

- **Editoriale** – La Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali offre più di un elemento per approfondire gli scenari economici e finanziari della globalizzazione. Ed anche per riflettere sulla necessità di aggiornare i tradizionali modelli interpretativi alla luce del peso crescente dei fattori internazionali rispetto alle determinanti interne.
- **Pagina 4** – L'evoluzione delle scelte di finanziamento e delle attività finanziarie delle famiglie greche riflette le profonde trasformazioni intervenute con l'accesso del paese nell'area della moneta unica. Gli effetti della lunga stagione di ribassi dei tassi di interesse.
- **Pagina 12** – Migliorano alcuni indicatori strutturali del mercato del lavoro in Italia ma la strada da percorrere per avvicinare i parametri di Lisbona rimane ancora lunga.

Editoriale: Lezioni da Basilea

La Banca dei regolamenti internazionali (BRI) ha sede a Basilea, in Svizzera. E' un'organizzazione internazionale che da oltre tre quarti di secolo si occupa di promuovere la cooperazione monetaria e finanziaria a livello mondiale. Del capitale della BRI sono titolari 55 banche centrali e istituzioni finanziarie internazionali. Ci sono la Fed, la BCE, le banche centrali dei principali paesi europei come pure i nuovi protagonisti della scena monetaria globale quali la People's Bank of China e la Reserve Bank of India.

Il grande pubblico probabilmente sa poco o nulla della BRI. E anche chi lavora nelle banche e nelle imprese associa la Banca dei regolamenti internazionali soprattutto a quell'importante riforma perfezionata negli ultimi anni in merito ad una valutazione più solida e affidabile del merito creditizio che va sotto il nome di "Basilea II". Pochi sanno, però, che la Banca dei regolamenti internazionali, la banca delle banche centrali, costituisce anche un eccellente laboratorio di analisi sull'andamento e sulle prospettive dell'economia e dei mercati globali. Lo dimostra con rinnovata efficacia il testo della 76^a Relazione annuale diffuso dalla BRI lo scorso lunedì 26 giugno.

Il punto di vista di Basilea sullo scenario economico e finanziario è interessante per almeno quattro ragioni. In primo luogo si tratta di un'analisi dal respiro pienamente globale, nel senso che ci si solleva da quel baricentro domestico o di area che inevitabilmente caratterizza le visioni delle singole banche centrali. Il secondo "plus" delle analisi della BRI è l'attenzione tutta particolare rivolta agli equilibri/disequilibri degli stock di attività e passività finanziarie e dei relativi prezzi oltre che alle dinamiche dei flussi macroeconomici dei PIL e delle componenti fondamentali della domanda e dell'offerta aggregate. Il terzo aspetto di rilievo è quello del profilo temporale, ovvero della sistematica considerazione degli andamenti di lungo periodo delle variabili che integrano gli approfondimenti su quanto accaduto nei tempi più recenti. Ultimo, ma non in ordine di importanza, c'è lo spazio che la BRI dà alla ricognizione dei rischi – oltre che delle opportunità – associabili ai possibili sviluppi dello scenario. Così come succede per i rischi "micro" del credito bancario, anche a livello macro l'approccio di Basilea è un quello di testare la capacità del quadro economico globale di reggere a possibili shock. Lo scenario BRI è, in altri termini, un scenario a prova di stress.

Un esempio di questa accattivante miscela di elementi è offerto dalla disamina che la Relazione annuale della BRI compie sulle politiche monetarie praticate nelle economie industriali avanzate. Si muove dalla ricognizione del confortante risultato registrato dall'inflazione al consumo che in tutto il Mondo rimane piuttosto bassa. E' anche merito del patrimonio di credibilità accumulato negli anni dai banchieri centrali se le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute sebbene nel 2005 i prezzi delle materie prime siano ulteriormente aumentati nel terzo anno consecutivo di vivace crescita mondiale. Allo stesso modo, l'analisi della BRI documenta efficacemente come la globalizzazione abbia accresciuto il grado di concorrenza dei beni traded commerciati internazionalmente contribuendo così alla disinflazione. Alla pagina 77 della Relazione c'è, ad esempio, un grafico che ci ricorda come il rapporto tra i prezzi all'esportazione e il deflatore del PIL sia diminuito di oltre 60 punti percentuali negli ultimi 30 anni

nei principali paesi OCSE a riprova della potente carica disinflattiva apportata dall'apertura internazionale dei mercati.

La globalizzazione, tuttavia, non è solo vantaggi. In termini di potenziali rischi, l'analisi di Basilea lucidamente sottolinea in più di un passaggio come l'inflazione al consumo depurata delle componenti "volatili" dei prezzi dell'energia e degli alimentari non rappresenti un indicatore sufficiente a catturare le alee di rimbalzo dei prezzi. Appare difficile, infatti, giudicare come shock temporaneo quel protratto rialzo che ha portato i corsi petroliferi a collocarsi oggi in termini reali a livelli doppi rispetto alla loro media di lungo periodo. "Prima o poi - scrive la Relazione della BRI alla pagina 16 - le pressioni inflazionistiche potrebbero intensificarsi". E, accanto ai prezzi al consumo e ai corsi dell'energia, un'attenzione particolare meritano secondo Basilea gli andamenti dei prezzi delle attività già cresciuti molto negli ultimi anni specie per quanto riguarda i listini immobiliari. Ma l'inflazione degli asset non deve sorprendere in un mercato globale dove i tassi reali di interesse tendono a collocarsi a livelli che sono meno della metà dei valori medi degli ultimi 25 anni e dove, anche per questo, continuano a crescere la liquidità e gli stock di debiti e crediti reciproci.

Accanto a tante interessanti questioni di merito, la Relazione della BRI ha anche il pregio di sollevare un problema di metodo generale. C'è il rischio di leggere i nuovi scenari della globalizzazione con lenti non aggiornate, con modelli e strumenti che potevano andare bene quando il peso dei fattori interni delle economie era preponderante rispetto alle influenze esterne. A questo riguardo alcuni interessanti approfondimenti sono contenuti nel capitolo IV che la Relazione annuale dedica al tema della politica monetaria nelle economie industriali avanzate. Per brevità, accenniamo qui solo ad un esempio: l'utilizzo di misure di sottoimpiego delle risorse - il ben noto output gap - nell'analisi monetaria e nella prevenzione delle pressioni inflazionistiche. Fino ad oggi l'output gap è stato considerato e misurato su base nazionale: l'output gap dell'economia USA, quello della Germania, dell'Italia e così via. Ma poco si è ragionato sul fatto che in un mondo globalizzato l'output gap vada più opportunamente misurato su scala internazionale. Per capirci, a influire sui rischi di rimbalzi inflazionistici a cui esposto un paese non ci sono solo lo scostamento del prodotto e della disoccupazione di quel paese dai suoi valori tendenziali. C'è anche da considerare la capacità del paese di attingere dal mercato mondiale delle importazioni, di utilizzare la rete degli investimenti diretti all'estero e dall'estero, di partecipare più o meno attivamente alle interconnessioni dei circuiti finanziari, di avere un ruolo sugli scacchieri geopolitici. Per spiegare la realtà economica della globalizzazione, i suoi rischi e le sue grandi opportunità, bisogna rendere più internazionali pure i nostri modelli interpretativi. E' anche questo l'utile suggerimento che ci viene da Basilea.

Giovanni Ajassa

Grecia: per le famiglie un ricorso alle banche decisamente ridotto

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

- **Per il decimo anno consecutivo la crescita economica della Grecia (+3,6%) si è confermata superiore a quella degli altri paesi dell'area euro. Anche le prospettive per il prossimo biennio sono favorevoli con previsioni di sviluppo superiori al 3% annuo.**
- **L'adesione del paese ai criteri di Maastricht per l'adozione dell'euro ha determinato, tra le altre cose, anche una sensibile riduzione del tasso di inflazione e il conseguente adeguamento della struttura dei tassi di interesse su nuovi livelli mai sperimentati. Ne hanno tratto beneficio, tra l'altro, i finanziamenti alle famiglie, che da inizio millennio crescono a ritmo sostenuto.**
- **Nonostante ciò, il livello di indebitamento dei nuclei familiari greci rimane tra i più contenuti dell'area euro attestandosi al 43% del reddito disponibile e al 30% del Pil.**

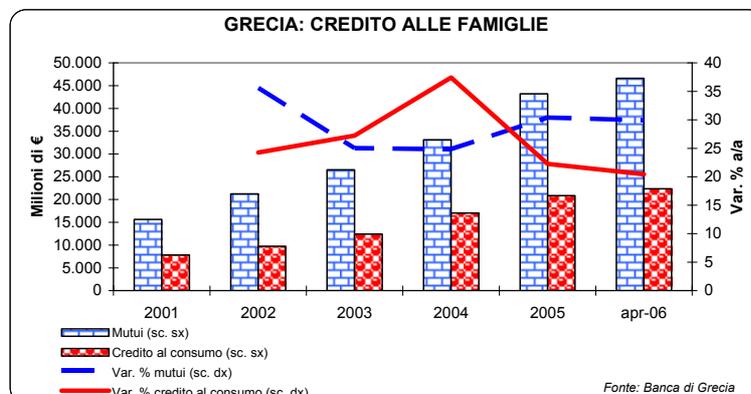
La crescita del Pil greco nel 2005 (+3,6%), anche se più contenuta rispetto agli anni precedenti, rimane superiore a quella degli altri paesi dell'area euro confermando così un maggiore dinamismo dell'attività economica che si protrae ormai da dieci anni. L'andamento del Pil dello scorso anno sconta, oltre a un rallentamento dei consumi privati causato da una limitata dinamica del reddito disponibile, anche una sensibile riduzione degli investimenti (-1,2%), in particolare quelli pubblici, a causa dell'esaurirsi della fase di costruzione delle infrastrutture per i giochi olimpici.

Le indicazioni per il prossimo biennio si confermano positive, con una crescita economica annua attesa intorno al 3,5% e marginali miglioramenti nel livello di inflazione (ora al 3,5%) e del tasso di disoccupazione (9,8%). L'andamento dei consumi privati, previsto in attenuazione, potrebbe riflettere la modesta crescita del reddito disponibile e l'aumento dei prezzi del petrolio, effetti, che potrebbero essere tuttavia compensati con la graduale riduzione del risparmio delle famiglie. Le ultime indicazioni della Commissione europea, infatti, stimano quasi un dimezzamento della propensione al risparmio nei prossimi anni: dal 6,8% del 2005 al 3,5% del 2007.

Il credito bancario alle famiglie elleniche

A sostegno dei consumi delle famiglie contribuisce la forte espansione del credito bancario: dall'inizio del nuovo millennio, a fronte di una crescita media annua di oltre il 16% dei prestiti al settore privato, i finanziamenti alle famiglie hanno raggiunto il 29%. Fondamentale per la realizzazione di questo trend è stato l'ingresso della Grecia nell'area euro: la riduzione del tasso di inflazione (dal 20% degli anni del 1990 al 3% circa del 2006) e la parallela discesa dei tassi di interesse (era pari al 23% nel 1991) hanno permesso il realizzarsi di un quadro mai sperimentato in precedenza. Questa nuova situazione ha consentito alle famiglie greche di contrarre mutui a condizioni ritenute particolarmente favorevoli e, soprattutto, di considerare tale contesto stabile e duraturo. Ne è derivato un notevole impulso al mercato immobiliare sia in termini di acquisti di abitazioni che di importi per mutui domandati, favorito, dal lato dell'offerta, anche dalla concorrenza tra gli istituti di credito e dalla proposta di nuovi prodotti. Inoltre, nell'ultimo decennio l'andamento del mercato immobiliare è risultato particolarmente vivace, elemento che ha contribuito ad elevare l'incidenza della parte finanziata rispetto al valore dell'immobile e, conseguentemente, il volume complessivo di prestiti ipotecari, attualmente

triplicato rispetto a quello di inizio millennio. Risultano piuttosto diffusi, inoltre, i finanziamenti per le ristrutturazioni edilizie anche in considerazione della vetustà di gran parte del patrimonio immobiliare.



L'investimento in immobili in Grecia è significativo: il 74% delle famiglie vive in abitazioni di proprietà e il paese risulta ai primi posti in Europa per possesso di seconde case (1,75 milioni). Tuttavia, l'acquisto dell'abitazione rimane un "affare di famiglia" finanziato prevalentemente attraverso disponibilità personali o del vicino nucleo familiare. Non sorprende quindi che la Grecia abbia il rapporto mutui/Pil tra i più contenuti dell'area euro (23% nel 2005) mentre i debiti complessivi delle famiglie sono leggermente superiori al 30% del Pil.

Questi dati concordano con i risultati relativi all'indagine sui bilanci delle famiglie elleniche condotta dalla Banca centrale del paese dalla quale emerge come oltre la metà (51,6%) del campione intervistato non abbia alcuna forma di passività. Il mutuo ipotecario risulta la seconda forma di debito (dopo il credito al consumo) e riguarda solamente il 18% dei nuclei familiari per un importo medio per famiglia indebitata pari a circa €30.000.

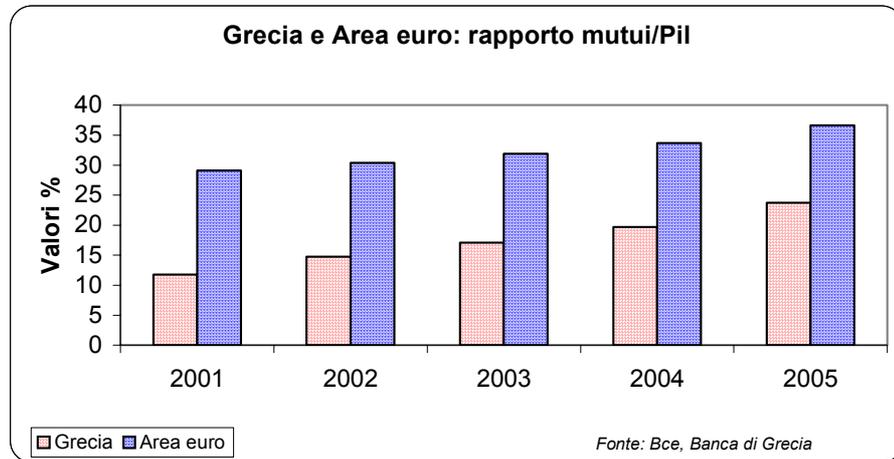
L'indebitamento e le attività finanziarie delle famiglie

In media l'indebitamento delle famiglie in Grecia non eccede le entrate disponibili annue fermandosi al 43%. Se si considerano solo i nuclei indebitati l'incidenza delle passività sul reddito sale al 77,7%; anche se da quest'ultimo valore si discosta sensibilmente verso l'alto la classe di reddito più bassa (quella fino a €6.000) è da rilevare, tuttavia, come essa concentri solo una parte contenuta (2,7%) del debito complessivo. Anche assumendo come riferimento il criterio in base al quale le rate di rimborso non devono superare un terzo del reddito, le famiglie greche risultano particolarmente virtuose: oltre tre quarti dei nuclei indebitati non supera il vincolo del 33% mentre la metà si ferma al 17%.

Per il momento non emergono difficoltà nel rimborso dei finanziamenti e, anzi, negli ultimi anni si è registrato un sensibile miglioramento nel rapporto tra sofferenze e finanziamenti alle famiglie. E' da rilevare, tuttavia, come sia rilevante l'esposizione al rischio di tasso tenuto conto che quasi il 90% delle nuove erogazioni dello scorso anno è stato fatto a condizioni variabili.

Sebbene la Banca centrale non fornisca l'allocazione delle attività finanziarie detenute dalle famiglie, dai dati aggregati relativi al settore privato (famiglie e società non finanziarie) emerge l'intensa dinamica dei depositi bancari (+16% a/a in aprile) soprattutto di quelli vincolati e in conto corrente (rispettivamente +35% e +13,7% a/a in aprile). In flessione dai primi mesi del 2005 risulta

invece l'andamento dei fondi comuni (-14,5% a/a in aprile), mentre il risparmio previdenziale è penalizzato dall'assenza di agevolazioni fiscali (presenti invece in molti altri paesi).



Utili provvidenziali

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

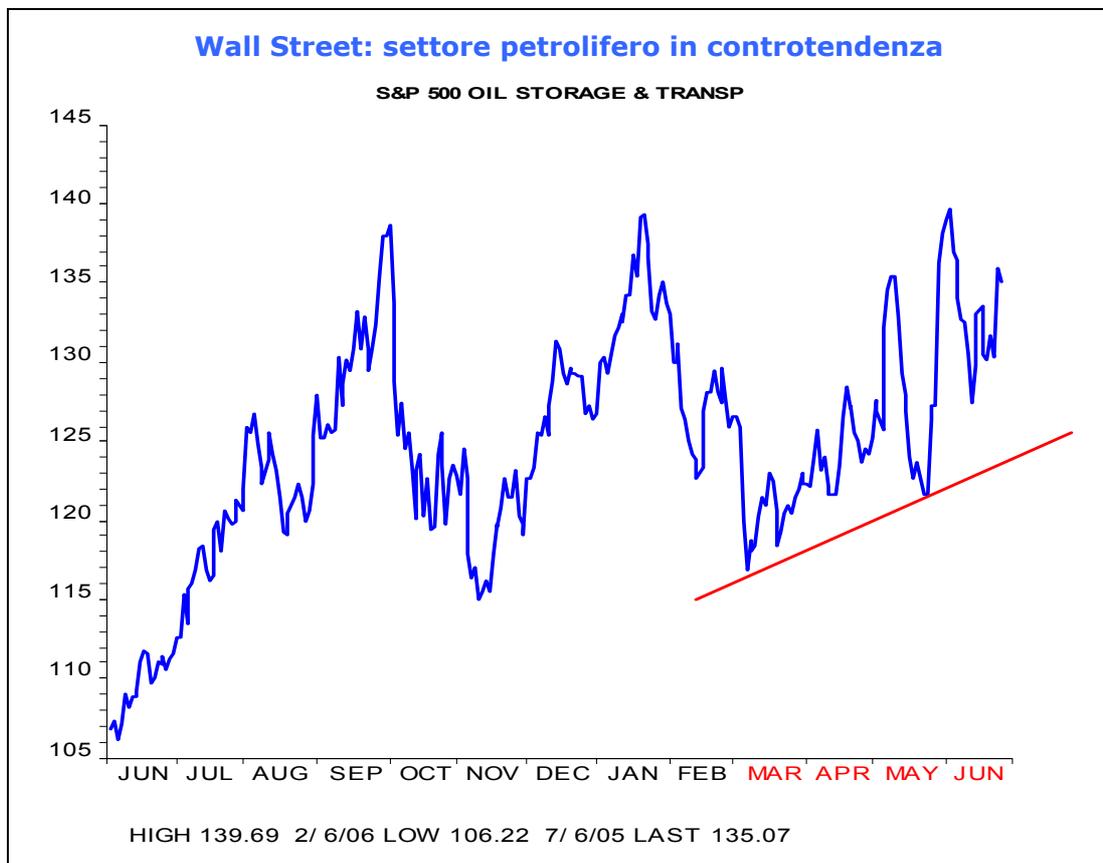
Passata la paura per il caro prezzi e rinsaldati i supporti chiave "secolari" cui era stata affidata la tenuta del trend, il bilancio delle borse torna positivo (oltre +1,30 di rialzo medio settimanale) anche se pesantemente condizionato dall'attesa per la riunione della Federal Reserve.

In vista, infatti, della riunione di giovedì e conseguentemente della delicata scelta in materia di tassi, tutti gli indici azionari si sono lasciati andare ad un trend laterale di poca sostanza, con volumi scarsi e volatilità contenuta, ad eccezione di qualche piazza emergente come Istanbul il cui indice ISE 100 ha perso oltre l'8% nelle ultime cinque sedute (cfr. tabella in basso).

L'attesa per la Fed consuma volatilità e contrattazioni

La volatilità, dopo essere stata stimolata dall'avvento dei ribassi con punte anche eccessive nelle ultime settimane, è presto rientrata sotto i valori medi di periodo sulla scia del congelamento del trend e della rarefazione degli scambi indotti dalla forte attesa per le decisioni della Fed.

Gli investitori hanno preferito continuare nella loro strategia di graduale uscita dai listini, evitando quindi un controproducente sell-off da panico, monetizzando subito i brevi rimbalzi tecnici di queste sedute per rientrare con più orizzonte dopo giovedì una volta delineate le decisioni di politica monetaria.



Spolvero dei petroliferi e rilancio degli utili

La prudenza diffusa che muove le scelte su gran parte dei listini azionari contrasta con l'esuberanza vissuta da alcuni comparti, come quelli energetici, che proseguono nel cammino rialzista incuranti delle problematiche fondamentali e dei segnali contraddittori circa un eventuale rallentamento della crescita.

I titoli del settore petrolifero, in particolare, hanno prontamente assorbito la correzione di maggio e continuano a beneficiare di un ritorno del caro petrolio (cfr. primo grafico) riaffacciandosi in settimana sopra i 72 dollari al barile (Wti consegna agosto) spinto dal riaccendersi delle tensioni sul lato dell'offerta – possibili sanzioni Onu contro il programma nucleare iraniano – e, sull'esperienza dello scorso anno, dai persistenti timori sull'inizio della stagione degli uragani nella zona del Golfo del Messico ad alta densità di installazioni petrolifere.

Difficile che l'ottimismo dello specifico settore energetico abbia da solo la forza per diffondersi al resto del paniere e contagiare in qualche modo il sentiment complessivo dell'azionario ma il fronte rialzista potrà adesso contare sul traino della Corporate America, dove le prime stime positive e le decise revisioni al rialzo degli utili aziendali danno buone indicazioni sulla crescita.

Indici	26-giu-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	27.246	1,40	-2,80	11,10	30.073 del 09-mag-06	24.280 del 27-giu-05
MIB 30	35.461	1,28	-3,13	10,75	39.007 del 09-mag-06	31.700 del 27-giu-05
EURO STOXX50	3.535	1,28	-4,46	11,83	3.891 del 09-mag-06	3.133 del 27-giu-05
CAC 40 Parigi	4.801	1,53	-4,83	14,32	5.312 del 09-mag-06	4.158 del 27-giu-05
DAX 30 Francoforte	5.515	1,39	-4,73	20,76	6.141 del 09-mag-06	4.524 del 27-giu-05
FTSE 100 Londra	5.681	0,98	-1,90	11,86	6.133 del 21-apr-06	5.044 del 27-giu-05
IBEX 35 Madrid	11.277	1,99	-1,21	16,53	12.083 del 09-mag-06	9.623 del 27-giu-05
SMI Zurigo	7.464	1,35	-2,81	19,93	8.122 del 09-mag-06	6.191 del 27-giu-05
AEX Amsterdam	427	0,87	-4,27	12,44	478 del 21-apr-06	377 del 27-giu-05
OMX Stoccolma	300	0,80	-4,10	17,01	345 del 03-apr-06	252 del 27-giu-05
RTS Mosca	1.349	0,09	-9,80	92,12	1.750 del 05-mag-06	698 del 29-giu-05
ISE 100 Istanbul	31.951	-8,21	-17,21	18,19	47.729 del 27-feb-06	26.598 del 27-giu-05
India BSE Nat. Bombay	5.100	0,36	-8,63	34,52	6.555 del 10-mag-06	3.737 del 28-giu-05
DOW JONES	11.045	0,94	-2,07	7,26	11.643 del 10-mag-06	10.215 del 21-ott-05
S&P 500	1.251	0,84	-2,31	4,95	1.326 del 05-mag-06	1.177 del 13-ott-05
NASDAQ	2.134	1,10	-3,47	3,92	2.371 del 19-apr-06	2.037 del 12-ott-05
NIKKEI 225	15.152	1,97	-5,12	31,34	17.563 del 07-apr-06	11.414 del 27-giu-05
TOPIX	1.549	1,39	-4,02	32,00	1.784 del 07-apr-06	1.161 del 27-giu-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	34.631	2,17	-10,35	38,99	41.979 del 09-mag-06	24.422 del 08-lug-05
IPC BOLSA Mexico	18.491	5,17	-5,58	39,04	21.823 del 09-mag-06	13.455 del 27-giu-05
ASX Sidney	4.926	1,20	-1,80	17,20	5.318 del 11-mag-06	4.191 del 27-giu-05
HANGSENG Hong Kong	15.805	0,23	-0,57	11,06	17.302 del 08-mag-06	13.964 del 08-lug-05
STRAITS Singapore	2.368	0,00	-3,15	6,49	2.660 del 03-mag-06	2.192 del 28-ott-05
KOSPI 200 Seul	160,2	-1,00	-6,78	24,09	190,2 del 11-mag-06	127,5 del 27-giu-05
SE B \$ Shanghai	91,3	2,36	-4,21	37,88	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

- **Al meeting della Banca dei Regolamenti Internazionali a Basilea si conferma che l'orientamento della maggioranza delle autorità monetarie mondiali è stato sincronizzato in senso restrittivo.**
- **Aumenti dei tassi guida da parte della Fed e della Bce sono dati per scontati. BoJ si prepara a porre temine alla strategia dei tassi a livello zero. La People's Bank of China segnala la probabilità di ulteriori misure volte a rallentare la crescita economica. Meno decisa la posizione di BoE che nell'ultima riunione del Comitato di politica monetaria ha visto solo un membro votare per un aumento del tasso guida.**

Il meeting a Basilea della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) - la banca delle banche centrali - ha confermato i crescenti timori di un peggioramento delle aspettative inflazionistiche a livello mondiale. Dopo due anni e mezzo di crescita sostenuta e ininterrotta, ma anche di massicci aumenti dei corsi petroliferi e delle materie prime, l'orientamento della maggioranza delle autorità monetarie mondiali è stato sincronizzato in senso restrittivo.

I mercati finanziari internazionali hanno avvertito il pericolo di un'accelerazione dei prezzi e un clima di maggiore avversione al rischio è diventato predominante dal mese di maggio. L'universo obbligazionario ha in genere sperimentato un aumento, non traumatico, dei tassi che si è propagato dai *benchmark* governativi internazionali, ai rendimenti sui *corporate bond*, fino ai titoli a "rischio emergente". L'orientamento sempre meno accomodante delle politiche monetarie a livello internazionale potrebbe generare una graduale diminuzione della disponibilità di liquidità che, a sua volta, dovrebbe favorire graduali aumenti dei tassi internazionali nel medio periodo.

Una Bce sempre più vigile

I prezzi al consumo di giugno non hanno rallentato in Germania (0,2% m/m; 2,1% a/a), confermando lo stesso andamento del mese precedente. Questo dato lascia pensare che probabilmente la stima *flash* sull'inflazione europea di giugno, che Eurostat comunicherà venerdì, potrebbe confermare un incremento tendenziale del 2,5% come in maggio. Inoltre, i prezzi all'importazione tedeschi di maggio (0,2% m/m; 7,5% a/a) hanno registrato un'accelerazione della loro dinamica al ritmo più veloce da circa sei anni.

Dal punto di vista dei fondamentali, gli indici di fiducia lasciano sperare nel proseguimento della fase di crescita, anche se sintomi d'incertezza sono emersi dagli ordini all'industria che in aprile hanno mostrato un cedimento (-0,2% m/m). In particolare, la fiducia degli imprenditori tedeschi e italiani ha evidenziato un ampio progresso in giugno. L'indice tedesco IFO ha inaspettatamente raggiunto un massimo nell'arco di 15 anni, anche se il grosso del miglioramento è dipeso dalla valutazione sulla situazione attuale, mentre le aspettative sul futuro sembrano essere connotate da un più cauto ottimismo. Anche la fiducia degli imprenditori italiani (98,9 in giugno) è salita ad un massimo da circa cinque anni e mezzo sulla scia della soddisfazione per la ripresa economica che sembra rafforzarsi in Europa. Il dato contrasta con la fiducia dei consumatori che ha invece segnato un arretramento in giugno (106,8 da 107,6 di maggio) presumibilmente a causa delle preoccupazioni per probabili aumenti dei prezzi e per gli aggiustamenti annunciati sulla finanza pubblica. La fiducia degli imprenditori francesi ha proposto in giugno una riduzione (107)

rispetto a maggio (108) e sembra indicare una fase di assestamento su livelli coerenti con una buona evoluzione del settore.

Se le attese di proseguimento della crescita economica si confermeranno nell'area dell'euro, rimane probabile che le autorità monetarie proseguano la manovra di aumento dei tassi. Il numero di banchieri centrali che lasciano trasparire un orientamento più restrittivo da parte della Bce è aumentato. Tra gli altri, il governatore della Banca centrale greca Nicolas Garganas ha precisato che in caso di necessità la Bce potrebbe adottare misure più incisive di quelle finora praticate, portando i mercati a scommettere sulla possibilità di un'accelerazione della manovra restrittiva.

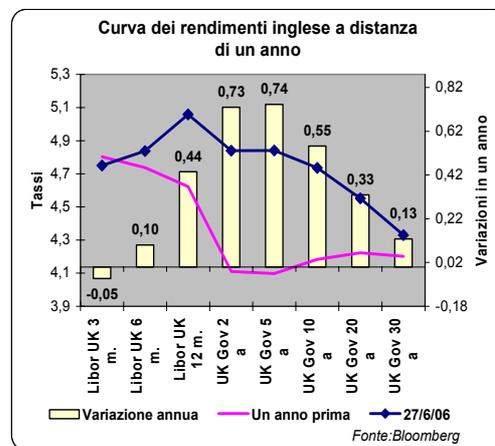
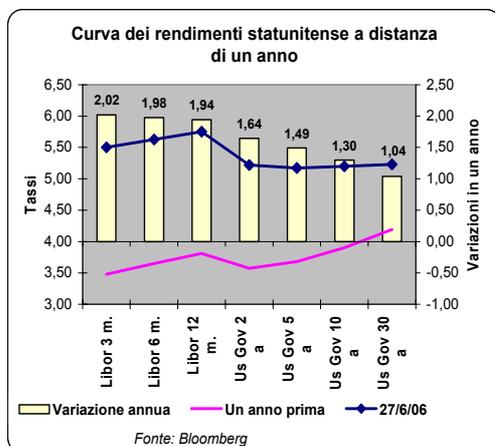
Diciassettesimo aumento dei Fed Funds in arrivo

In attesa del Fomc del 28-29 giugno, indicazioni di un futuro rallentamento e sintomi di persistente forza dell'economia statunitense continuano a sovrapporsi.

Ad avvalorare l'ipotesi di una decelerazione dell'economia ha concorso il *leading indicator* del *Conference Board* che è calato oltre le attese in maggio (-0,6%). L'arretramento di maggio è il più sensibile dopo la riduzione dello 0,8% che l'indice segnalò a settembre 2005 sulla scia dei danni provocati dall'uragano Katrina. Il *leading indicator* ha una valenza previsiva e proietta presumibilmente un'economia in decelerazione nel corso dei mesi estivi.

In giugno, gli ordini di beni durevoli hanno ceduto dello 0,3% congiunturale dopo essere calati in modo marcato in maggio, ma il debole andamento è dipeso prevalentemente dal settore dei trasporti. Al netto di questa componente, infatti, gli ordinativi sono aumentati dello 0,7% congiunturale. Gli ordini di beni capitali, esclusi difesa e aerei, hanno sperimentato un rimbalzo dell'1% m/m fornendo un'indicazione positiva sulle prospettive degli investimenti. Anche il settore immobiliare ha presentato risultati migliori delle aspettative. Le vendite di nuove case, attese in calo, hanno invece nuovamente progredito in maggio e la fiducia dei consumatori, calcolata dal *Conference Board*, è aumentata oltre le attese in giugno.

Complessivamente i segnali di forza congiunturale, sommati a timori di crescenti tensioni sui prezzi, rendono sempre più probabile che la Fed sia orientata a far prevalere l'esigenza di domare le pressioni e le aspettative inflazionistiche. Un ulteriore aumento di 25 centesimi dei Federal Funds al meeting del 28-29 giugno sembra l'opzione al momento più probabile. Aumenta, di conseguenza, la probabilità di un rinvio di uno-due mesi della "pausa" nella manovra di rialzi da parte della Fed. Le rinnovate attese di proseguimento della manovra monetaria restrittiva hanno, nel frattempo, sostenuto il dollaro.



Regno Unito: l'incertezza emerge dalle minute di BoE

Le minute dell'ultimo *meeting* della Banca d'Inghilterra (BoE), tenutosi il 7-8 giugno, hanno rivelato che soltanto uno dei membri del Comitato che decide sulla politica monetaria, David Walton, ha votato per un aumento del saggio guida rimasto invariato al 4,5%. Dalle minute emerge che vi sono pareri contrastanti tra i membri del Comitato. Vi è chi si preoccupa di possibili rischi al ribasso sull'inflazione: sia i prezzi delle attività finanziarie che il rallentamento dell'economia statunitense potrebbero rivelarsi più pesanti di quanto s'ipotizzasse nell'"*Inflation Report*" di maggio. Inoltre, l'aumento delle aspettative inflazionistiche, strettamente legato agli incrementi del gas e dell'elettricità, potrebbe essere solo temporaneo. Vi è chi rileva, per contro, la presenza di molti sintomi che potrebbero tradursi in tensioni sui prezzi al consumo. Vi sono indizi che la capacità produttiva inutilizzata stia rapidamente assottigliandosi, che la potenzialità delle aziende di trasferire i maggiori costi sui prezzi finali stia rafforzandosi, accanto ad una rapida crescita della base monetaria, dei valori delle case e delle attività finanziarie.

Infatti, uno dei primi indicatori sui prezzi dell'immobiliare aggiornato a giugno (pubblicato dalla Hometrack) ne ha confermato un'accelerazione al 2,4% tendenziale (0,6% m/m) dall'1,6% registrato il mese precedente. Accanto all'accelerazione dell'inflazione al consumo, che in maggio è salita al 2,2% tendenziale, l'evoluzione dei prezzi del settore immobiliare è un elemento cruciale per la definizione della politica monetaria e ha, tra l'altro, influenzato la fase di rialzi dei tassi di BoE tra il 2004 e il luglio del 2005.

BoJ e Banca centrale cinese condividono l'orientamento restrittivo

Sul fronte asiatico anche la People's Bank of China ha dato segnali di crescente insoddisfazione per l'esuberanza con cui avanza la crescita economica cinese. A Basilea il governatore, Zhou Xiaochuan, ha dichiarato che l'economia cinese procede positivamente, ma che c'è bisogno di qualche aggiustamento. In aprile la Cina aveva colto di sorpresa i mercati decidendo il primo aumento nell'arco di 18 mesi del tasso di riferimento a dodici mesi sui prestiti, innalzandolo dal 5,58% al 5,85%. All'inizio di giugno la Banca centrale ha deciso anche un aumento della quota di liquidità che le banche devono accantonare in riserve col preciso scopo di porre un limite agli impieghi e, di conseguenza, agli investimenti. Zhou Xiaochuan ha anche dichiarato di stimare che la crescita del Pil cinese nel II trimestre si dovrebbe attestare ancora intorno al 10% tendenziale.

In Giappone, un'economia giudicata in netto recupero e avviata verso una ripresa ritenuta sostenibile, accanto a sintomi di arretramento della deflazione, fa pensare che una decisione in merito ai tassi potrebbe verificarsi durante l'estate.

	dati storici			previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi	27/06/2006	+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	108,7	117,3	116,2	109,0	107,5
dollaro-euro	1,217	1,202	1,259	1,297	1,330
yen-euro	132,3	141,0	146,3	141,4	143,0
sterlina-euro	0,669	0,689	0,690	0,699	0,720
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	3,43	4,92	5,50	5,50	5,10
euro	2,11	2,71	3,04	3,15	3,50
yen	0,05	0,10	0,33	0,40	0,70
sterlina	4,84	4,59	4,73	4,85	5,07
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,99	4,72	5,21	5,30	5,20
Germania	3,19	3,66	4,09	4,20	3,90
Giappone	1,20	1,67	1,91	2,10	2,20
Italia	3,35	3,88	4,40	4,55	4,19
Gran Bretagna	4,27	4,32	4,75	4,87	4,57

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia

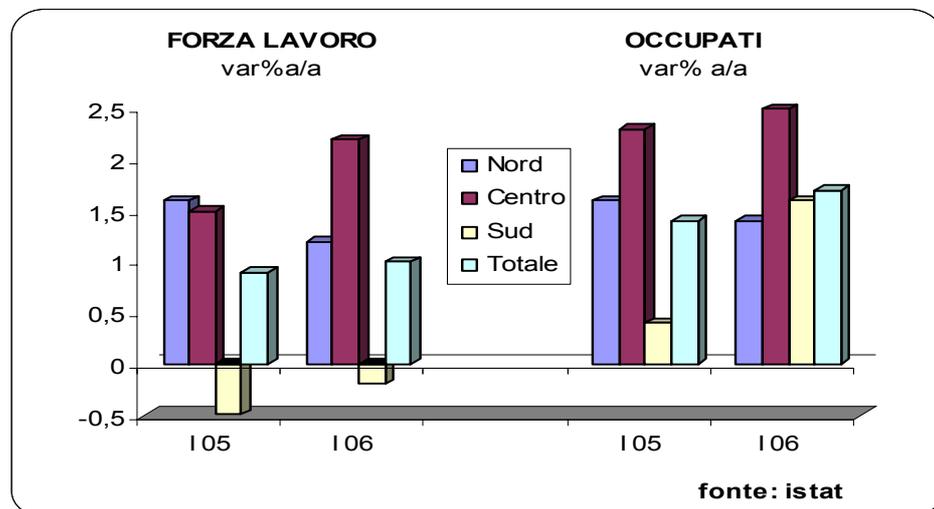
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

- Nel primo trimestre del 2006, cresce il numero degli occupati e cala la disoccupazione, il cui livello scende ai minimi dal 1992. Nel Mezzogiorno, la disoccupazione resta sempre elevata, con un tasso quasi doppio di quello della media nazionale.
- Migliorano anche alcuni indicatori strutturali del mercato del lavoro. Il tasso di attività e il tasso di occupazione si attestano al 62,7% e al 59,7%, rispettivamente quattro decimi e sette decimi di punto in più rispetto a un anno prima.
- L'incremento degli occupati è da ascrivere per il 60% alla componente degli immigrati. I posti a tempo parziale arrivano a coprire il 13,5% del totale.

Nel primo trimestre del 2006 crescono gli occupati

Nel primo trimestre del 2006, le forze di lavoro sono risultate complessivamente pari a 24 milioni 622 mila unità. L'offerta di lavoro è salita, in confronto allo stesso periodo del 2005, dell'1%. Rispetto al quarto trimestre dello scorso anno, al netto dei fattori stagionali, l'incremento è stato dello 0,4%.

Il numero degli occupati, pari attualmente a 22 milioni 747 mila, è aumentato, rispetto a un anno prima dell'1,7% (+374 mila unità), anche a seguito del progressivo aumento della popolazione immigrata iscritta in anagrafe. L'incremento degli occupati è infatti dovuto per i tre quinti (+224 mila) alla componente straniera. In termini destagionalizzati, l'occupazione è salita dello 0,7% rispetto al quarto trimestre del 2005. L'occupazione dipendente è cresciuta, rispetto a un anno prima, del 2,5% (+405 mila unità); le posizioni lavorative indipendenti hanno segnato una flessione dello 0,5% (-28 mila unità).



L'incremento dell'occupazione ha riguardato tutte le aree territoriali. Nel Nord, la crescita ha interessato 158 mila unità, di cui 153 mila stranieri. Al Centro e nel Mezzogiorno l'aumento è stato rispettivamente di 114 mila e 102 mila unità. L'incremento di gran lunga più rilevante degli occupati si è verificato nel terziario (+318 mila unità sullo stesso periodo 2005). L'industria in senso stretto è

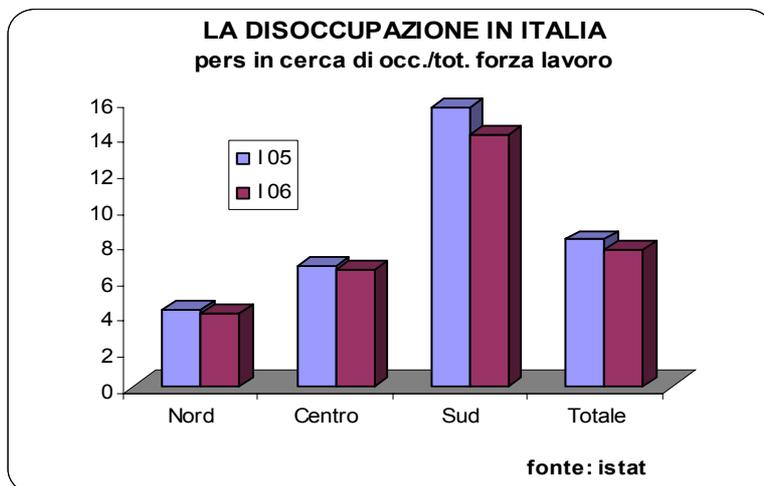
rimasta stabile; le costruzioni hanno registrato un incremento di 18 mila occupati; l'agricoltura ha segnato 40 mila unità in più.

Sempre nei primi tre mesi del 2006, il numero degli occupati a tempo pieno è cresciuto dell'1,2%; gli occupati a tempo parziale sono aumentati del 4,8%. Nel complesso, l'incidenza dell'occupazione a orario ridotto è passata dal 13,1% del primo trimestre 2005 all'attuale 13,5% (4% maschi, 26,5% femmine). Anche alcuni indicatori strutturali sono migliorati. Il tasso di occupazione, dato dal totale degli occupati sul totale della popolazione tra i 15 e i 64, anni si è portato al 59,7%, sette decimi di punto in più rispetto al primo trimestre del 2005. Il tasso di attività, dato dal rapporto tra il totale della forza lavoro e la popolazione in età lavorativa, è invece cresciuto di quattro decimi di punto, attestandosi al 62,7%.

Scende ancora il tasso di disoccupazione

Nel primo trimestre del 2006, il numero delle persone in cerca di occupazione si è attestato a un milione 875 mila unità, 136 mila in meno rispetto allo stesso periodo del 2005. È sceso il tasso di disoccupazione, che, al netto dei fattori stagionali, è passato al 7,4% (il dato più basso dal 1992) dal 7,6% del quarto trimestre del 2005. Il dato non destagionalizzato si è invece fermato al 7,6%, sei decimi di punto in meno rispetto al primo trimestre del 2005.

Preoccupa ancora il dato del Mezzogiorno, dove il rapporto tra le persone in cerca di occupazione e il totale della forza lavoro si è fermato al 14,1%, 1,5 punti percentuali in meno rispetto a un anno fa, anche se si tratta di un tasso quasi doppio rispetto a quello della media nazionale. Al Centro, il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,5% mentre al Nord al 4,1%. Il tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni) è sceso al 24,1% dal 25% di un anno prima. Il tasso di disoccupazione di lunga durata (da dodici mesi e oltre) si è attestato al 3,6%, con una diminuzione di quattro decimi di punto rispetto al primo trimestre del 2005.



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

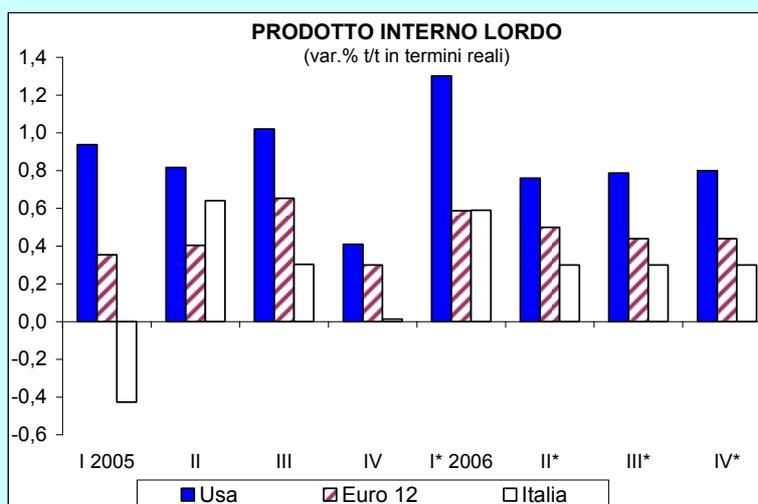
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,4	1,6	2,6	1,2	2,4	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,6	1,7	1,9	2,0	1,8	2,0

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

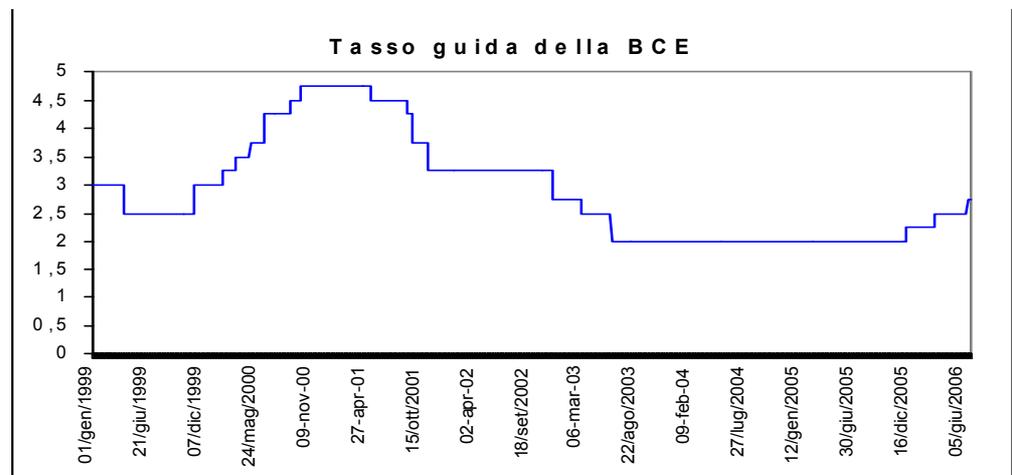
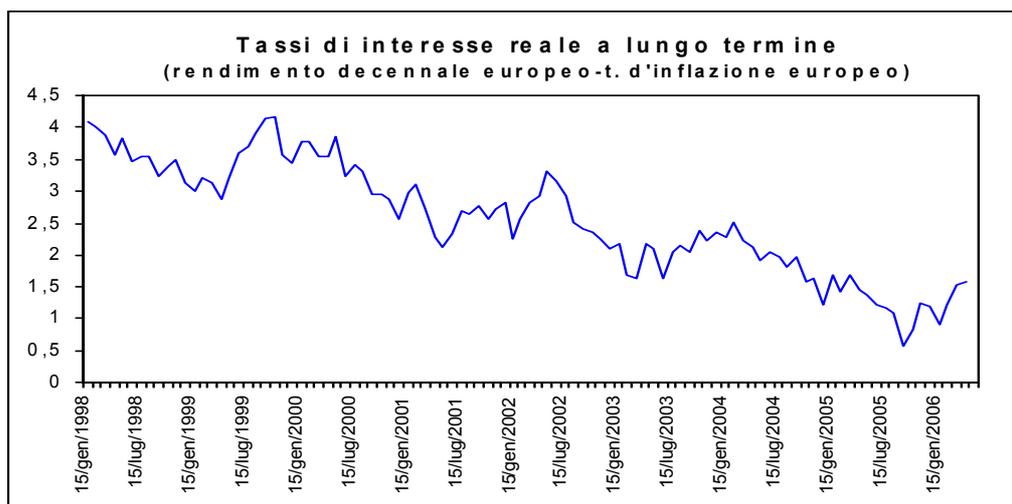
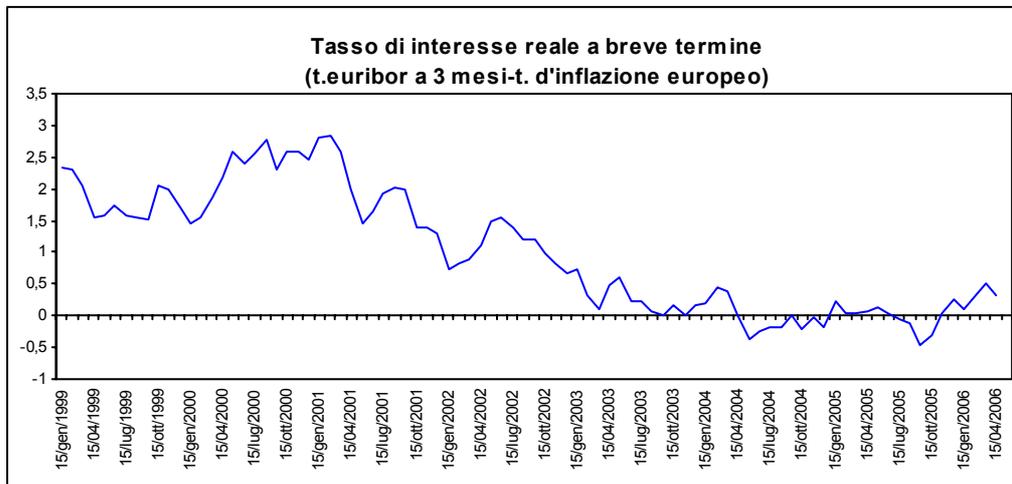
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

PREZZI AL CONSUMO													
EURO (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,3	98,5	99,3	99,8	100	100,1	100	100,1	100,8	101	100,8	101,1	100,0
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	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
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,3	-0,3	0,3	0,2
2006	-0,4	0,3	0,6	0,7	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
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2
2006	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	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													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,1	98,0	99,2	100,0	100,3	100,3	100,1	99,9	100,5	101,2	101,2	101,2	100,0
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,6	102,3	102,9	103,6	103,7	103,7	102,3
2007	102,6	102,5	103,8	104,8	105,1	105,2	105,0	104,7	105,3	106,1	106,2	106,2	104,8
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	0,2
2007	-1,0	-0,1	1,2	1,0	0,3	0,1	-0,2	-0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3
2007	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,1	127,1
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,5	130,8	131,0	131,2	129,9
2007	131,5	131,7	132,1	132,5	132,9	133,0	133,6	133,8	133,8	134,1	134,4	134,5	133,2
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2007	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	2,2
2007	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Trend per la politica monetaria europea

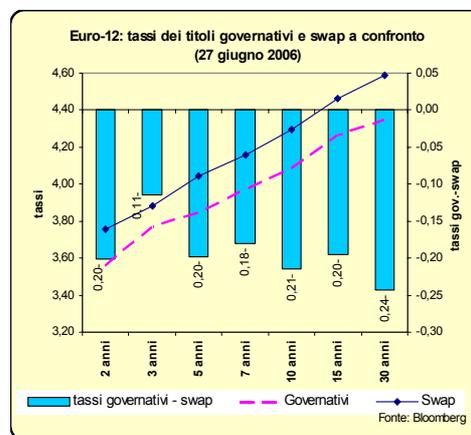
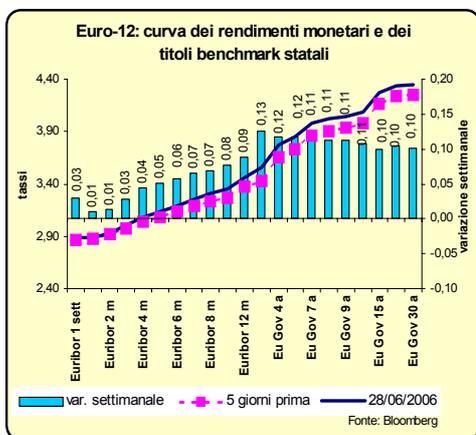
M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



Fonte: Datastream.

Panorama Tassi & Euro

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

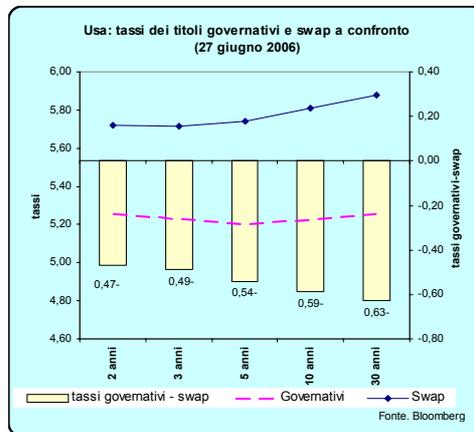
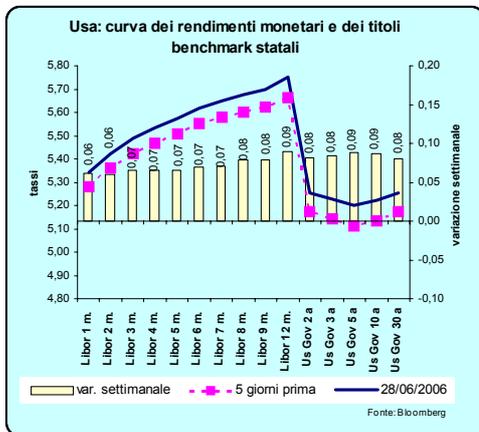


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	26/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,256	1,259	1,280	1,208	1,263	1,179	-0,2	-1,8	4,0	-0,5	6,5
Canada	1,406	1,413	1,418	1,484	1,623	1,800	-0,5	-0,9	-5,3	-13,4	-21,9
Australia	1,716	1,706	1,688	1,565	1,680	1,910	0,6	1,6	9,7	2,1	-10,2
Nuova Zelanda	2,078	2,043	2,007	1,706	1,924	2,223	1,7	3,5	21,8	8,0	-6,5
Giappone	146,1	145,4	143,5	131,9	135,1	133,7	0,5	1,8	10,8	8,2	9,3
Cina	10,08	10,08	10,22	10,03	10,39	9,76	0,0	-1,4	0,5	-3,0	3,2
Argentina	3,867	3,865	3,923	3,480	3,699	1,180	0,1	-1,4	11,1	4,6	227,8
Swizzera	1,563	1,557	1,559	1,541	1,558	1,617	0,4	0,3	1,4	0,3	-3,3
Regno Unito	0,690	0,682	0,685	0,663	0,705	0,711	1,2	0,7	4,1	-2,1	-3,0
Svezia	9,218	9,281	9,307	9,402	9,080	9,470	-0,7	-0,9	-1,9	1,5	-2,7
Danimarca	7,456	7,455	7,458	7,448	7,445	7,450	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1
Norvegia	7,929	7,856	7,823	7,973	8,414	8,855	0,9	1,3	-0,6	-5,8	-10,5
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	28,53	28,52	28,17	29,94	32,41	35,11	0,0	1,3	-4,7	-12,0	-18,7
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	280,1	275,5	261,2	247,2	262,5	251,5	1,7	7,2	13,3	6,7	11,4
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	38,22	38,13	37,75	38,32	41,17	42,99	0,2	1,3	-0,3	-7,2	-11,1
Slovenia	239,7	239,6	239,6	239,4	236,7	189,0	0,0	0,0	0,1	1,2	26,8
Polonia	4,088	4,064	3,932	4,029	4,702	4,071	0,6	4,0	1,5	-13,1	0,4
Russia	33,99	33,96	34,41	34,62	36,89	25,32	0,1	-1,2	-1,8	-7,9	34,2
EURO	93,0	92,6	92,9	89,6	92,8	93,3	0,4	0,1	3,7	0,2	-0,3

cambio effettivo nominale
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					
	26/6/06	-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	1,124	1,121	1,107	1,233	1,293	1,598	-0,3	-1,5	9,7	15,1	42,2
Australia (*)	0,732	0,736	0,758	0,770	0,753	0,516	-0,6	-3,4	-4,9	-2,9	41,9
Nuova Zelanda (*)	0,604	0,616	0,634	0,704	0,656	0,425	-2,0	-4,7	-14,2	-7,9	42,1
Giappone	116,2	115,5	112,7	109,1	107,2	131,8	-0,7	-3,1	-6,2	-7,8	13,4
Corea del Sud	959	955	949	1,010	1,198	1,320	-0,4	-1,0	5,4	24,9	37,7
Filippine	53,40	53,28	52,76	55,61	55,54	51,60	-0,2	-1,2	4,1	4,0	-3,4
Indonesia	9,397	9,377	9,255	9,648	8,418	10,370	-0,2	-1,5	2,7	-10,4	10,4
Singapore	1,599	1,598	1,580	1,675	1,700	1,849	-0,1	-1,2	4,7	6,3	15,6
Thailandia	38,48	38,49	38,31	41,10	39,61	44,05	0,0	-0,4	6,8	2,9	14,5
Cina	8,00	8,01	8,03	8,28	8,28	8,28	0,0	0,3	3,4	3,4	3,4
India	46,25	45,79	45,83	43,53	45,63	48,27	-1,0	-0,9	-5,9	-1,3	4,4
Argentina	3,08	3,08	3,08	2,88	2,94	1,00	-0,1	0,0	-6,7	-4,6	-67,7
Brasile	2,23	2,25	2,24	2,38	2,89	2,30	1,0	0,4	6,6	29,6	2,8
Cile	547,9	548,1	525,7	581,1	593,0	646,3	0,0	-4,1	6,1	8,2	18,0
Colombia	2,609	2,559	2,471	2,322	2,780	2,297	-1,9	-5,3	-11,0	6,5	-12,0
Messico	11,40	11,43	11,15	10,76	11,24	9,11	0,3	-2,2	-5,6	-1,5	-20,1
Perù	3,27	3,26	3,25	3,25	3,46	3,44	-0,1	-0,6	-0,5	5,9	5,3
Uruguay	23,80	23,80	24,00	24,49	29,32	14,75	0,0	0,8	2,9	23,2	-38,0
Venezuela	2,604	2,575	2,556	2,648	2,852	759	-1,1	-1,8	1,7	9,5	-70,8
Israele	4,48	4,45	4,52	4,53	4,39	4,48	-0,6	0,9	1,2	-2,0	0,1
Sud Africa	7,39	6,99	6,54	6,70	6,62	12,37	-5,4	-11,6	-9,4	-10,5	67,3
Turchia	1,6876	1,5980	1,5265	1,3498	1,3966	1,4298	-5,3	-9,5	-20,0	-17,2	-15,3
Area dell'Euro (*)	1,256	1,259	1,280	1,208	1,263	0,904	-0,2	-1,8	4,0	-0,5	39,0
Regno Unito (*)	1,823	1,840	1,859	1,824	1,786	1,439	-0,9	-1,9	0,0	2,1	26,7
Svizzera	1,242	1,241	1,227	1,275	1,239	1,650	-0,1	-1,3	2,7	-0,3	32,9
Danimarca	5,92	5,93	5,86	6,16	5,91	8,28	0,1	-1,1	4,1	-0,2	39,9
Norvegia	6,31	6,24	6,11	6,60	6,68	8,87	-1,2	-3,1	4,5	5,8	40,4
Svezia	7,32	7,39	7,31	7,77	7,18	10,28	0,9	-0,2	6,2	-1,9	40,5
Russia	27,05	26,99	27,04	28,62	29,45	30,14	-0,2	0,0	5,8	8,9	11,4
Polonia	3,25	3,24	3,07	3,32	3,73	3,96	-0,3	-5,5	2,2	14,9	21,8
Repubblica Ceca	22,71	22,66	22,01	24,77	25,65	35,27	-0,2	-3,1	9,1	13,0	55,3
Ungheria	222,7	219,7	205,0	204,4	209,3	272,9	-1,4	-8,0	-8,2	-6,0	22,5
DOLLARO USA	93,7	93,4	91,9	95,3	94,6	122,0	0,3	2,0	-1,7	-1,0	-23,2
<i>cambio effettivo nominale</i>											

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