

# focus

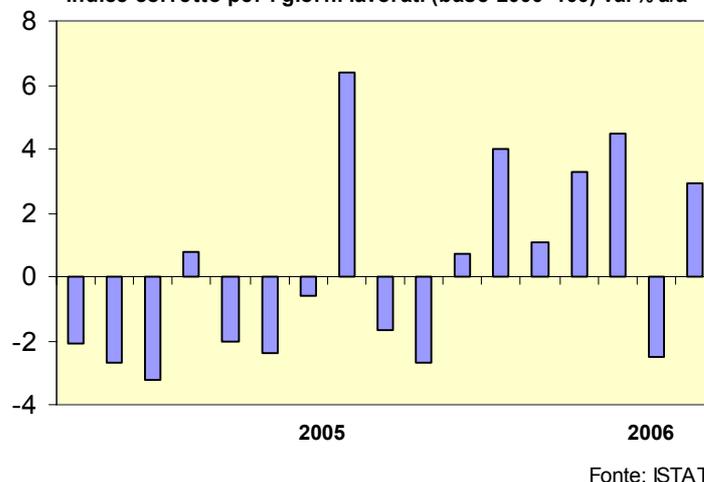
settimanale del  
Servizio Studi BNL

27  
2006

12 luglio 2006

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

ITALIA: DINAMICA DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE  
indice corretto per i giorni lavorati (base 2000=100) var% a/a



- **Editoriale** – Crescita economica e inflazione sono le principali variabili che le autorità monetarie americane monitorano per modulare le scelte di politica monetaria. Ma l'esperienza degli ultimi due anni ci dice che l'ininterrotta serie di progressivi aumenti dei tassi da parte della Fed ha impedito al cambio del dollaro di subire quel marcato deprezzamento che molti attendevano. Quanto vale il "benign neglect"?
- **Pagina 4** – In Italia la qualità del credito tende a migliorare, non solo a seguito delle cartolarizzazioni. Probabilmente, è conseguenza della migliorata condizione finanziaria delle imprese e anche degli effetti dei progressi nella valutazione del merito di credito degli affidati generati dalla cultura di Basilea II.
- **Pagina 12** – Cresce il peso degli immigrati nel bilancio demografico italiano: i dati dell'Istat.

## Editoriale: Benign neglect

*Curiosamente, in uno scenario globale sempre più intessuto di interdipendenze internazionali, la manovra dei tassi di interesse da parte delle principali autorità monetarie appare dare grande peso a dati e prospettive di ordine domestico. Un esempio viene dall'attesa per le prossime mosse della Fed. Le aspettative del mercato rimangono incerte. Il comunicato che ha accompagnato il rialzo al 5,25% del tasso sui Fed Fund ha offerto materia a sostegno di ambo gli schieramenti, di chi prevede nuovi aumenti e di chi ipotizza l'avvio di una pausa più o meno lunga. Nelle 23 righe diffuse lo scorso 29 giugno si parla di segnali di rallentamento dell'economia americana rispetto agli eccessi degli ultimi mesi, di raffreddamento del mercato immobiliare, di nuovi e virtuosi guadagni di produttività. Ma il comunicato dice pure che l'inflazione core – al netto dell'energia e di altre componenti più volatili – rimane elevata e che gli alti livelli di utilizzo della capacità produttiva insieme ai rincari energetici hanno la capacità di tradursi in pressioni sulla dinamica dei prezzi al consumo.*

*I dati in uscita nelle prossime settimane sull'inflazione e sulla crescita all'interno degli Stati Uniti saranno importanti per cercare di capire le future mosse della politica monetaria americana. Basteranno a dirimere tutti i dubbi? Probabilmente, no. Perché? Perché una diagnosi puntuale e aggiornata di quanto accade all'interno degli USA non è sufficiente a cogliere le molteplici interdipendenze di ordine internazionale che oggi legano l'economia americana al resto del mondo. Come ha dichiarato di recente il presidente della Fed di New York, Timothy Geithner, "the latest wave of global economic integration has influenced inflation and output dynamics around the world in ways that may be hard to understand fully in real time": l'integrazione economica globale cambia le dinamiche dell'inflazione e della crescita secondo modalità ancora difficili da comprendere. In questa cornice, una tendenziale chiusura dell'output gap domestico negli Stati Uniti non rappresenta necessariamente un campanello di allarme sotto il profilo delle spinte inflazionistiche se la capacità produttiva a cui gli USA correntemente attingono non è solo quella interna bensì quella globale.*

*Gli USA sono un paese dove le importazioni sono 1,5 volte le esportazioni mentre il saldo netto degli investimenti diretti fatti dagli americani all'estero risulta pari al 5% del PIL nazionale. La valuta americana rappresenta il metro monetario con cui vengano prezzate tutte le principali materie prime. Il dollaro è la divisa in cui sono investiti centinaia di miliardi di dollari di attività finanziarie del resto del mondo. Questo contesto di capillare integrazione globale non può non avere alcuna influenza sulle valutazioni a cui sono chiamati i membri del Federal Open Market Committee.*

*Nel giugno del 2004, quando Alan Greenspan diede avvio alla fase di "rimozione dello stimolo monetario", ci volevano 1,21 dollari per comprare un euro mentre occorrevano 109 yen per acquistare un dollaro. Oggi i cambi del dollaro si collocano a 1,27 contro euro e a quota 115 yen nei confronti della divisa giapponese. Rispetto alla Cina, grazie anche ai provvedimenti valutari decisi da Pechino esattamente un anno fa, negli ultimi due anni il valore del biglietto verde è passato da 8,28 a poco meno di 8 renminbi per dollaro. Nel complesso, un biennio di successivi aumenti dei tassi americani ha contribuito a calmiere le oscillazioni del dollaro sui mercati dei cambi senza veder mai realizzato quel consistente deprezzamento che da più parti si attendeva.*

*E' possibile che una sostanziale stabilizzazione del cambio sia un effetto collaterale, ma non sgradito delle scelte della politica monetaria americana. Negli ultimi due anni il rialzo dei tassi ha evitato al dollaro quelle rovinose cadute che alcuni avevano previsto e che molti non giudicano capaci di innescare il desiderato rientro dei conti esteri degli USA. Decenni di progressiva globalizzazione hanno cambiato la fisionomia del tessuto industriale americano. E' mutata la specializzazione settoriale e l'importanza relativa tra i comparti "traded" e "non traded" più e meno esposti ai venti della concorrenza internazionale. In questo nuovo contesto più di un dubbio sorge sulla possibilità, sugli alti costi e sui tempi lunghi che sarebbero necessari ad una cospicua svalutazione del dollaro per generare una sorta di gigantesca riconversione a ritroso dei modelli produttivi americani tale da recuperare all'offerta interna un maggior grado di copertura dei consumi. Nel breve termine, un collasso del dollaro avrebbe soprattutto l'effetto di creare grossi problemi al conto finanziario degli USA e ai grandi acquirenti esteri di obbligazioni americane.*

*E' altresì probabile che la noncuranza formale usata nei confronti del cambio del dollaro - il tradizionale "benign neglect" - rifletta la saggia precauzione dei "policy maker" di non voler offrire alcun appiglio a correnti speculative. Ma appare ugualmente difficile pensare che le autorità monetarie si possano mostrare completamente indifferenti alle vicende del dollaro. Oggettivamente, il graduale inasprimento della politica monetaria americana ha contribuito ad evitare agli USA lo shock di una caduta verticale del biglietto verde e di un riaggiustamento industriale dagli esiti piuttosto incerti. Il grado di avanzamento raggiunto dalla manovra monetaria rende però oggi più stretti i tempi per l'avvio di un processo strutturale di risanamento e, soprattutto, di rilancio delle capacità interne di risparmio delle famiglie americane. E, parimenti, suggerisce la realizzazione di un maggior livello di cooperazione tra le politiche economiche, monetarie e valutarie a livello internazionale.*

*Come indicano gli "statements" della Riserva federale, per comprendere le future mosse dei tassi americani gli operatori dei mercati faranno bene a seguire i dati sull'evoluzione di breve periodo dell'inflazione, della crescita e dell'"output gap" negli Stati Uniti. A loro sarà utile dare anche un'occhiata ai corsi del dollaro e all'evoluzione dei flussi e degli stock di investimenti finanziari fatti negli USA dal resto del mondo. Uno sguardo, beninteso, saltuario e noncurante.*

Giovanni Ajassa

## Una migliore qualità del credito

S.Carletti ☎ 06-4702.8440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

- **Alla fine dello scorso anno il rapporto tra sofferenze lorde e impieghi si è attestato al 3,7% (4,0% facendo riferimento alle sofferenze rettifiche), un punto percentuale in meno rispetto all'anno precedente e oltre un terzo in meno rispetto al dato del 2000 (6,2%).**
- **Anche senza cartolarizzazioni, l'ammontare delle sofferenze lorde nel 2005 risulta diminuito, diversamente da quanto avvenuto sia nel 2004 sia nel 2003. Il tasso di ingresso in sofferenza rettificata si è attestato allo 0,8%, anche in questo caso in flessione rispetto all'anno precedente (0,9%).**
- **L'apparente contraddizione tra persistente debole andamento dell'economia e favorevole andamento della qualità del credito ha due spiegazioni, a volte presentate come alternative ma più probabilmente complementari e di peso relativo diverso.**

### Migliora la qualità del credito in Italia

La relazione annuale della Banca d'Italia ha certificato i grandi progressi compiuti dal sistema bancario italiano sotto il profilo della qualità del portafoglio prestiti alla clientela e della gestione del rischio di credito. Alla fine dello scorso anno il rapporto tra sofferenze lorde e impieghi si è attestato al 3,7% (4,0% facendo riferimento alle sofferenze rettifiche), un punto percentuale in meno rispetto all'anno precedente e oltre un terzo in meno rispetto al dato del 2000 (6,2%). Al progresso realizzato nel 2005 ha contribuito in modo sostanziale il rilevante flusso di cartolarizzazioni realizzate nell'anno (€ 8.535 mln), in gran parte riconducibile ad uno dei gruppi maggiori. A rendere positivo il consuntivo 2005 sono due circostanze:

- anche senza cartolarizzazioni, l'ammontare delle sofferenze lorde nel 2005 risulta diminuito (-0,65%), diversamente da quanto avvenuto sia nel 2004 (+6,7%) sia nel 2003 (+10,8%), anni entrambi negativamente condizionati dalla vicenda Parmalat;
- il tasso di ingresso in sofferenza rettificata si è attestato allo 0,8%, anche in questo caso in flessione rispetto all'anno precedente (0,9%).

### Le possibili spiegazioni del favorevole andamento

Questi dati sono in apparente contrasto con il persistente debole andamento dell'economia (crescita reale medio annua nel periodo 2000-05 di appena lo 0,6%). Le possibili spiegazioni sono due, a volte presentate come alternative ma più probabilmente complementari e di peso relativo diverso. La prima spiegazione ritiene che a contenere il deterioramento del portafoglio prestiti in una fase di bassa crescita dell'economia sia stata soprattutto la condizione finanziaria delle imprese. Gli aspetti di debolezza strutturale sarebbero stati, cioè, compensati da una struttura finanziaria delle imprese resa più solida dalla significativa e prolungata riduzione dei tassi d'interesse. A sostegno di questa tesi la Banca d'Italia sottolinea che la quota delle imprese in condizioni finanziarie meno favorevoli si è mantenuta in linea con quella registrata durante il triennio 1998-2000 caratterizzato da un migliore andamento congiunturale. La seconda spiegazione attribuisce, invece, il merito del minore deterioramento del portafoglio prestiti alla migliore capacità di selezione degli affidati. In effetti, a fronte di una probabilità media di ingresso a sofferenza per le imprese non finanziarie all'inizio di quest'anno all'1,04% (1,11% a fine 2004), il peso sul totale degli impieghi dei prestiti inseriti nelle classi di rischio superiore a 2%

(traducibile in un B+) risulta pari al 12,7%, 1,8 punti percentuali in meno rispetto alla situazione rilevata a fine 2003. Questa riduzione di circa un ottavo equivale ad un alleggerimento delle classi di maggiore rischio di circa 10 mld di euro.

Un aspetto meritevole d'interesse è quello dell'andamento del tasso di decadimento (rapporto tra flusso di nuove sofferenze rettificata e consistenza degli impieghi all'inizio del periodo) delle macrobranche. Facendo riferimento ai tassi annuali calcolati su base trimestrale si può rilevare che nell'arco degli ultimi quattro trimestri disponibili a livello sistema (dicembre 2004-dicembre 2005) il tasso di decadimento del totale delle macrobranche è sceso di oltre un decimo, da 1,48% a 1,30%. L'andamento più negativo è quello dell'agricoltura (peggioramento di 38 centesimi) i cui impieghi vivi rappresentano però solo il 5% del totale. A comporre il miglioramento prima indicato sono soprattutto l'edilizia (miglioramento di 67 centesimi) che pesa per poco meno del 13% e il settore del commercio e dei servizi (miglioramento di quasi 18 centesimi) titolare del 46% degli impieghi vivi delle macrobranche.

	Tasso di decadimento annuo (1)		incidenza % su crediti vivi
	dic-04	dic-05	
Agricoltura	1,55	1,93	5,1
Commercio	1,69	1,53	12,0
Edilizia	1,96	1,29	12,6
Industria	1,63	1,55	36,4
Servizi	1,07	0,89	33,9
<b>Totale Branche</b>	<b>1,48</b>	<b>1,30</b>	<b>100,0</b>

(1): tassi di decadimento annuali calcolati su base trimestrale

### La qualità del credito dei maggiori gruppi bancari italiani

Indicazioni interessanti si possono anche estrarre dalla considerazione dei nove principali gruppi bancari italiani. Nel complesso, le attività deteriorate (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturata, esposizioni scadute, rischio paese) al netto delle rettifiche rappresentavano a fine 2005 il 3,4% dell'esposizione netta verso clientela, con valori compresi tra un minimo del 2,0% ed un massimo del 7,2%. All'interno di questo aggregato, le sofferenze nette risultavano pari a € 17,3 mld, l'1,32% dell'esposizione netta totale verso clientela dei nove gruppi maggiori. In media il grado di copertura era pari al 64,5%, in un intervallo di valori piuttosto ampio (da 51,5 % a 74,9%). Rispetto al resto del sistema, si può osservare che i gruppi maggiori hanno in relazione agli impieghi un carico di sofferenze e di incagli mediamente maggiore ma anche livelli di copertura nettamente superiori. Più in dettaglio, per i gruppi di media e piccola dimensione il grado di copertura delle sofferenze si ferma rispettivamente al 59% e al 61%; a sua volta quello degli incagli è più basso rispettivamente di 5 e 15 punti percentuali rispetto al dato medio dei grandi gruppi (32%).

Nell'ambito dell'esposizione verso clientela per cassa deteriorata un caso interessante è quello della cosiddetta *past due*. Per i nove principali gruppi bancari italiani si tratta di € 8,7 mld, lo 0,6% del totale dell'esposizione netta per cassa verso clientela e, all'interno di questa, il 17% circa della parte deteriorata. Com'è noto fino alla fine del 2011 le banche italiane possono classificare come scadute tutte le esposizioni (verso enti del settore pubblico, imprese e le esposizioni al dettaglio) che presentino mancati pagamenti da oltre 180 giorni, invece dei 90 giorni previsti per gli altri paesi che partecipano al

progetto Basilea 2. Nella metodologia standard di calcolo dei requisiti di capitalizzazione per i mutui retail e il leasing immobiliare, invece, si applicherà sin dall'inizio il vincolo dei 90 gg. Le esposizioni scadute sono un dato rilevante soprattutto per tre gruppi bancari (due terzi del totale). A fronte di questa tipologia di esposizione deteriorata, i maggiori gruppi bancari italiani hanno in media predisposto una copertura del 12,6%, sintesi di un arco di valori decisamente ampio (si va dallo 0,5% al 24,3%).

Infine, la copertura generica predisposta a fronte della parte non deteriorata del portafoglio verso clientela risulta pari allo 0,47%, in un intervallo che va dallo 0,22% allo 0,95%.

Seppure meno che nello scorso anno, la riduzione del costo del rischio di credito continua a rappresentare un perno essenziale del miglioramento del risultato economico delle banche italiane. Nel 2004 la riduzione degli accantonamenti su crediti aveva contribuito al miglioramento del risultato operativo per il 60% a livello sistema e per il 91% per l'insieme dei sei gruppi maggiori. Nel 2005 il contributo si è ridimensionato rispettivamente al 18% e al 26%. In cifra assoluta per i sei gruppi maggiori si è trattato di minori accantonamenti per il rischio di credito per € 1,4 mld. In rapporto al saldo tra ricavi e costi l'incidenza degli accantonamenti su crediti è scesa a livello di sistema dal 35% del 2003, al 28% del 2004, al 19% del 2005 (15% per i soli sei gruppi maggiori).

Come si posizionano sotto questo ultimo profilo le grandi banche europee? Su un campione di 20 grandi gruppi, otto si posizionano al di sotto della soglia del 10%. Le due grandi banche spagnole si collocano in un caso poco al di sopra di questa soglia, nell'altro caso al livello medio del sistema bancario spagnolo (20% nel 2005, in discesa rispetto al 23,2% dell'anno precedente). Nella posizione meno favorevole sono le grandi banche inglesi, in tre casi su quattro ben oltre il 20%, malgrado il soddisfacente andamento del settore *corporate*. Nel loro caso pesa il considerevole deterioramento del portafoglio *retail*, dimostratosi vulnerabile in questa fase congiunturale a causa dell'alto livello di indebitamento raggiunto dalle famiglie britanniche.

## Toro deluso dalle trimestrali

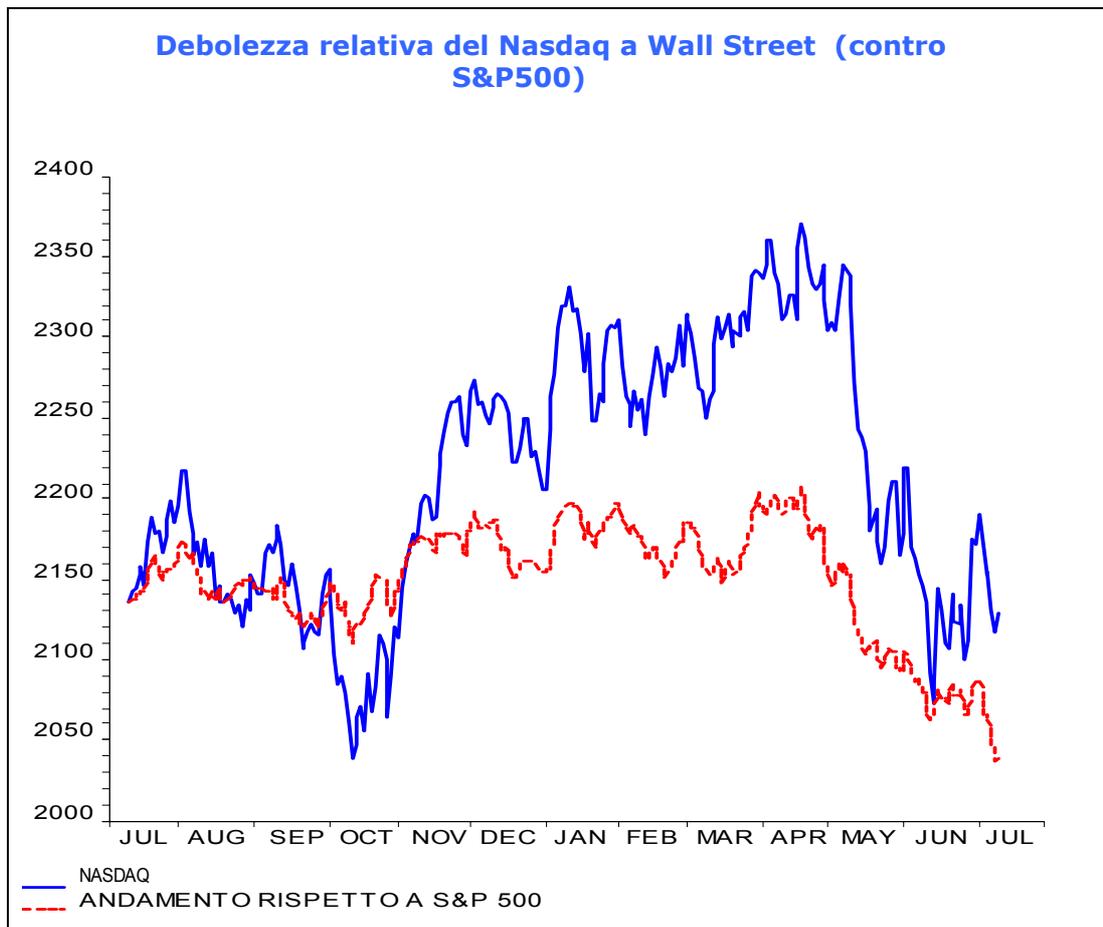
G. Pedone ☎ 06-47027055 – [giovanni.pedone@bnlmail.com](mailto:giovanni.pedone@bnlmail.com)

Dalla violenta correzione registrata a partire dal 9 maggio scorso le borse internazionali hanno recuperato soltanto metà delle perdite subite accusando quindi la mancanza sostanziale di driver positivi. Gli indici azionari stentano a riprendere il ritmo rialzista e i livelli perduti di inizio anno e, nell'incertezza, si assestano lungo il canale laterale in attesa che vengano sciolti gli ultimi nodi di politica monetaria (Bce ad agosto).

Malgrado il tipico assottigliamento stagionale delle contrattazioni i margini delle società restano competitivi, attraenti e a sconto ma tuttora incapaci di compensare adeguatamente l'impatto ribassista dei timori di un rallentamento della crescita e di un marcato aumento della pressione dei tassi d'interesse che contribuiscono a soffocare le prospettive a medio termine dei listini.

Il sentiment negativo viene alimentato non soltanto dalla precarietà tecnica e dalla stanchezza dei multipli, ma anche dalla mancanza di spunti sul fronte utili e dalle contraddizioni dei fondamentali (ordini durevoli v/s indice manifatturiero Usa) che tagliano ulteriormente i volumi delle principali piazze azionarie.

Approfittando della costante riduzione del volume di scambi, il livello di volatilità si mantiene contenuto, in netta controtendenza dai massimi di inizio giugno. Un segnale positivo per la stabilità del trend e magari per la costruzione di una base di ripartenza tecnica di accumulazione.



Il movimento rialzista può contare sul ritorno dell'appoggio delle piazze emergenti (Brasile escluso) dopo le ottave di ritracciamento ma nel contempo deve segnalare la perdita del traino di alcuni comparti chiave, come quello tecnologico (cfr. grafico), gravati dalle perdite del Nasdaq (maggiore ribasso settimanale) sulla scia del continuo cedimento dei semiconduttori.

### Volatilità sul comparto tecnologico

L'azionario statunitense resta sotto pressione sia per l'inasprimento della stretta monetaria sia soprattutto per il deludente avvio della stagione degli utili.

I primi allarmi utili dei risultati trimestrali della Corporate America, specie da aziende ad alta tecnologia (3M, Amd e Lucent), hanno condizionato l'andamento di Wall Street vanificando i tentativi di rimbalzo a seguito delle piazze asiatiche.

### Quadro tecnico logorato

La modalità di reazione ai dati societari indebolisce il quadro tecnico lasciando le quotazioni maggiormente esposte a delicati test di supporto sui minimi di periodo che possono aprire scenari recessivi e rinforzare la tendenza ribassista.

La dinamica degli utili aziendali, da monitorare nelle prossime sedute, si inserisce in un contesto già critico in cui le prospettive degli indici azionari iniziano a risentire del rallentamento della locomotiva americana e rischiano di venir schiacciate dall'azione combinata, al rialzo, del costo del denaro da una parte, e del prezzo del greggio dall'altra.

Una morsa difficile da attenuare nel breve periodo e che tenderà ad acuirsi nei mesi estivi accrescendo il clima di attesa ed incertezza che grava sui listini.

Indici	10-lug-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	28.016	<b>-0,30</b>	2,60	<b>11,80</b>	30.073 del 09-mag-06	24.599 del 27-ott-05
MIB 30	36.568	<b>-0,08</b>	2,51	<b>11,47</b>	39.007 del 09-mag-06	32.110 del 27-ott-05
EURO STOXX50	3.667	<b>4,57</b>	4,13	<b>13,71</b>	3.891 del 09-mag-06	3.224 del 26-ago-05
CAC 40 Parigi	4.982	<b>4,58</b>	4,49	<b>15,86</b>	5.312 del 09-mag-06	4.314 del 12-lug-05
DAX 30 Francoforte	5.706	<b>-0,11</b>	4,43	<b>24,11</b>	6.141 del 09-mag-06	4.653 del 12-lug-05
FTSE 100 Londra	5.897	<b>0,21</b>	4,27	<b>12,71</b>	6.133 del 21-apr-06	5.142 del 21-ott-05
IBEX 35 Madrid	11.650	<b>0,69</b>	4,97	<b>18,95</b>	12.083 del 09-mag-06	9.873 del 12-lug-05
SMI Zurigo	7.704	<b>-0,21</b>	3,63	<b>22,06</b>	8.122 del 09-mag-06	6.329 del 12-lug-05
AEX Amsterdam	443	<b>-0,20</b>	3,78	<b>13,89</b>	478 del 21-apr-06	385 del 26-ago-05
OMX Stoccolma	308	<b>-0,73</b>	3,88	<b>18,95</b>	345 del 03-apr-06	261 del 26-ago-05
RTS Mosca	1.556	<b>2,89</b>	14,18	<b>107,69</b>	1.750 del 05-mag-06	743 del 18-lug-05
ISE 100 Istanbul	36.148	<b>1,95</b>	3,87	<b>29,83</b>	47.729 del 27-feb-06	27.689 del 12-lug-05
India BSE Nat. Bombay	5.415	<b>-0,01</b>	8,36	<b>40,67</b>	6.555 del 10-mag-06	3.847 del 14-lug-05
DOW JONES	11.104	<b>-1,11</b>	1,94	<b>6,26</b>	11.643 del 10-mag-06	10.215 del 21-ott-05
S&P 500	1.267	<b>-1,00</b>	1,20	<b>4,58</b>	1.326 del 05-mag-06	1.177 del 13-ott-05
NASDAQ	2.117	<b>-3,36</b>	<b>-0,85</b>	<b>0,19</b>	2.371 del 19-apr-06	2.037 del 12-ott-05
NIKKEI 225	15.553	<b>-0,12</b>	5,44	<b>34,47</b>	17.563 del 07-apr-06	11.660 del 13-lug-05
TOPIX	1.594	<b>0,05</b>	6,36	<b>35,36</b>	1.784 del 07-apr-06	1.185 del 11-lug-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	36.140	<b>-3,26</b>	3,04	<b>47,98</b>	41.979 del 09-mag-06	24.530 del 25-lug-05
IPC BOLSA Mexico	19.700	<b>-1,80</b>	10,99	<b>42,02</b>	21.823 del 09-mag-06	13.807 del 11-lug-05
ASX Sidney	5.103	<b>1,00</b>	3,60	<b>21,70</b>	5.318 del 11-mag-06	4.225 del 12-lug-05
HANGSENG Hong Kong	16.604	<b>1,70</b>	6,24	<b>18,90</b>	17.302 del 08-mag-06	14.147 del 12-lug-05
STRAITS Singapore	2.438	<b>0,01</b>	4,32	<b>10,04</b>	2.660 del 03-mag-06	2.192 del 28-ott-05
KOSPI 200 Seul	168,3	<b>0,56</b>	5,43	<b>28,18</b>	190,2 del 11-mag-06	133,9 del 11-lug-05
SE B \$ Shanghai	93,1	<b>-0,50</b>	7,19	<b>52,82</b>	101,4 del 15-mag-06	51,3 del 21-lug-05

## Le previsioni su tassi e cambi

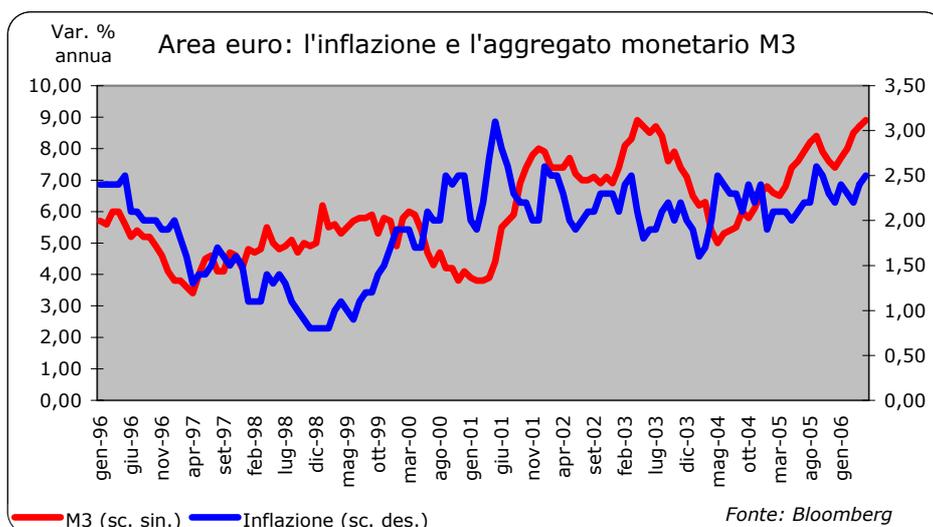
P. Ciocca ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

- La Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2,75%. Le preoccupazioni per l'evoluzione del contesto inflazionistico potrebbero indurre ulteriori interventi restrittivi già a partire dal mese di agosto.
- Negli Usa i dati sul mercato del lavoro hanno aumentato l'incertezza sulle future scelte della Fed. Se da un lato il minor vigore nella creazione di nuovi posti di lavoro attenua le preoccupazioni per l'inflazione, una crescente attenzione viene rivolta alla dinamica salariale. Una pausa di riflessione potrebbe aiutare a comprendere appieno gli effetti dei passati aumenti dei tassi.

### Appare più restrittivo l'orientamento della Bce

La Bce ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 2,75%. È stato sottolineato come la politica monetaria rimanga accomodante dato il basso livello dei tassi, la forte crescita degli aggregati monetari e creditizi e l'eccesso di liquidità presente nel sistema. Secondo la Bce ulteriori progressivi interventi restrittivi, finalizzati a ridurre il sostegno fornito all'economia dalla politica monetaria, potrebbero essere giustificati qualora lo scenario dovesse confermare le previsioni. Le prospettive di sviluppo appaiono positive con la crescita attesa rimanere intorno al potenziale. Rischi verso il basso nel lungo periodo provengono dai corsi petroliferi e dagli squilibri globali.

Il tasso d'inflazione è atteso dalla Bce mantenersi al di sopra del 2% per tutto il 2006 e anche nella media prevista per il prossimo anno. Pressioni sui prezzi dovrebbero provenire dal materializzarsi degli effetti dei passati aumenti dei corsi petroliferi e dagli annunciati cambiamenti nella tassazione indiretta. Un'analisi complessiva del sistema macroeconomico evidenzia secondo la Bce il permanere di rischi per la stabilità dei prezzi. Preoccupano gli andamenti degli aggregati monetari e creditizi, con la crescita di M3 che ha ulteriormente accelerato su ritmi prossimi al 9%. Anche i prestiti concessi al settore privato, sia famiglie che imprese non finanziarie, continuano ad aumentare in maniera significativa. Tali andamenti diventano più preoccupanti in un contesto caratterizzato da una quantità di liquidità in eccesso nel sistema.

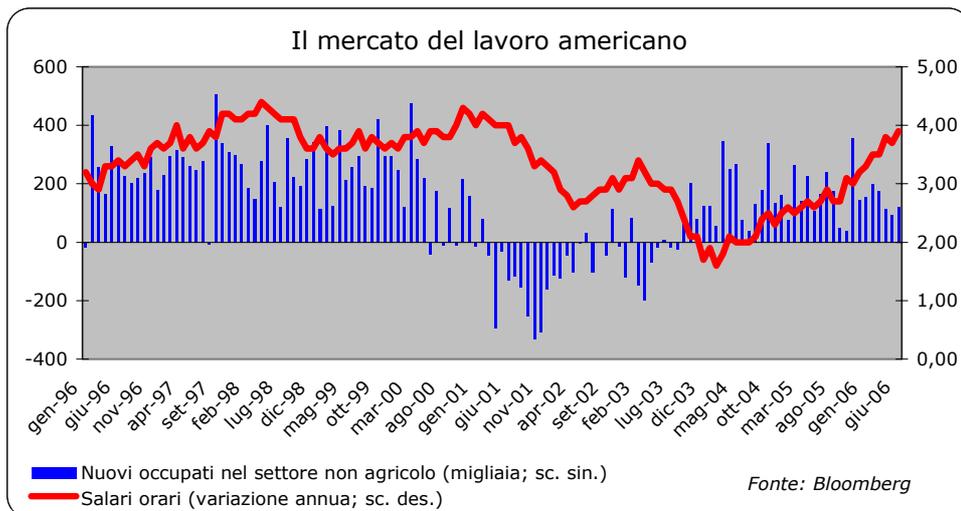


Le parole del Presidente della Bce Trichet hanno rafforzato l'idea di un prossimo intervento restrittivo già nella riunione del 3 agosto. È stata, infatti, enfatizzata l'esigenza di procedere con una "vigilanza forte" che assicuri il mantenimento dell'inflazione su livelli considerati coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Ovviamente non vi sono impegni predefiniti per le future scelte di politica monetaria. Trichet continua, infatti, ad enfatizzare la libertà di comportamento della banca centrale che le consente di adeguare tempestivamente le proprie decisioni alla reale evoluzione macroeconomica. Il materializzarsi di uno scenario in linea con le proprie previsioni potrebbe spingere la Bce verso un orientamento più restrittivo di quello fino ad ora immaginato.

Nell'area euro permangono, però, alcuni elementi d'incertezza che si inseriscono in uno scenario nel complesso positivo. Gli indicatori di fiducia continuano a rappresentare un'economia che dovrebbe proseguire la fase di sviluppo che ha caratterizzato la prima parte del 2006. Il PMI relativo ai servizi è ulteriormente cresciuto a giugno. Nel I trimestre dell'anno il valore aggiunto prodotto dal settore dei servizi ha rappresentato circa il 70% del totale. Il PMI riferito a tale comparto riveste, pertanto, una significativa importanza per la tenuta dell'economia nei prossimi mesi. Ma, i fattori di preoccupazione provengono prevalentemente dalla spesa delle famiglie. I miglioramenti emersi nei mesi precedenti sono stati parzialmente offuscati a maggio dalla brusca contrazione registrata dalle vendite al dettaglio dell'area euro (-0,6% m/m) con la crescita annuale tornata al di sotto dell'1%. Nel comparto industriale i dati relativi alle principali economie hanno, invece, rafforzato le attese per una positiva evoluzione della produzione dell'area euro dopo la contrazione di aprile. In Germania l'indice relativo all'attività nel settore industriale è cresciuto in maniera significativa a maggio con il ritmo di sviluppo annuale prossimo al 6%. Nello stesso mese sia in Francia che in Italia la produzione ha registrato una ripresa dopo la contrazione di aprile.

### Cresce l'incertezza sulla politica monetaria americana

L'economia americana è entrata in una fase di transizione. Come sottolineato dalla Fed nel comunicato diffuso in occasione dell'ultimo FOMC, le informazioni disponibili descrivono un'economia in decelerazione dai forti ritmi di sviluppo che avevano caratterizzato il I trimestre del 2006.



Dopo i segnali di minore vigore giunti a maggio sia dal comparto industriale che dalle vendite al dettaglio anche il mercato del lavoro è apparso in fase di

indebolimento. A giugno il numero dei nuovi occupati creati nel settore non agricolo è stato pari a 121 mila unità. Nonostante il dato risulti in crescita rispetto al mese precedente, nel II trimestre l'incremento di buste paga (325 mila) è stato sensibilmente inferiore a quello dei primi tre mesi dell'anno (529 mila). Il rallentamento dell'occupazione, le rinnovate tensioni sui mercati petroliferi e il minore vigore nello sviluppo del settore immobiliare potrebbero contribuire a frenare la domanda interna conducendo l'economia americana verso ritmi di crescita meno vigorosi.

Il dato sul mercato del lavoro ha però fornito alla Riserva Federale informazioni contrastanti per la politica monetaria. Infatti, mentre un'evoluzione meno sostenuta nella creazione di nuovi posti di lavoro attenua le preoccupazioni grazie al minore stimolo fornito ai consumi, attenzione merita la dinamica salariale. A giugno le retribuzioni medie orarie sono aumentate dello 0,5% m/m attestandosi a 16,7 dollari. Nella prima metà dell'anno in corso, la crescita media annua dei salari è risultata ampiamente superiore al valore relativo all'intero 2005.

Diviene, quindi, sempre più difficile intuire quali potranno essere le future scelte della politica monetaria americana. Il prosieguo del lungo cammino che fino ad ora ha portato i tassi sui Federal Fund dall'1% al 5,25% dipenderà dall'evoluzione dello scenario macroeconomico. L'incertezza sulla crescita potrebbe indurre la Fed a una pausa di riflessione che le consentirebbe di comprendere appieno gli effetti sull'economia della manovra restrittiva fin qui realizzata.

### Tassi ancora fermi per la politica monetaria del Regno Unito

Nella riunione del 6 luglio la Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 4,5%. Dopo un I trimestre in crescita le prospettive per l'economia del Regno Unito rimangono positive. A maggio la produzione manifatturiera è cresciuta dello 0,5% m/m; dopo cinque trimestri consecutivi di crescita negativa, la variazione media annua del periodo aprile-maggio è risultata prossima allo 0,7%. Negli ultimi mesi la contrazione del settore petrolifero ha, invece, penalizzato il dato relativo all'intera produzione industriale che a maggio è cresciuta solo dello 0,3% m/m. Il contesto inflazionistico rimane nel complesso sostanzialmente sotto controllo. Nei primi cinque mesi del 2006 la crescita media annua dei prezzi al consumo, nonostante la moderata accelerazione di maggio, è rimasta in linea con l'obiettivo della politica monetaria fissato al 2%.

	dati storici		11/07/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	111,9	117,0	114,2	110,0	105,0
dollaro-euro	1,204	1,225	1,274	1,297	1,330
yen-euro	134,7	143,3	145,5	142,7	139,7
sterlina-euro	0,685	0,694	0,691	0,696	0,700
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	3,61	5,07	5,53	5,50	4,70
euro	2,12	2,78	3,08	3,45	3,55
yen	0,06	0,11	0,38	0,45	0,70
sterlina	4,66	4,63	4,69	4,80	5,00
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,16	4,99	5,13	5,30	5,10
Germania	3,23	3,92	4,06	4,30	4,00
Giappone	1,25	1,89	1,97	2,10	2,10
Italia	3,38	4,17	4,35	4,64	4,29
Gran Bretagna	4,29	4,52	4,67	5,00	5,20

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

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

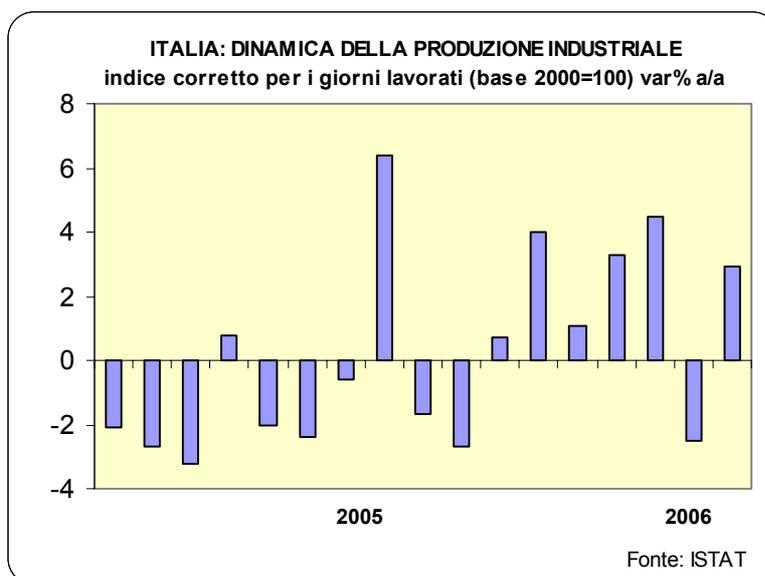
- Dopo la pausa di aprile, in maggio la produzione industriale italiana ha ripreso a crescere: l'indice corretto per i giorni lavorativi ha segnato un aumento tendenziale del 2,9%. Su base congiunturale, l'indice destagionalizzato ha mostrato un aumento dello 0,9%, il più elevato dall'inizio di quest'anno.
- Nel 2005, la popolazione italiana ammonta complessivamente 58.751.711 abitanti, 290 mila in più rispetto all'anno precedente. L'incremento demografico del nostro paese è stato garantito, come ormai da anni, dalla presenza di stranieri la cui incidenza sulla popolazione complessiva è passata dal 2,3% del 2002 al 4,5% del 2005.

### La produzione industriale recupera in maggio

Dopo la flessione di aprile, la produzione industriale italiana ha ripreso il cammino di crescita avviato all'inizio di quest'anno. Su base annua, e a parità di giorni lavorativi (22 come nel maggio 2005), l'aumento è stato pari al 2,9%. Rispetto al mese precedente, l'indice destagionalizzato ha segnato una variazione positiva dello 0,9%. Il recupero ha interessato particolarmente i beni di consumo (+4,1% m/m) e, in misura più contenuta, i beni intermedi (+1,9%) e i beni strumentali (+0,3%). Il comparto "energia" è invece risultato in flessione dell'1,4%.

Gran parte dei settori del manifatturiero hanno beneficiato del rimbalzo. Gli aumenti più elevati su base annua hanno riguardato l'industria dei trasporti (+12,9%), la produzione chimica (11,1%) e quella di apparecchi elettrici e di precisione (10,5%). Hanno invece continuato a mostrare segni di sofferenza alcuni settori tradizionali del *made in Italy*: tessile e abbigliamento (-2%), pelli e calzature (-4,1%).

Rispetto ai primi cinque mesi del 2005, l'indice corretto per i giorni lavorativi ha registrato un aumento dell'1,8%, sempre in presenza di parità di giorni lavorati (104 come nei primi cinque mesi del 2005).



### Il bilancio demografico italiano: il ruolo degli stranieri

Al 31 dicembre 2005 la popolazione residente sul territorio italiano ammonta a 58.751.711 unità, registrando un aumento di oltre 289 mila unità, pari allo 0,5%. Nel corso dell'ultimo decennio, la crescita della popolazione è stata nulla fino al 2001, per poi riprendere a svilupparsi con un tasso medio annuo dello 0,8%, grazie quasi esclusivamente alle migrazioni dall'estero e alle "sanatorie" che hanno consentito la regolarizzazione dei numerosi immigrati stranieri presenti in Italia.

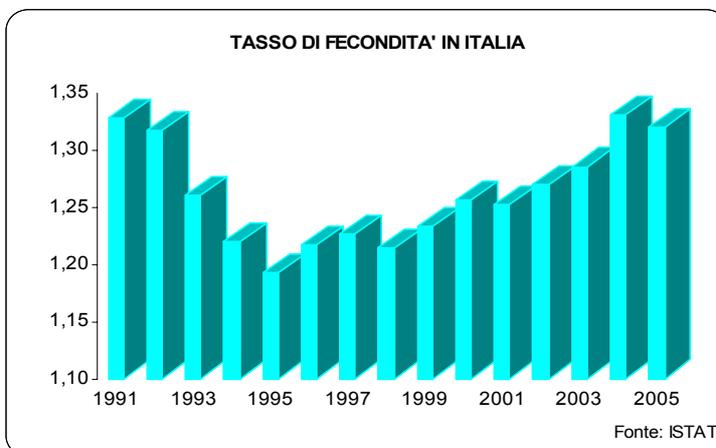
La composizione per età conferma lo sbilanciamento nelle fasce di età più mature: il 66% della popolazione è concentrato nella classe 15-64 anni, il 20% circa fra gli ultra sessantacinquenni e solo il 14% nella fascia 0-14 anni.

Nel 2005, il saldo naturale (differenza tra nati vivi e morti) è tornato negativo di oltre 13.000 unità. Ha pertanto ripreso avvio la dinamica negativa che caratterizza il bilancio demografico italiano dal 1993, con l'unica interruzione del 2003, quando l'eccezionale mortalità (dovuta al caldo eccessivo), combinata con un numero elevato di nascite soprattutto di bambini stranieri, determinarono un saldo positivo di oltre 15.000 unità.

Il saldo naturale degli stranieri residenti in Italia è risultato, al contrario, largamente attivo (+45.994 unità). L'apporto della popolazione straniera alla crescita demografica è pertanto decisamente rilevante, soprattutto se contrapposto al bilancio naturale della popolazione residente di cittadinanza italiana che risulta negativo nella maggior parte delle regioni. L'incidenza della popolazione straniera residente in Italia è passata dal 2,3% del 2002 al 4,5% del 2005. Negli ultimi dieci anni, l'incidenza delle nascite di bambini stranieri sul totale dei nati della popolazione residente in Italia è passata da poco più di 9 mila nati del 1995 a più di 52 mila del 2005, in termini percentuali, dall'1,7% al 9,4%.

### La ripresa della fecondità non contrasta l'invecchiamento

Secondo le ultime stime del tasso di fecondità totale riferite all'anno 2005, nel nostro paese nascono in media 1,32 figli per ogni donna in età feconda. E' il livello più alto, insieme a quello del 2004, registrato negli ultimi 12 anni ed è il risultato di una inversione di tendenza avviata nella seconda metà degli anni '90. Per 30 anni, a partire dal 1965, la fecondità italiana è andata continuamente riducendosi fino a raggiungere il minimo storico di 1,19 figli per donna nel 1995. Nonostante la ripresa della fecondità, l'Italia resta uno dei paesi con il più elevato livello di invecchiamento della popolazione. Oggi 1 su 5 ha più di 65 anni.



Entro il 2030, secondo un recente studio previsivo dell'ISTAT, tale rapporto sarà di 1 a 4 e la quota di giovani fino a 14 anni è prevista scendere dal 14,2% al 12,2%. Parallelamente aumenterà il peso delle classi di età sopra i 65 anni (dal 20% al 27%). All'interno di questa grande classe di età, quella degli 85enni e più (i cosiddetti grandi vecchi), salirà dal 2% al 4,7%. Le ripercussioni di tali dinamiche demografiche peseranno sulla composizione della popolazione attiva (15-64 anni), prevista in sensibile riduzione: da circa 40 milioni di individui nel 2005, pari al 66,4% della popolazione complessiva, si passerà a circa 35 milioni nel 2030.

## Previsioni sulla crescita economica

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

**A. Sagnotti** ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com) (per Italia)

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

#### STATI UNITI

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

#### AREA EURO

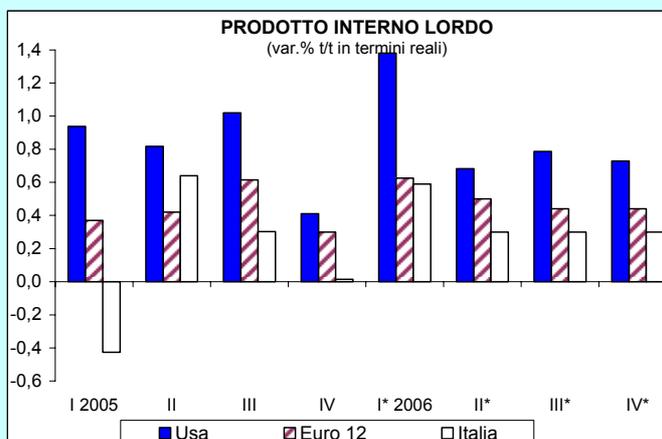
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,4	0,6	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,5	1,7	2,5	1,1	2,5	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,6	1,7	2,0	2,0	1,9	2,0

#### ITALIA

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

\* Previsioni

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



## Le previsioni sui prezzi

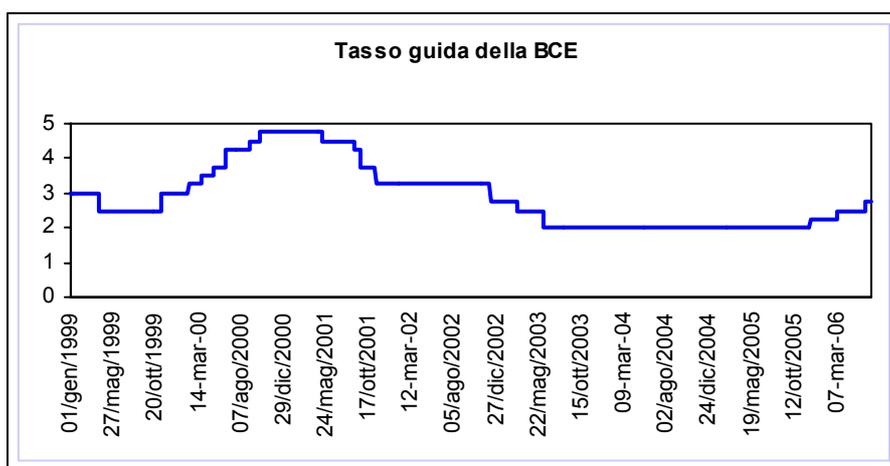
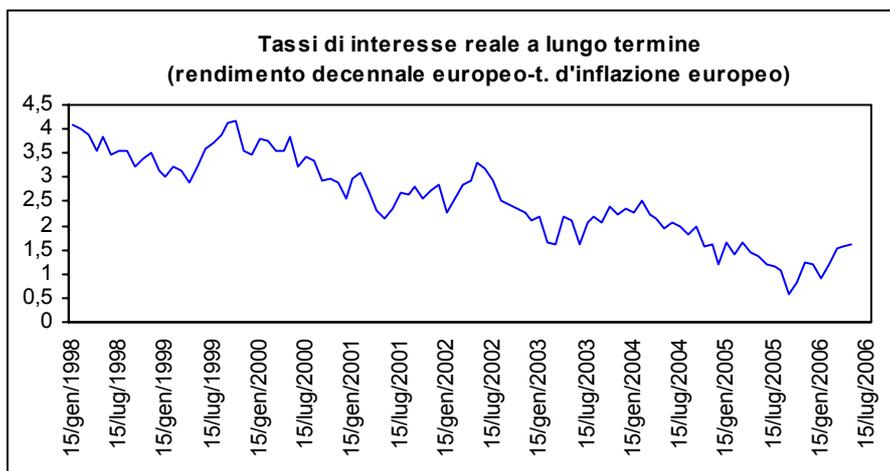
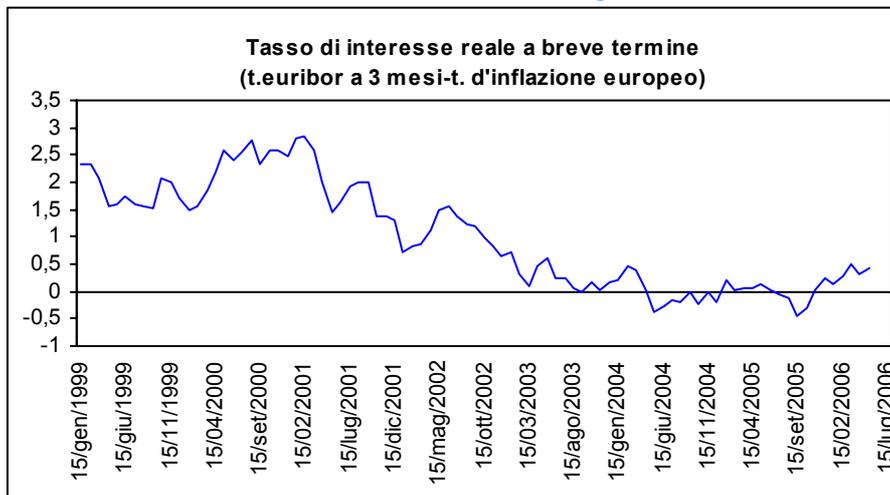
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Trend per la politica monetaria europea

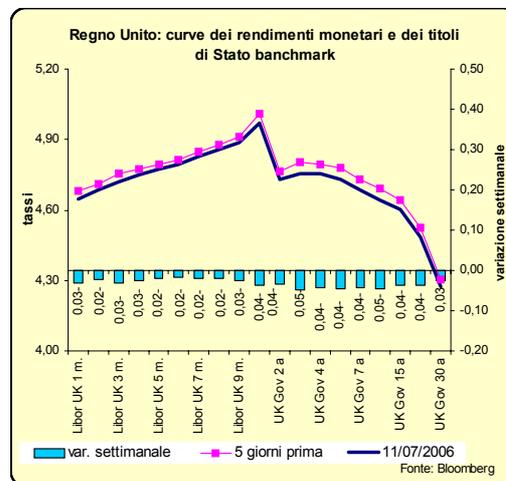
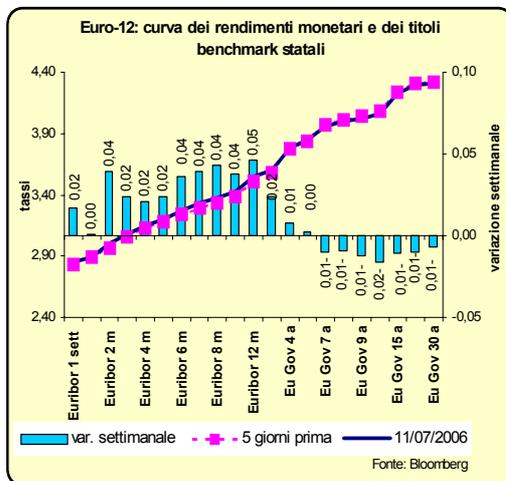
M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



Fonte: Datastream

## Panorama Tassi & Euro

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

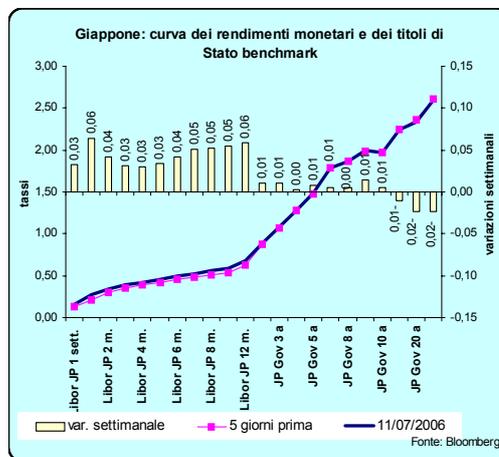
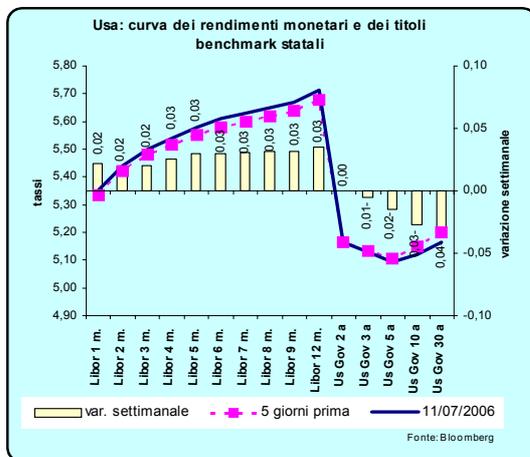


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	10/7/06	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,275	1,279	1,266	1,190	1,263	1,179	-0,3	0,7	7,1	1,0	8,2
Canada	1,434	1,421	1,407	1,461	1,623	1,800	0,9	1,9	-1,9	-11,7	-20,4
Australia	1,704	1,721	1,690	1,609	1,680	1,910	-1,0	0,8	5,9	1,4	-10,8
Nuova Zelanda	2,082	2,107	2,000	1,773	1,924	2,223	-1,2	4,1	17,5	8,2	-6,3
Giappone	145,2	146,7	144,3	133,8	135,1	133,7	-1,0	0,6	8,5	7,5	8,6
Cina	10,18	10,23	10,12	9,90	10,39	9,76	-0,4	0,6	2,9	-2,0	4,3
Argentina	3,931	3,948	3,896	3,426	3,699	1,180	-0,4	0,9	14,7	6,3	233,2
Swizzera	1,567	1,567	1,557	1,553	1,558	1,617	0,0	0,7	0,9	0,6	-3,1
Regno Unito	0,692	0,693	0,687	0,686	0,705	0,711	-0,2	0,8	0,8	-1,8	-2,7
Svezia	9,172	9,217	9,224	9,430	9,080	9,470	-0,5	-0,6	-2,7	1,0	-3,1
Danimarca	7,459	7,460	7,456	7,455	7,445	7,450	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1
Norvegia	7,986	7,980	7,817	7,876	8,414	8,855	0,1	2,2	1,4	-5,1	-9,8
Cipro	0,575	0,575	0,575	0,574	0,586	0,582	0,0	0,0	0,2	-1,9	-1,3
Repubblica Ceca	28,45	28,46	28,23	30,25	32,41	35,11	0,0	0,8	-6,0	-12,2	-19,0
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	281,0	282,5	264,1	247,8	262,5	251,5	-0,5	6,4	13,4	7,0	11,7
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	38,44	38,42	37,87	38,94	41,17	42,99	0,0	1,5	-1,3	-6,6	-10,6
Slovenia	239,7	239,6	239,7	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,1	1,2	26,8
Polonia	4,053	4,041	3,961	4,073	4,702	4,071	0,3	2,3	-0,5	-13,8	-0,5
Russia	34,26	34,39	34,20	34,34	36,89	25,32	-0,4	0,2	-0,2	-7,1	35,3
EURO	93,4	93,8	92,7	90,6	92,8	93,3	-0,4	0,8	3,1	0,6	0,1

Fonte: Datastream

## Panorama Tassi & Dollaro USA

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



	Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute										
	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	10/7/06	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,123	1,112	1,107	1,219	1,293	1,598	-1,0	-1,4	8,5	15,1	42,3
Australia (*)	0,748	0,743	0,748	0,742	0,753	0,516	0,6	-0,1	0,8	-0,8	44,9
Nuova Zelanda (*)	0,611	0,607	0,634	0,673	0,656	0,425	0,7	-3,6	-9,2	-6,8	43,7
Giappone	114,2	114,8	114,0	112,2	107,2	131,8	0,5	-0,2	-1,8	-6,1	15,4
Corea del Sud	946	953	951	1,053	1,198	1,320	0,7	0,5	11,2	26,6	39,5
Filippine	52,15	52,98	53,16	56,07	55,54	51,60	1,6	1,9	7,5	6,5	-1,1
Indonesia	9,047	9,143	9,392	9,800	8,418	10,370	1,1	3,8	8,3	-7,0	14,6
Singapore	1,576	1,585	1,594	1,701	1,700	1,849	0,6	1,2	7,9	7,9	17,3
Thailandia	37,86	38,05	38,41	42,05	39,61	44,05	0,5	1,5	11,1	4,6	16,4
Cina	7,99	8,00	8,01	8,28	8,28	8,28	0,2	0,3	3,6	3,6	3,6
India	45,99	45,95	45,83	43,57	45,63	48,27	-0,1	-0,4	-5,3	-0,8	4,9
Argentina	3,09	3,09	3,08	2,87	2,94	1,00	0,0	-0,1	-7,0	-4,8	-67,7
Brasile	2,18	2,16	2,26	2,37	2,89	2,30	-0,9	3,6	8,8	32,5	5,2
Cile	538,8	539,0	541,5	585,2	593,0	646,3	0,0	0,5	8,6	10,1	19,9
Colombia	2,498	2,577	2,512	2,333	2,780	2,297	3,2	0,6	-6,6	11,3	-8,1
Messico	10,94	11,11	11,38	10,74	11,24	9,11	1,6	4,0	-1,8	2,7	-16,7
Perù	3,24	3,26	3,26	3,25	3,46	3,44	0,6	0,6	0,3	6,8	6,2
Uruguay	23,75	23,75	23,75	24,79	29,32	14,75	0,0	0,0	4,4	23,4	-37,9
Venezuela	2,702	2,511	2,605	2,618	2,852	759	-7,1	-3,6	-3,1	5,5	-71,9
Israele	4,39	4,41	4,47	4,60	4,39	4,48	0,4	1,6	4,7	-0,1	2,0
Sud Africa	7,12	7,03	6,78	6,88	6,62	12,37	-1,2	-4,7	-3,4	-7,0	73,8
Turchia	1,5547	1,5717	1,5408	1,3466	1,3966	1,4298	1,1	-0,9	-13,4	-10,2	-8,0
Area dell'Euro (*)	1,275	1,279	1,266	1,190	1,263	0,904	-0,3	0,7	7,1	1,0	41,1
Regno Unito (*)	1,842	1,842	1,841	1,738	1,786	1,439	0,0	0,1	6,0	3,2	28,0
Svizzera	1,230	1,225	1,231	1,299	1,239	1,650	-0,4	0,1	5,6	0,7	34,2
Danimarca	5,86	5,83	5,90	6,23	5,91	8,28	-0,4	0,7	6,3	0,9	41,5
Norvegia	6,26	6,24	6,17	6,62	6,68	8,87	-0,4	-1,4	5,6	6,6	41,6
Svezia	7,20	7,19	7,29	7,89	7,18	10,28	-0,2	1,3	9,6	-0,3	42,7
Russia	26,88	26,94	26,88	28,83	29,45	30,14	0,2	0,0	7,3	9,6	12,1
Polonia	3,18	3,13	3,14	3,41	3,73	3,96	-1,5	-1,3	7,0	17,3	24,3
Repubblica Ceca	22,31	22,26	22,30	25,40	25,65	35,27	-0,3	-0,1	13,8	15,0	58,1
Ungheria	219,6	219,5	209,2	206,4	209,3	272,9	0,0	-4,7	-6,0	-4,7	24,3
DOLLARO USA	92,6	92,3	92,3	96,6	94,6	122,0	0,3	0,3	-4,1	-2,1	-24,1
cambio effettivo nominale											

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## Il calendario della settimana economica

(dal 12 al 18 luglio 2006)

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

Giorno	Eventi				
Mercoledì 12	Area Euro: intervento di Hurley (Banca d'Irlanda)				
Giovedì 13	Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile Stati Uniti: intervento di Stern della Federal Reserve Giappone: riunione della Banca del Giappone				
Venerdì 14	Area Euro: discorso di Gonzales Paramo Area Euro: discorso di Tumpel-Gugerell				
Lunedì 17	Stati Uniti: discorso di Krozner della Federal Reserve				
Martedì 18	Stati Uniti: discorso di Warsh della Federal Reserve				
<b>Unione Europea</b>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 12	Regno Unito	Variazione disoccupati	giugno	5,8	5,9
	Area Euro	Pil (2 stima)	I tr. 06	0,3%t/t; 1,7%a/a	0,6% m/m; 2,0% a/a
Giovedì 13	Francia	Prezzi al consumo armonizzati	giugno	0,4% m/m; 2,4% a/a	0,1% m/m; 2,3% a/a
	Germania	Prezzi al consumo armonizzati	giugno	0,2% m/m; 2,1% a/a	0,2% m/m; 2,1% a/a
Venerdì 14	Spagna	Prezzi al consumo armonizzati	giugno	0,4% m/m; 4,1% a/a	0,2% m/m; 4,0% a/a
	Italia	Prezzi al consumo armonizzati	giugno	0,3% m/m; 2,3% a/a	0,1% m/m; 2,4% a/a
<b>Stati Uniti</b>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 12	Stati Uniti	Bilancia commerciale	maggio	-63,4	-64,9
Giovedì 13	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupazione	8 luglio	313.000	320.000
Venerdì 14	Stati Uniti	Prezzi all'import	giugno	1,6% m/m	0,2% m/m
		Vendite al dettaglio	giugno	0,1% m/m	0,4% m/m
		Vendite al dettaglio (ex. auto)	giugno	0,5% m/m	0,4% m/m
		Indice fiducia Univ. Michigan	luglio	84,9%	85,6
		Scorte delle imprese	maggio	0,4% m/m	0,4% m/m
Lunedì 17	Stati Uniti	Indice Empire Manufacturing	luglio	29	21,2
		Impiego capacità produttiva	giugni	81,7	81,9
		Produzione industriale	giugno	-0,1% m/m	0,4% m/m