Cresce la probabilità che la Fed prosegua l'aumento dei Fed Fund

Come sottolineato dal presidente della Federal Reserve, Ben S. Bernanke, l'economia americana è entrata in un periodo di transizione. Questa fase si caratterizza per l'emergere di diffusi sintomi di rallentamento che si intrecciano a crescenti pressioni inflazionistiche.

Il profilo più aggressivo dell'inflazione è emerso la scorsa settimana dall'indice dei prezzi al consumo di maggio aumentato al 4,2% tendenziale (0,5% m/m) che è in gran parte imputabile al rialzo dei corsi energetici. Anche i prezzi al consumo *core*, al netto delle componenti più volatili di alimentari ed energia, mostrano una progressiva accelerazione a partire da febbraio 2006 e in maggio si sono portati fino al 2,4% a/a (0,3% m/m).

Per contro, la produzione industriale di maggio ha evidenziato un risultato inferiore alle attese e in leggera flessione congiunturale (-0,1% m/m) a riflesso di una fase di stallo. Si tratta di un segnale di rallentamento che va ad innestarsi su una realtà di forte sviluppo, testimoniata dall'incremento del 4,3% tendenziale. Nei primi cinque mesi del 2006 la produzione ha evidenziato, infatti, un incremento del 3,8% tendenziale che si conferma in linea con quanto avveniva tra gennaio-maggio 2005 (+3,5% a/a). Il messaggio proveniente da questo dato è in linea con l'analisi del *Beige-Book*, che interessa un periodo compreso tra metà aprile e inizio giugno, e giudica la crescita economica ancora forte ma offuscata da spunti di decelerazione.

La combinazione d'inflazione e di attese di rallentamento economico rappresentano da sempre per le Banche centrali motivo d'incertezza sulla strategia da adottare. Diventa sempre più probabile che la Fed sarà orientata a far prevalere l'esigenza di domare le pressioni e le aspettative inflazionistiche. Aumenta pertanto la probabilità di un rinvio di uno-due mesi della "pausa" nella manovra di rialzi da parte della Fed.

Giappone: si avvicina l'avvio di una fase di aumenti dei tassi

L'economia giapponese si è rimessa in moto e le prospettive di proseguire su un sentiero di crescita sostenibile nel prevedibile futuro sembrano condivise. Nell'anno fiscale 2005 (aprile 2005-marzo 2006) l'incremento del Pil giapponese è stato del 3,2% in accelerazione dall'1,7% del 2004. I prezzi al consumo mostrano variazioni tendenziali in territorio positivo ormai da diversi mesi: l'indice dei prezzi al consumo è aumentato stabilmente su base annua da gennaio del 2006 e l'indice *core* giapponese (che esclude gli alimentari freschi, ma non gli energetici) da novembre del 2005.

Il giudizio della Banca centrale giapponese sulla situazione economica è positivo. L'ultimo bollettino mensile pubblicato da BoJ giudica che "l'economia giapponese stia procedendo in una sostenuta fase di ripresa", un giudizio favorevole che viene costantemente confermato dai bollettini mensili a partire da gennaio 2006. Inoltre, l'agenzia di rating Moody's ha modificato l'"outlook" sul credito a lungo termine giapponese in positivo che sottintende la possibilità di migliorare il rating nell'arco di 12-18 mesi. Alla base del migliorato giudizio vi è la ripresa economica in atto e l'attesa di una politica fiscale mirata a ridurre progressivamente il debito pubblico.

L'ultimo meeting di BoJ, conclusosi il 14 giugno, ha lasciato invariati i tassi di riferimento. Vi è grande attesa per cercare di capire quando le autorità monetarie avvieranno la fase di aumento dei tassi. Il governatore di BoJ, Toshihiko Fukui, in un recente intervento al Japan National Press Club, ha dichiarato che le decisioni di politica monetaria arriveranno presto, saranno sviluppate in modo graduale e il timing relativo all'aumento dei tassi dipenderà dall'evoluzione economica. Diventa, di conseguenza, sempre più probabile una decisione in merito ai tassi durante l'estate.

Regno Unito: prevale l'incertezza

Il Regno Unito alterna elementi di forza, concentrati dal lato della domanda, a sintomi di debolezza riconducibili al comparto industriale. Le incertezze per la tenuta della fase di sviluppo sono avvalorate dalla produzione industriale che ad aprile ha conosciuto una brusca contrazione e presenta un calo tendenziale nei primi quattro mesi del 2006. I segnali di forza emergono, invece, dalle vendite al dettaglio che, oltre a confermare un positivo andamento a maggio (0,5% m/m e 4% a/a), sono aumentate del 2,5% nei primi cinque mesi del 2006. L'inflazione ha nuovamente accelerato con una crescita annua del 2,2% a maggio, mese in cui sono emerse rinnovate tensioni anche da più di un indicatore sui prezzi dell'immobiliare. Lo scenario per la politica monetaria rimane, quindi, incerto. Sarà importante la lettura dei verbali dell'ultima riunione di BoE, in pubblicazione oggi, per verificare se permanga nel Comitato quella diversità di opinioni già emersa in occasione del mantenimento a maggio dei tassi invariati.

	dati storici		20/06/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,7	117,3	114,8	109,0	107,5
dollaro-euro	1,217	1,202	1,258	1,297	1,330
yen-euro	132,3	141,0	144,4	141,4	143,0
sterlina-euro	0,669	0,689	0,682	0,699	0,720
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	3,43	4,92	5,45	5,45	5,10
euro	2,11	2,71	2,97	3,15	3,50
yen	0,05	0,10	0,31	0,40	0,70
sterlina	4,84	4,59	4,70	4,85	5,07
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,99	4,72	5,13	5,30	5,20
Germania	3,19	3,66	3,95	4,20	3,90
Giappone	1,20	1,67	1,87	2,10	2,20
Italia	3,35	3,88	4,26	4,55	4,19
Gran Bretagna	4,27	4,32	4,67	4,87	4,57

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia

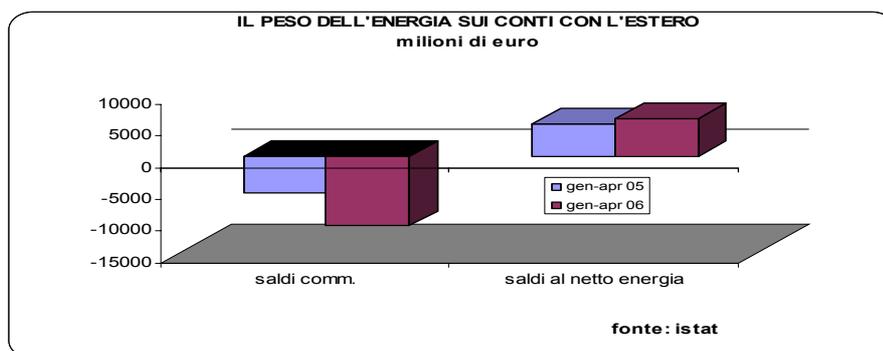
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

- **Gli scambi complessivi del primo quadrimestre 2006 hanno prodotto un deficit di poco superiore agli 11 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto a quello dello stesso periodo del 2005. Lo sbilancio è da attribuire alla bolletta energetica, che ha superato i 17 miliardi, un terzo in più rispetto allo scorso anno. Al netto dell'energia, il saldo commerciale risulta positivo per circa 6 miliardi di euro.**
- **I recenti dati sul commercio estero confermano un'incoraggiante ripresa dei flussi commerciali verso la UE. Nei primi quattro mesi del 2006, il deficit verso questo gruppo di paesi si è più che dimezzato.**
- **Ad aprile, gli ordini all'industria, trainati dalla componente estera, hanno fatto registrare l'incremento tendenziale più elevato da dicembre 2000. In decelerazione gli ordini interni.**

Negli scambi con l'estero cresce il peso dell'energia

L'interscambio complessivo dell'Italia ha evidenziato, nel mese di aprile, un aumento delle esportazioni dell'1,7% rispetto allo stesso mese del 2005 mentre le importazioni hanno segnato una crescita del 3,7%. Nel primo quadrimestre, le esportazioni hanno registrato un incremento dell'8,9%, a fronte di un aumento del 13,6% delle importazioni. Il saldo è stato negativo per poco più di 11 miliardi di euro, contro i 5,9 del primo quadrimestre 2005.

Sul saldo pesa l'impatto dei minerali energetici importati, il cui peso, nel primo quadrimestre 2006, corrisponde al 16,1% del totale dell'import. Era di poco superiore all'11% nei primi quattro mesi del 2005. Se questa tendenza dovesse consolidarsi nel prossimo futuro, nel 2006 l'Italia rischia di pagare la fattura petrolifera più alta in assoluto negli ultimi decenni, bolletta che potrebbe avvicinarsi ai 50 miliardi di euro. Al netto dei minerali energetici importati e dell'export dei prodotti raffinati, il saldo della bilancia commerciale è positivo per 5,95 miliardi nel primo quadrimestre del 2006 contro i 5 miliardi nel 2005.

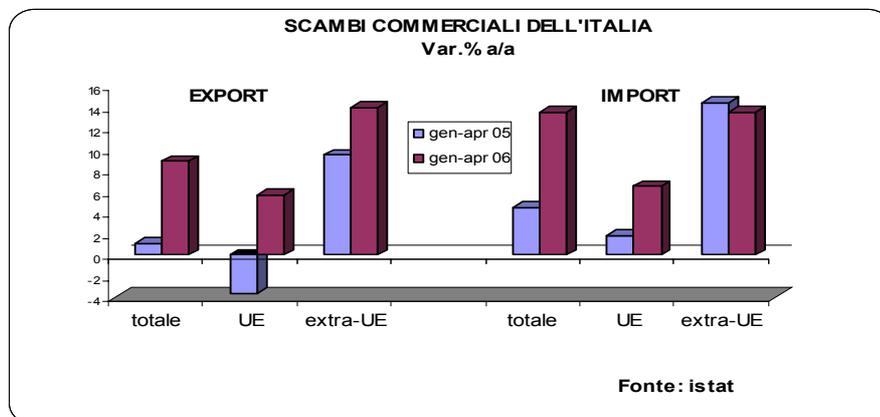


Nel primo quadrimestre migliorano gli scambi con la UE

I recenti dati sul commercio con l'estero dell'Italia confermano il buon momento che sta attraversando il nostro interscambio, soprattutto nei confronti della UE. Ad aprile, rispetto allo stesso mese del 2005, le esportazioni verso questo gruppo di paesi sono aumentate dello 0,7% mentre le importazioni hanno subito una flessione dello 0,9%.

Se consideriamo il complesso degli scambi del primo quadrimestre, osserviamo come, a fronte di una flessione del 3,6% registrata dalle esportazioni nel 2005, quest'anno si sia realizzato un incremento del 5,7%. Le importazioni, che tra

gennaio ed aprile del 2005 erano aumentate dell'1,8%, nel 2006 hanno evidenziato una crescita del 6,5%. Sempre riguardo a questo gruppo di paesi, il saldo è risultato negativo per 195 milioni di euro nei primi quattro mesi dell'anno in corso, a fronte di un deficit di 425 milioni evidenziato nel 2005.



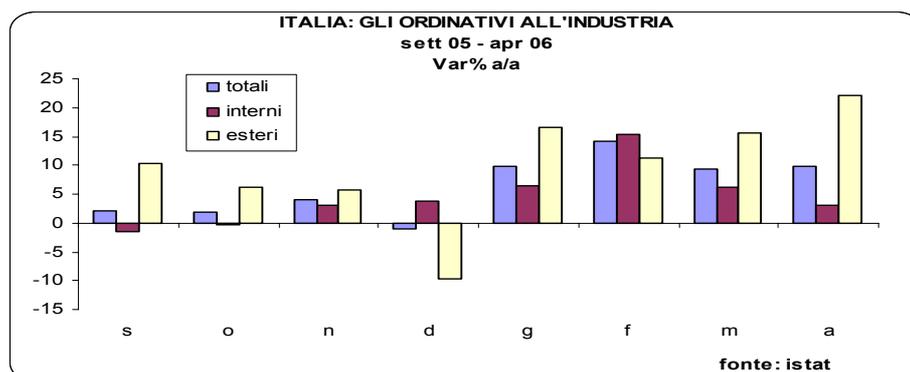
Il recupero dell'export verso quest'area è da ascrivere alla fase positiva che sta sperimentando il ciclo della domanda nei paesi dell'euro-zona, in particolare in Germania, che rappresenta il nostro principale partner commerciale insieme agli Stati Uniti e verso il quale è diretto oltre il 13% dell'export italiano complessivo.

Buone performance sono state registrate dai settori del tessile e abbigliamento e delle macchine e apparecchi meccanici, comparti che nel quadrimestre hanno segnato saldi positivi rispettivamente per 2,7 e 5,3 miliardi di euro e incrementi dell'export dell'1,6 e del 5,2%.

Ad aprile record per gli ordini esteri ma decelerano quelli interni

Ad aprile, gli ordini all'industria hanno segnato la crescita più alta dal dicembre 2000, grazie soprattutto al traino della componente estera, cresciuta del 22,1% rispetto ad aprile 2005, a fronte di un incremento degli ordinativi interni del 3,7%. In totale, le commesse dall'industria sono aumentate del 9,7%. Rispetto al mese di marzo, l'indice destagionalizzato ha evidenziato un aumento degli ordini complessivi del 6,8%.

Nel primo quadrimestre del 2006, la crescita tendenziale degli ordini è stata mediamente del 10,7% contro l'1,7% registrato nel periodo precedente. Per la componente estera, gli incrementi passano rispettivamente al 16,4% dal 3,2%. Come si può osservare dal grafico, è soprattutto a partire dal 2006 che il ciclo della domanda è ripartito, anche se gli ordini interni mostrano minore continuità. Il fatturato, dove pesa soprattutto il calo della componente nazionale, ha registrato ad aprile una variazione tendenziale negativa dello 0,6%. Nella media del primo quadrimestre 2006 si registra un incremento lievemente positivo.



Previsioni sulla crescita economica

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

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – 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	1,3	0,8	0,8	0,8
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	4,1	1,7	5,3	3,1	3,2	3,2
var.% anno su anno	4,2	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,2	3,6	3,5	3,3	3,7

AREA EURO

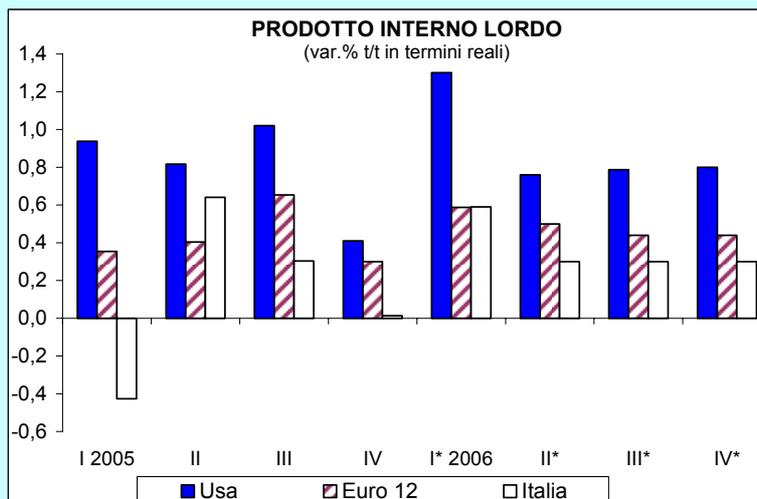
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,4	1,6	2,6	1,2	2,4	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,6	1,7	1,9	2,0	1,8	2,0

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



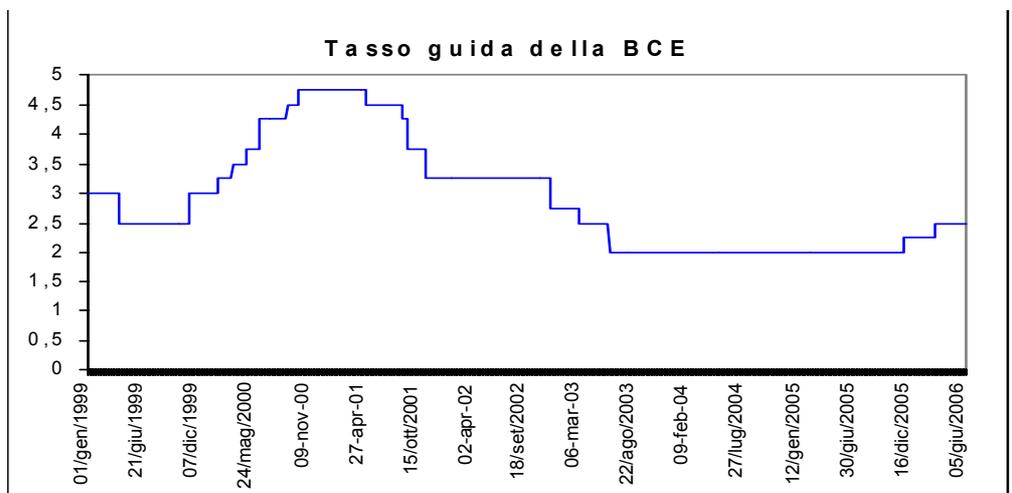
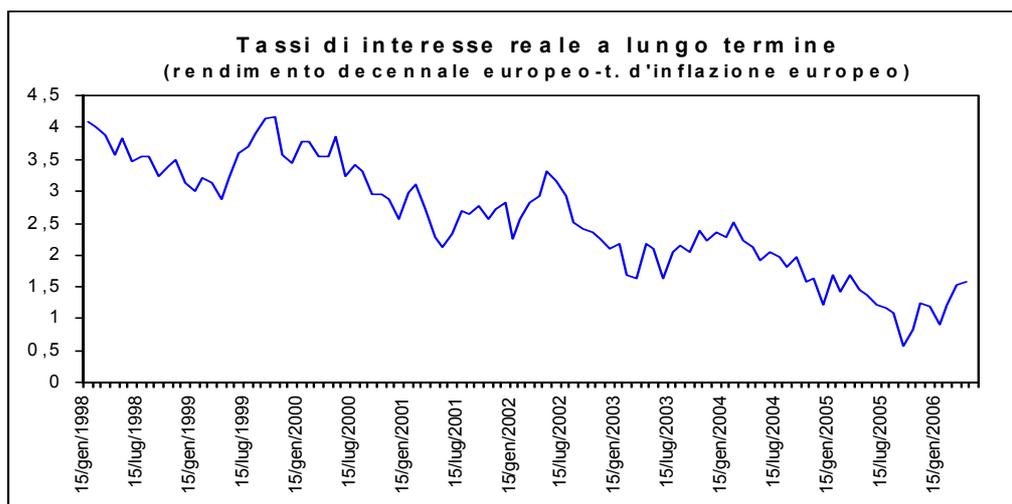
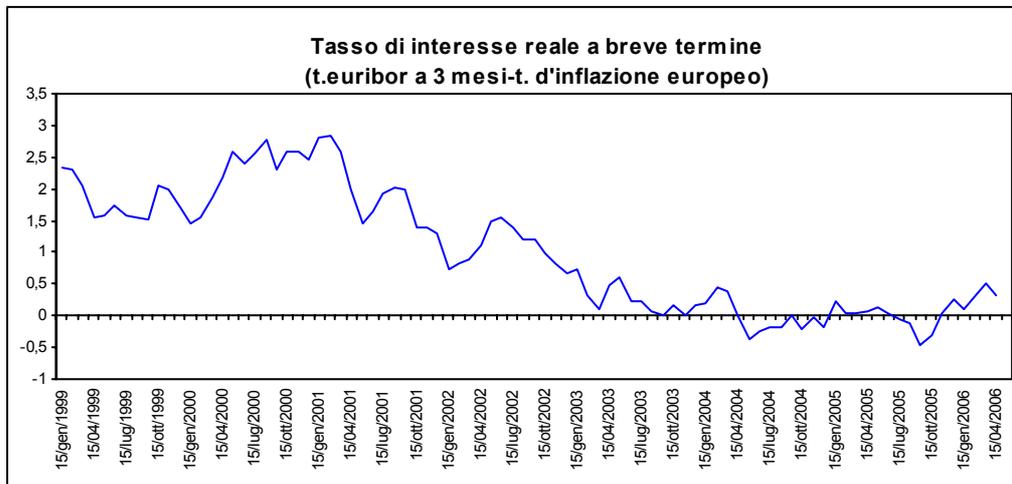
Le previsioni sui prezzi

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

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

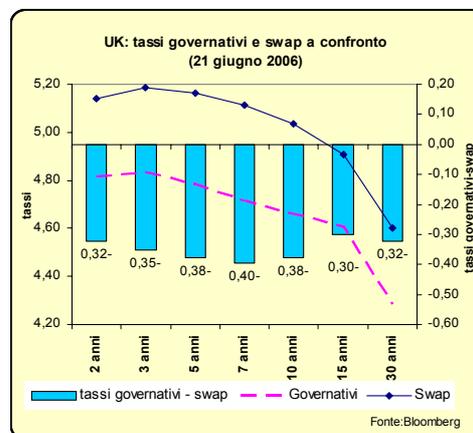
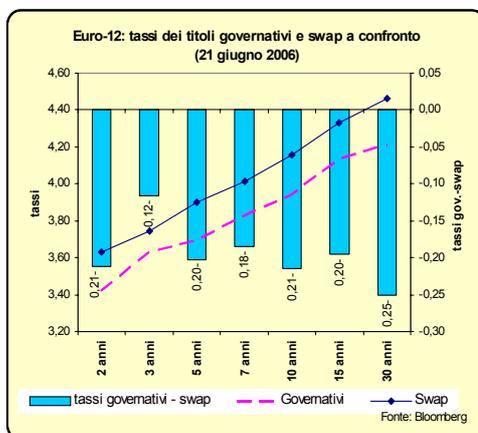
M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



Fonte: Datastream.

Panorama Tassi & Euro

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

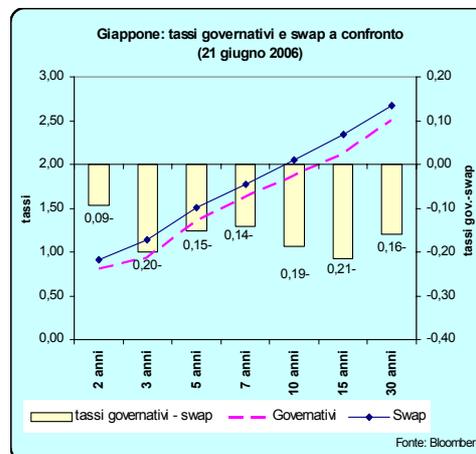
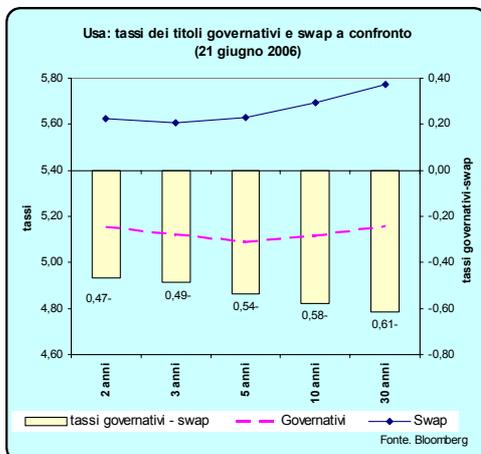


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	20/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,255	1,257	1,277	1,221	1,263	1,179	-0,2	-1,7	2,8	-0,7	6,4
Canada	1,403	1,391	1,432	1,503	1,623	1,800	0,9	-2,1	-6,7	-13,6	-22,1
Australia	1,702	1,697	1,679	1,570	1,680	1,910	0,3	1,4	8,4	1,3	-10,9
Nuova Zelanda	2,022	2,025	2,056	1,700	1,924	2,223	-0,2	-1,7	18,9	5,1	-9,0
Giappone	144,4	144,1	142,6	133,1	135,1	133,7	0,2	1,3	8,5	6,9	8,0
Cina	10,06	10,04	10,23	10,05	10,39	9,76	0,2	-1,7	0,0	-3,2	3,1
Argentina	3,875	3,871	3,880	3,485	3,699	1,180	0,1	-0,1	11,2	4,7	228,4
Swizzera	1,560	1,552	1,556	1,545	1,558	1,617	0,5	0,2	1,0	0,1	-3,5
Regno Unito	0,682	0,683	0,680	0,669	0,705	0,711	-0,1	0,3	2,1	-3,2	-4,0
Svezia	9,235	9,255	9,371	9,227	9,080	9,470	-0,2	-1,5	0,1	1,7	-2,5
Danimarca	7,455	7,454	7,455	7,446	7,445	7,450	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Norvegia	7,898	7,808	7,805	7,877	8,414	8,855	1,2	1,2	0,3	-6,1	-10,8
Cipro	0,575	0,575	0,575	0,574	0,586	0,582	0,0	0,0	0,3	-1,9	-1,3
Repubblica Ceca	28,48	28,33	28,29	29,97	32,41	35,11	0,5	0,7	-5,0	-12,1	-18,9
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	276,3	270,7	263,7	248,5	262,5	251,5	2,1	4,8	11,2	5,2	9,9
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	38,21	38,10	37,67	38,45	41,17	42,99	0,3	1,4	-0,6	-7,2	-11,1
Slovenia	239,6	239,6	239,6	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,8
Polonia	4,068	4,034	3,942	4,073	4,702	4,071	0,8	3,2	-0,1	-13,5	-0,1
Russia	34,02	34,04	34,38	34,62	36,89	25,32	-0,1	-1,0	-1,7	-7,8	34,4
EURO	92,5	92,4	92,5	89,8	92,8	93,3	0,1	0,0	3,0	-0,4	-0,9
<i>cambio effettivo nominale</i>											

Fonte: Datastream

Panorama Tassi & Dollaro USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute											
	Dati storici valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	20/6/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,118	1,114	1,119	1,235	1,293	1,598	-0,4	0,1	10,5	15,7	42,9
Australia (*)	0,738	0,738	0,759	0,776	0,753	0,516	0,0	-2,7	-4,9	-2,1	43,1
Nuova Zelanda (*)	0,619	0,621	0,620	0,716	0,656	0,425	-0,4	-0,2	-13,5	-5,6	45,6
Giappone	114,9	115,3	111,7	109,3	107,2	131,8	0,4	-2,8	-4,8	-6,7	14,7
Corea del Sud	962	957	945	1.011	1.198	1.320	-0,5	-1,8	5,1	24,6	37,3
Filippine	53,25	53,32	52,64	55,71	55,54	51,60	0,1	-1,2	4,6	4,3	-3,1
Indonesia	9.377	9.491	9.195	9.662	8.418	10.370	1,2	-1,9	3,0	-10,2	10,6
Singapore	1,593	1,598	1,584	1,674	1,700	1,849	0,3	-0,5	5,1	6,7	16,1
Thailandia	38,37	38,54	38,04	41,14	39,61	44,05	0,4	-0,9	7,2	3,2	14,8
Cina	8,00	8,00	8,02	8,28	8,28	8,28	0,0	0,2	3,4	3,4	3,4
India	45,85	45,84	45,50	43,56	45,63	48,27	0,0	-0,8	-5,0	-0,5	5,3
Argentina	3,08	3,08	3,06	2,88	2,94	1,00	0,1	-0,7	-6,7	-4,5	-67,6
Brasile	2,24	2,31	2,19	2,39	2,89	2,30	2,9	-2,4	6,6	28,9	2,3
Cile	546,9	547,4	524,6	581,6	593,0	646,3	0,1	-4,1	6,3	8,4	18,2
Colombia	2.568	2.576	2.458	2.320	2.780	2.297	0,3	-4,3	-9,6	8,3	-10,6
Messico	11,49	11,45	11,19	10,84	11,24	9,11	-0,4	-2,7	-5,7	-2,2	-20,7
Perù	3,26	3,27	3,26	3,25	3,46	3,44	0,0	-0,1	-0,4	6,1	5,5
Uruguay	23,80	23,73	23,93	24,04	29,32	14,75	-0,3	0,5	1,0	23,2	-38,0
Venezuela	2.575	2.647	2.580	2.627	2.852	759	2,8	0,2	2,0	10,8	-70,5
Israele	4,46	4,49	4,46	4,54	4,39	4,48	0,8	0,1	1,7	-1,5	0,5
Sud Africa	7,08	6,85	6,45	6,71	6,62	12,37	-3,3	-9,0	-5,2	-6,6	74,6
Turchia	1,6127	1,6043	1,4914	1,3559	1,3966	1,4298	-0,5	-7,5	-15,9	-13,4	-11,3
Area dell'Euro (*)	1,255	1,257	1,277	1,221	1,263	0,904	-0,2	-1,7	2,8	-0,7	38,8
Regno Unito (*)	1,842	1,834	1,878	1,825	1,786	1,439	0,4	-1,9	0,9	3,2	28,0
Svizzera	1,239	1,239	1,217	1,271	1,239	1,650	0,0	-1,8	2,6	0,0	33,2
Danimarca	5,92	5,94	5,84	6,13	5,91	8,28	0,3	-1,4	3,4	-0,3	39,9
Norvegia	6,30	6,21	6,11	6,45	6,68	8,87	-1,3	-2,9	2,5	6,0	40,8
Svezia	7,33	7,38	7,32	7,60	7,18	10,28	0,7	-0,2	3,7	-2,1	40,2
Russia	27,04	27,01	27,07	28,58	29,45	30,14	-0,1	0,1	5,7	8,9	11,5
Polonia	3,23	3,21	3,09	3,34	3,73	3,96	-0,8	-4,4	3,2	15,5	22,4
Repubblica Ceca	22,71	22,54	22,16	24,56	25,65	35,27	-0,7	-2,4	8,2	13,0	55,4
Ungheria	219,8	215,1	206,9	204,0	209,3	272,9	-2,1	-5,9	-7,2	-4,8	24,1
DOLLARO USA	93,0	92,7	92,1	95,1	94,6	122,0	0,3	1,0	-2,2	-1,7	-23,8

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

Il calendario della settimana economica

(dal 21 al 27 giugno)

B. Ebhardt ☎ 06-4702 8339 - barbara.ebhardt@bnlmail.com

Giorno	Eventi				
Mercoledì 21	Area Euro: Audizione di Trichet al Parlamento Europeo. Regno Unito: la BoE pubblica i verbali della riunione del Comitato di Politica Monetaria				
Giovedì 22	Stati Uniti: Fed. Intervento di Pianalto al Community Development Policy Summit				
Venerdì 23	Area Euro: Intervento di Weber (Bundesbank) sulla politica monetaria				
Lunedì 26	Area Euro: Incontro annuale della Banca dei Regolamenti internazionali a Basilea				
Unione Europea					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 21	Francia	Spesa per consumi	maggio	0,9%/m/m; 3,9%/a/a	0,6%/m/m; 5,6%/a/a
Giovedì 22	Italia	Indice di fiducia dei consumatori	giugno	107,6	107,6
	Italia	Bilancia commerciale (no UE)	maggio	-1.794 mln	-1.000 mln
	Italia	Vendite al dettaglio	aprile	-0,4%/m/m; -1,8%/a/a	0,2%/m/m; 1,4%/a/a
	Area Euro	Nuovi ordinativi industriali	aprile	-2,4%/m/m; 12,1%/a/a	2,0%/m/m; 11,7%/a/a
Venerdì 23	Francia	Salari	1° tr. 06	0,5% t/t	0,8% t/t
Lunedì 26	Francia	Indice di fiducia delle imprese	giugno	107	108
	Germania	Indice dei prezzi al consumo	giugno	0,2%/m/m; 1,9%/a/a	0,1%/m/m; 2,0%/a/a
	Germania	Indice dei prezzi al consumo arm.	giugno	0,2%/m/m; 2,1%/a/a	0,1%/m/m; 2,0%/a/a
Martedì 27	Germania	IFO	giugno	105,6	105,0
Stati Uniti e Giappone					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Giovedì 22	Stati Uniti	Richieste di sussidio	17 giugno	295.000	306.000
	Stati Uniti	Indice Anticipatore	maggio	-0,1%	-0,5%
	Giappone	Bilancia Commerciale	maggio	651,8 mld Yen	438,4 mld Yen
	Giappone	Indice Industriale Complessivo	aprile	-0,4%	1,1%
Venerdì 23	Stati Uniti	Ordinativi beni durevoli	maggio	-4,4%	0,5%
	Stati Uniti	Ordinativi beni durevoli (esc. trasp)	maggio	-1,0%	0,6%
Lunedì 26	Stati Uniti	Vendite di nuove case	maggio	1,198 mln	1,150 mln
Martedì 27	Stati Uniti	Vendite di case esistenti	maggio	6,76 mln	6,64 mln
	Stati Uniti	Fiducia dei consumatori (CB)	giugno	103,2	103,1