

- Editoriale:** nel 2007 la crescita dell'economia degli Stati Uniti subirà un netto ridimensionamento, innescato dalla correzione al ribasso del mercato immobiliare e collegato al deficit di risparmi delle famiglie americane. Negli ultimi cinque anni l'indebitamento delle famiglie americane è cresciuto a ritmi assai elevati, paragonabili ai saggi di sviluppo dell'economia cinese. Tra la fine del 2000 e la metà del 2006 la consistenza dei mutui sulla casa è quasi raddoppiata mentre il credito al consumo è aumentato di un terzo. Ad un dollaro di prodotto lordo degli USA corrisponde a poco meno di un dollaro di indebitamento delle famiglie americane. In Italia, ad un euro di prodotto corrispondono meno di 30 centesimi di debiti familiari.
- Pag. 7:** anche se in luglio il saldo mensile è stato positivo, la bilancia commerciale dell'Italia continua a mostrare un andamento contraddistinto da luci ed ombre. Il deficit complessivo del periodo gennaio-luglio 2006 supera di poco i 14 miliardi di euro contro i 4,4 dello stesso periodo del 2005. Al netto dell'energia, il saldo dei primi sette mesi dell'anno risulta positivo e pari a un surplus di 15,8 miliardi, in lieve riduzione rispetto ai 16,2 del corrispondente periodo del 2005.

Editoriale: crescita in debito

Nel gergo anglofilo della pubblicistica economica un trilione sta per mille miliardi. Il valore in dollari del prodotto interno lordo degli Stati Uniti è stato pari a 12,4 trilioni di dollari nel 2005. Il valore in dollari raggiunto a metà del 2006 dall'indebitamento delle famiglie americane – intendendo per America solo gli USA – si è attestato a 12,4 trilioni di dollari. Il dato è stato recentemente aggiornato dalla Federal Reserve nella pubblicazione periodica sul flusso di fondi tra i settori istituzionali. Tenendo conto della sfasatura di un semestre tra i due dati, ad ogni dollaro di prodotto degli Stati Uniti corrisponde oggi poco meno di un dollaro di debito delle famiglie americane. Non è poco.

Tornando in Italia, ad esempio, i dati ci dicono che il PIL del 2005 è stato pari 1,4 trilioni di euro mentre l'indebitamento delle famiglie italiane alla fine dello scorso anno si è attestato intorno agli 0,4 trilioni di euro. Per un euro di prodotto lordo da noi ci sono meno di 30 centesimi di debito familiare. Meno di un terzo rispetto a quanto accade in America. Attenzione, a questo punto, a non indulgere nella tentazione di liquidare la divergenza evocando il luogo comune sulla contrapposizione tra le cicale americane e le formiche italiane. La peculiarità americana vale anche nel confronto rispetto a paesi del Vecchio Continente finanziariamente più sofisticati del nostro. In Francia, ad esempio, il rapporto tra debiti finanziari delle famiglie e prodotto interno lordo si è attestato nel 2004 intorno al 40%. In Germania è pari al 70%. In Spagna è del 63%. Nella media dell'area dell'euro ci si colloca intorno al 55%, ben al di sotto del grado di indebitamento raggiunto ora negli USA.

Ciò che colpisce, guardando al debito delle famiglie americane, oltre al livello è la dinamica. Alla metà degli anni Novanta il rapporto tra i debiti finanziari delle cosiddette "household" e il PIL era pari al 66% negli USA. Saliva al 72% nel 2000. Oggi ci avviciniamo al 100%. E dall'inizio del nuovo millennio la progressione annuale di crescita dei debiti delle famiglie americane non è mai scesa al di sotto del 9% con punte reiterate dell'ordine del 12%. Nell'ultimo quinquennio il debito degli americani è salito a ritmi esattamente analoghi a quelli della crescita del prodotto non negli USA, ma in Cina. E' questa l'impressione che coglie chi legge i numeri pubblicati nella prima delle 85 tabelle riportate nel bel documento della Fed sul flusso dei fondi. Andando avanti nella pubblicazione, alla tavola L.100 di pagina 62 si compie un ulteriore passo avanti nella comprensione del fenomeno. Il grosso del debito delle famiglie americane è fatto di mutui sulla casa. Parliamo di 9,3 trilioni di dollari. Con un cambio di 1,28 dollari per euro, si tratta di un importo non di molto inferiore al valore del PIL dell'intera area euro nel 2005.

Eccoci arrivati al cuore del problema. Per parecchi anni la crescita dell'economia americana ha tratto vantaggio da un poker di elementi: la continua ascesa dei prezzi e delle quantità scambiate sul mercato degli immobili, il vivace andamento degli investimenti in costruzioni, i bassi tassi di interesse, la capacità tutta americana di estrarre liquidità spendibile dalla rivalutazione delle case attraverso un aumento dell'indebitamento familiare. Più avanti in questo numero del "Focus settimanale" si ricorda come la ricchezza immobiliare delle famiglie americane sia quasi raddoppiata passando dagli 11,4 trilioni di dollari del 2000 ai 20,3 trilioni di giugno 2006. Negli stessi anni un aumento speculare è stato segnato dalla consistenza dei mutui residenziali in capo agli "household" che in cinque anni e mezzo è pressoché duplicata rispetto ai 4,8 trilioni di dollari del 2000. La Fed ha stimato che una parte maggioritaria degli aumenti dei mutui degli anni recenti sia legata a operazioni di rifinanziamento rese possibili dalla concomitanza tra i bassi tassi di interesse e il costante apprezzamento delle quotazioni immobiliari. E tra il 2000 e la metà del 2006, oltre ai mutui, è aumentato anche il credito al consumo. L'ammontare in questione è salito del 33%, da 1,7 a 2,3 trilioni di dollari. Tradotto in euro, il credito al consumo di cui godono le famiglie americane equivale al PIL della Francia.

Negli USA, debiti e mattone hanno prodotto molta crescita, ma anche crescenti squilibri. La propensione al risparmio delle famiglie americane è divenuta negativa nel 2005: dal +2% sul reddito disponibile registrato ancora nel 2004 si è scesi al -0,4% dello scorso anno e al -0,7% stimato per quest'anno. Facendo i conti in dollari, nella prima metà del 2006 il deficit di risparmi rispetto al reddito disponibile degli americani, una volta proiettato sul base annua, supera i 60 miliardi rispetto ai 35 del 2005. I risparmi che mancano delle famiglie si riflettono negativamente sul disavanzo di parte corrente degli USA che si avvia quest'anno ad avvicinare la soglia del 7 per cento sul PIL. I risparmi negativi degli americani premono sulla capacità produttiva del paese, acuiscono l'"output gap" e creano spinte inflattive di origine interna che già si leggono negli aumenti effettivi della cosiddetta "core inflation". Dal lato del cambio, le pressioni verso un maggiore deprezzamento del dollaro sono state contenute dalla corrente di acquisti di titoli americani da parte degli investitori stranieri, soprattutto asiatici. Ma i dati sul flusso dei fondi aggiornati dalla Riserva federale segnalano che l'appetito del resto del mondo per la carta del tesoro americano sta diminuendo.

La complessità dello scenario che ruota intorno al grande debito delle famiglie americane e alla particolare situazione del mercato immobiliare di quel paese spiega, verosimilmente, molta parte della prudenza usata dalla Fed nel gradualissimo rialzo dei tassi di interesse degli ultimi due anni. Oggi, però, le cose appaiono ulteriormente complicarsi. Si osservano i segni di rallentamento dei consumi privati che decelerano nel II trimestre ad un tasso annuo di incremento del 2,6%. Si tratta di movimenti attesi, considerando gli effetti ritardati di due anni di aumenti dei tassi di "policy". Ma ciò che attira maggiormente l'attenzione è la drastica correzione di rotta del mercato immobiliare e dell'industria delle costruzioni. Diamo qualche numero. Rispetto ad un anno fa, in agosto i prezzi delle case negli USA sono risultati in calo di poco meno del 2% su base annua. Le vendite di case esistenti sono in calo di circa il 13% rispetto ad un anno fa. Sui conti del secondo trimestre del PIL americano il contributo degli investimenti in costruzioni residenziali è stato negativo ed ha sottratto quasi ¾ di punto ad una crescita annualizzata complessiva di 2,6 punti percentuali.

Di fronte allo scenario di uno "sboom" immobiliare qualcuno ha paventato il rischio che l'economia americana possa entrare in recessione. Si tratta di apprensioni eccessive. E' ragionevole prevedere un netto rallentamento, ma non ci sono fondati motivi per attendersi una recessione negli Stati Uniti. E' quanto sostiene Philippe d'Arvisenet, global chief economist del Gruppo BNP Paribas. Nel nostro scenario la crescita degli USA nel 2007 potrà calare dal 3,3% stimato per il 2006 all'1,6% previsto per il 2007. Il calo discenderà, soprattutto, dalla correzione del mercato immobiliare e dagli effetti depressivi che saranno mediati dalla pesante situazione debitoria delle famiglie americane. Ma una condizione dei mercati finanziari internazionali certamente migliore di quella della fine degli anni Novanta e la possibilità di un ammorbidimento della politica monetaria della Fed contribuiranno a contenere la misura del rallentamento americano. La decelerazione dell'economia USA non sarà di aiuto per le economie europee. Il rischio dovrà essere mutato in opportunità. Per l'Italia, che colloca sul mercato statunitense l'otto per cento delle proprie esportazioni, la prospettiva di un rallentamento americano potrà servire di ulteriore stimolo per mettere le cose in ordine in casa nostra. E diversificare le fonti interne ed esterne di una crescita più solida.

Giovanni Ajassa

Ai fondi pensione piacciono i bond a lungo termine

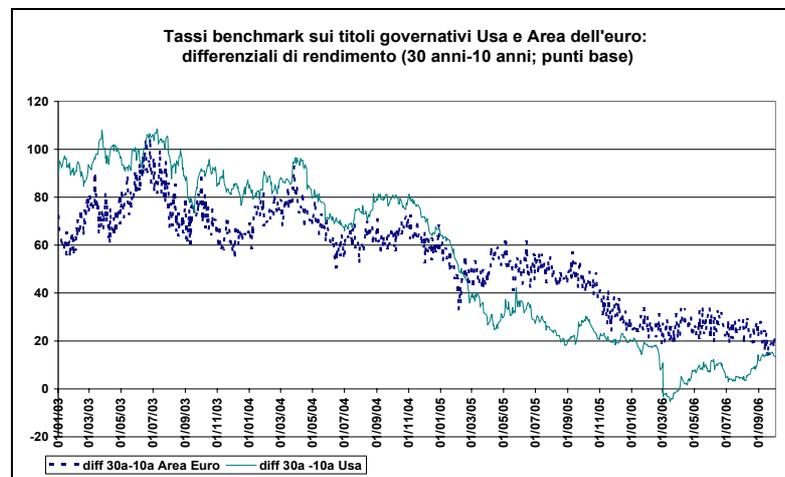
S. Ambrosetti 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Il livello dei tassi di interesse a lungo termine in molti paesi ha mostrato negli ultimi anni valori contenuti rispetto alle condizioni economiche prevalenti, evidenziando un appiattimento della curva dei rendimenti sulle scadenze molto lunghe. Nel contempo sui mercati finanziari si è assistito al lancio di molte obbligazioni a lunghissima scadenza sia di tipo governativo sia di tipo corporate, che hanno trovato grande favore presso i fondi pensione.

Secondo alcuni studi la forte domanda da parte dei fondi pensione in risposta alle esigenze di bilanciare attività e passività a lungo termine ha contribuito all'abbassamento dei tassi sulle lunghe scadenze, specie nei paesi ove il rapporto tra domanda e offerta potenziale appare maggiormente squilibrato.

Rispetto agli andamenti del passato, nel corso del 2005 e del 2006 il livello dei tassi di interesse a lungo termine è risultato contenuto in considerazione dei livelli di crescita e dei tassi d'inflazione prevalenti nei principali paesi.

Osservando il differenziale tra i tassi benchmark obbligazionari sui titoli trentennali rispetto ai quelli decennali, è possibile verificare (v. grafico) come a partire dal 2003 sia nell'area dell'euro che negli Usa questo valore si sia ridotto in misura considerevole. L'utilizzo dei rendimenti medi annuali mostra (v. tabella) come nell'area dell'euro tale spread sia passato da 73 pb nel 2003 a 47 nel 2005 fino a 25 pb nella media dei primi 9 mesi del 2006. Una flessione più accentuata si registra negli Usa dove addirittura dai 92 pb di media nel 2003 si arriva a 8pb di media tra gennaio e settembre 2006. Una possibile spiegazione è quella proposta tra gli altri dalla Bri che mette in relazione questo andamento dei tassi con la crescente domanda di obbligazioni governative a lunga scadenza da parte dei fondi pensione.



I fondi pensione in molti paesi hanno assunto una dimensione rilevante come investitori istituzionali e un generalizzato orientamento delle strategie di investimento in una certa direzione può comportare effetti significativi sui mercati, specie nei segmenti tradizionalmente meno liquidi come quello delle obbligazioni a lunghissimo termine.

La logica di questi strumenti, specie quelli a tasso fisso, è quella di garantire un flusso finanziario certo per i sottoscrittori, che possono determinare in anticipo e con relativa sicurezza quali saranno i flussi in entrata nel lungo periodo. Al tempo stesso il collocamento consente all'emittente di conoscere quale sarà l'esborso cui andrà incontro per un ampio numero di anni a venire.

Le emissioni con durata superiore ai vent'anni si presentano dunque adatte a soddisfare le esigenze di lungo periodo dei fondi pensione e delle compagnie assicuratrici, in ragione sia dell'allungamento della speranza di vita alla nascita nei paesi industrializzati, sia del rispetto delle norme che regolano l'erogazione dei futuri trattamenti previdenziali, anche se

teoricamente, attraverso i fondi comuni di investimento, questi bond potrebbero trovare posto anche nei portafogli delle famiglie.

I titoli a lunghissimo termine se da un lato possono costituire un buon investimento per chi, come alcuni investitori istituzionali, ha necessità di bilanciare le scadenze del proprio portafoglio, non sono adatti all'investitore privato, poiché si tratta di titoli altamente speculativi. Una variabile che occorre tenere in considerazione, oltre al rendimento offerto dal bond, è quella dell'andamento futuro dei tassi. Infatti, al verificarsi di un rialzo anche contenuto dei rendimenti, la quotazione di un titolo cinquantennale a tasso fisso ne risentirebbe in modo rilevante. Se è vero che il prezzo delle obbligazioni scende all'aumentare dei tassi sul mercato, è anche vero che questo calo non è uguale per tutti: ad una maggiore durata corrisponde una maggiore discesa della quotazione.

La domanda dei fondi pensione e l'offerta di obbligazioni a lungo termine

Negli anni recenti i progressi in materia di gestione del rischio e le modifiche del quadro contabile e regolamentare in numerosi paesi hanno indotto i fondi pensione e le compagnie di assicurazione a ridurre le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo. Il calo del differenziale di rendimento fra i titoli trentennali e quelli decennali in numerose economie avanzate sta a indicare che la composizione di questi portafogli potrebbe essersi modificata a favore di attività a scadenza particolarmente prolungata. La ricomposizione sembra essere stata particolarmente rilevante nel Regno Unito, dove tali differenziali sono stati a lungo negativi. Ciò appare in linea con le segnalazioni secondo cui i rigorosi requisiti minimi di copertura e l'applicazione dei nuovi principi contabili (in particolare lo Ias 19) hanno determinato consistenti acquisti di obbligazioni a lunghissima scadenza da parte dei fondi pensione britannici al calare dei rendimenti, alimentando nuovi ribassi di questi ultimi.

Non è tuttavia chiaro in che misura l'esperienza britannica si possa estendere ad altri paesi, date le differenze che permangono oltre che nel quadro contabile e regolamentare, nel peso dei fondi pensione sul sistema economico.

Una misura della domanda potenziale di titoli a lungo termine da parte di fondi pensione è stata stimata dall'Ocse comparando la dimensione del mercato dei fondi pensione con l'ammontare complessivo dei titoli a più lungo termine, includendo in questo aggregato tutti quelli con scadenza residua superiore a 10 anni.

Negli Stati Uniti a fronte di un patrimonio gestito dai fondi pensione che nel 2005 era pari 11.100 mld. di Usd, lo stock di titoli a lungo termine ammontava a circa 1000 mld di Usd, mentre nel Regno Unito a fronte di un ammontare gestito dai fondi pensione poco inferiore a 1200 mld, di Usd i titoli governativi a lungo termine sfioravano i 400 mld di Usd. Le stesse due variabili nel caso dell'area dell'euro danno luogo a una proporzione ben diversa (oltre 1100 mld di Usd gestiti dai fondi pensione e quasi 1000 mld di Usd di titoli a lungo termine) per effetto di una dimensione molto più limitata che i fondi pensione hanno rispetto agli Usa e al Regno Unito. Considerando comunque l'area dei paesi del G-10, le masse gestite dai fondi pensione ammontano a circa tre volte i volumi di titoli governativi a lungo termine. In altre parole se per ipotesi i fondi volessero immunizzare tutte le loro passività in titoli a lungo termine, riuscirebbero a immunizzare al massimo un terzo del loro portafoglio. Pur essendo quest'ultima un'ipotesi limite, la dimensione della domanda potenziale è tale, secondo l'Ocse, da avere effetti rilevanti sul mercato e da spiegare almeno in parte l'appiattimento del tratto a lunga della curva per scadenze. Ulteriori simulazioni hanno evidenziato inoltre che l'impatto potenziale è diverso sia per area sia per scadenza: in particolare il rischio di un eccesso di domanda appare più elevato negli Usa che in Europa, mentre ovunque si registra un divario tra domanda e offerta più accentuato sulle scadenze superiori a 10 anni.

Un ulteriore conferma di questo fenomeno trova riscontro in uno studio riferito all'Olanda e realizzato nel 2005 da Hsbc. Secondo questa analisi, se i fondi pensione, che hanno metà del loro portafoglio investito in bond, volessero allungare di un solo anno la duration del loro portafoglio, dovrebbero acquistare bond almeno trentennali per 22 miliardi di euro. Non solo: allargando questo calcolo all'Europa intera e utilizzando come esempio la stessa asset allocation e lo stesso obiettivo di riduzione del gap temporale tra attivi e passivi i potenziali acquirenti secondo Hsbc potrebbero richiedere un ammontare di bond trentennali pari a 257 miliardi di euro nell'Eurozona e a 618 miliardi nell'intero Vecchio continente.

Queste cifre mostrano come la domanda potenziale per obbligazioni lunghe (e anche lunghissime) sia potenzialmente enorme. La domanda molto accentuata, oltre a influire sul

prezzo dei bond a lungo termine, ha avuto effetti anche sulle politiche di offerta dei governi, che hanno ripreso ad emettere bond con scadenze molto lontane sfruttando il livello contenuto dei tassi al momento dell'emissione e un differenziale con le scadenze più brevi molto contenuto per effetto della forte domanda da parte degli investitori istituzionali.

La ripresa delle emissioni a lungo termine e i bond cinquantennali

Dal lato dell'offerta a partire dal 2005 si è registrato un aumento di emissioni a lunghissimo termine sia pubbliche che private. Il Ministero del tesoro francese è stato il primo a prendere l'iniziativa lanciando un bond a 50 anni per un ammontare totale di 6 mld. di euro. La domanda relativa a tale titolo è stata circa tre volte superiore al quantitativo offerto. Le richieste per il bond a cinquant'anni sono state talmente elevate da provocare un posizionamento del rendimento annuo sugli stessi livelli di quello offerto dal titolo governativo francese con scadenza trentennale. Sul fronte delle obbligazioni societarie, Telecom Italia ha seguito le orme del governo francese con l'emissione di un titolo di debito a cinquanta anni (prima emissione non governativa su questa scadenza) per un ammontare pari a 850 milioni di euro. Il bond della società italiana è stato accolto da una domanda doppia rispetto all'offerta.

Oltre alle offerte cinquantennali di Francia e Telecom Italia, negli ultimi 18 mesi si sono viste le emissioni di bond governativi trentennali da parte di Olanda, Spagna, Polonia e Grecia, oltre alla Bei, che ha lanciato anch'essa il suo primo bond trentennale.

Tasso benchmark titoli governativi Usa			
	10 anni	30 anni	30a-10a
2003	4,00	4,92	0,92
2004	4,26	5,02	0,76
2005	4,28	4,56	0,28
Gen-Sett 2006	4,86	4,94	0,08
Tasso benchmark titoli governativi Area euro			
	10 anni	30 anni	30a-10a
2003	4,10	4,83	0,73
2004	4,06	4,74	0,68
2005	3,38	3,85	0,47
Gen-Sett 2006	3,78	4,04	0,25

Fonte: ns. elaborazione su dati Bloomberg

L'emissione dei bond a lungo termine ha origini lontane

Il lancio di questi prodotti non costituisce comunque né una novità né un record di durata. L'emissione di titoli a così lunga scadenza negli Usa risale addirittura all'800, mentre in Gran Bretagna si ricordano i cosiddetti "war bond" emessi durante la prima guerra mondiale per finanziare le imprese militari. Nel 1932, a guerra finita, la Gran Bretagna lanciò delle obbligazioni perpetue ancora oggi scambiate sui mercati. Al 1993 risale un'emissione della Walt Disney che lanciò un'obbligazione con scadenza 2093, per la sua lunga durata ribattezzata "la bella addormentata". Più recentemente, nel 2005, sono stati emessi due titoli *corporate*, il primo dalla Bayer che ha lanciato un titolo a 100 anni, il secondo da una compagnia petrolifera danese, la Dansk Oil, che ha emesso un bond addirittura a 1000 anni con scadenza nel 3005.

Occorre comunque precisare che sia nel caso della Bayer, sia in quello della Dansk Oil si tratta di titoli ibridi, cioè strumenti in larga misura intermedi tra il debito puro e il capitale di rischio. Tali titoli, di solito, hanno una *seniority* superiore solo al capitale di rischio e sono subordinati a tutte le altre emissioni obbligazionarie della società. Questo significa che in caso di bancarotta i possessori di questi strumenti vengono rimborsati prima degli azionisti, ma solo dopo che tutti gli altri obbligazionisti sono stati soddisfatti. Anche prescindendo dai titoli ibridi resta comunque elevato l'interesse verso le emissioni a lunghissima scadenza, tuttavia rimane da verificare dal lato dell'offerta, se le attuali condizioni monetarie negli Usa e in Europa, meno vantaggiose per gli emittenti rispetto al recente passato, in qualche misura condizioneranno le scelte future di indebitamento.

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

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

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

La bilancia commerciale italiana ha evidenziato in luglio, per la prima volta dopo un anno, un saldo positivo. Nel periodo gennaio-luglio 2006, si è registrato tuttavia un deficit di poco superiore ai 14 miliardi di euro, contro i 4,4 dello stesso periodo del 2005. Al netto dell'energia, il saldo risulta positivo per circa 15,8 miliardi di euro contro i 16,2 dei primi sette mesi del 2005.

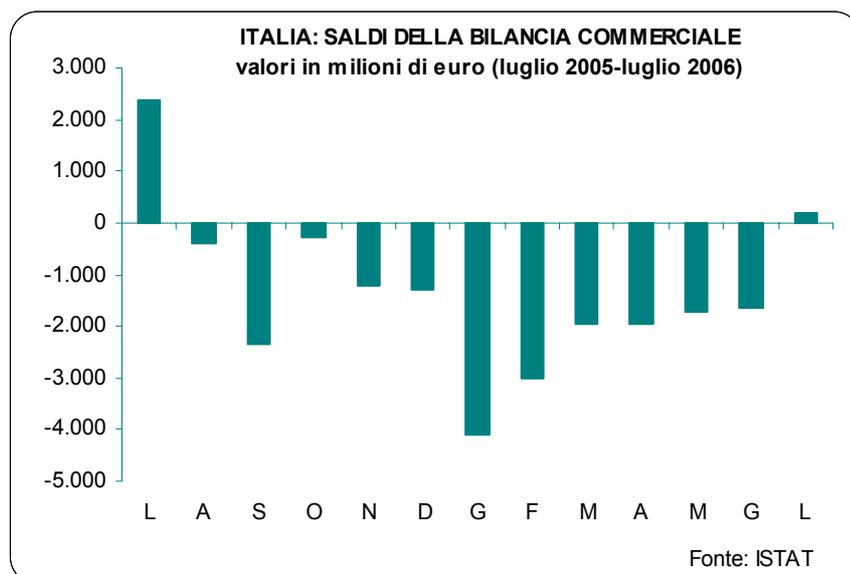
Nei primi sei mesi del 2006, così come nella media dell'ultimo quadriennio, le variazioni dei valori medi unitari delle esportazioni italiane sono risultate assai più elevate di quelle dei volumi esportati.

In agosto, i prezzi alla produzione industriale hanno registrato la variazione congiunturale più bassa da novembre 2005. Su base annua, l'incremento è risultato del 6,6%, anch'esso in frenata dal 7% evidenziato in luglio.

In luglio primo saldo attivo della bilancia commerciale dopo un anno

In luglio 2006, la bilancia commerciale italiana ha evidenziato, per la prima volta dopo un anno, un saldo positivo per 185 milioni di euro. Nei primi sette mesi di quest'anno, il saldo si è mantenuto tuttavia negativo per oltre 14 miliardi di euro (erano stati 4,4 nei primi sette mesi del 2005). Il saldo è ancora una volta ascrivibile alla componente energetica e ai deficit contratti con i paesi extra-UE, segnatamente con i paesi Opec. Al netto dell'energia, il saldo risulta positivo per circa 15,8 miliardi di euro contro i 16,2 dei primi sette mesi del 2005.

I flussi di scambio hanno continuato a mostrare una dinamica molto sostenuta delle importazioni che nel mese di luglio sono aumentate, su base annua, del 12,8% contro il 4% delle esportazioni. Nei sette mesi, gli incrementi sono stati rispettivamente del 14,8% e del 9,5%. Tutti i settori di attività economica hanno registrato, nel periodo, aumenti tendenziali dell'export, con particolare riferimento al settore metallurgico (+21,5%), a quello alimentare (10,2%) e a quello meccanico (9,9%).



Nell'ambito dei paesi dell'Unione europea, che incidono per quasi il 60% sul commercio estero italiano, si è confermata la tendenza positiva per entrambi i flussi di scambio, con incrementi, tra gennaio e luglio 2006, del 5,1% per l'export e del 7,1% per l'import, rispetto al corrispondente periodo del 2005. Il saldo è risultato solo moderatamente negativo, poco più di 900 milioni di euro, grazie agli attivi con il mercato francese e con quello britannico.

Nel mese di agosto, i flussi commerciali con i paesi extra-Ue hanno continuato a penalizzare le esportazioni (+6,8%) nei confronti dell'import (+23%). Nel complesso dei primi otto mesi del 2006, le variazioni tendenziali dei due flussi di scambio sono state rispettivamente del 12 e del 22,8%: il deficit nei confronti dei paesi extra-UE è risultato pari a 15 miliardi di euro contro un disavanzo di 5 miliardi nello stesso periodo dello scorso anno. Ha pesato soprattutto il passivo con i paesi Opec pari a circa 14 miliardi di euro. Una nota positiva è venuta dal mercato statunitense con il quale il saldo è risultato attivo per 9 miliardi di euro. La gran parte dei paesi e delle aree geoeconomiche (con l'eccezione del Giappone) ha evidenziato aumenti a due cifre dell'export, tra i quali spicca quello della Cina, pari al 23,4%.

E' cambiata la struttura settoriale nel commercio Italia-Cina

Negli ultimi cinque anni è cresciuta significativamente l'importanza della Cina come partner commerciale dell'Italia: la quota di vendite in Cina sul totale delle esportazioni italiane è quasi raddoppiata, passando, nel periodo, dallo 0,9% all'1,6%. Considerando tuttavia il valore delle esportazioni italiane per paese di destinazione, nel 2005 la Cina si è posizionata solo al sesto posto tra i paesi extra-europei e al sedicesimo a livello mondiale.

Tra il 2000 e il 2005, il valore dei flussi di interscambio commerciale dell'Italia con la Cina è anch'esso raddoppiato, passando da circa 9 a più di 18 miliardi di euro. L'aumento, nel periodo, è stato del 93,5% per le esportazioni e del 101,1% per le importazioni. Il passivo commerciale si è nettamente ampliato nel quinquennio, risultando pari, nel 2005, a 9,5 miliardi di euro contro i 4,6 miliardi del 2000.

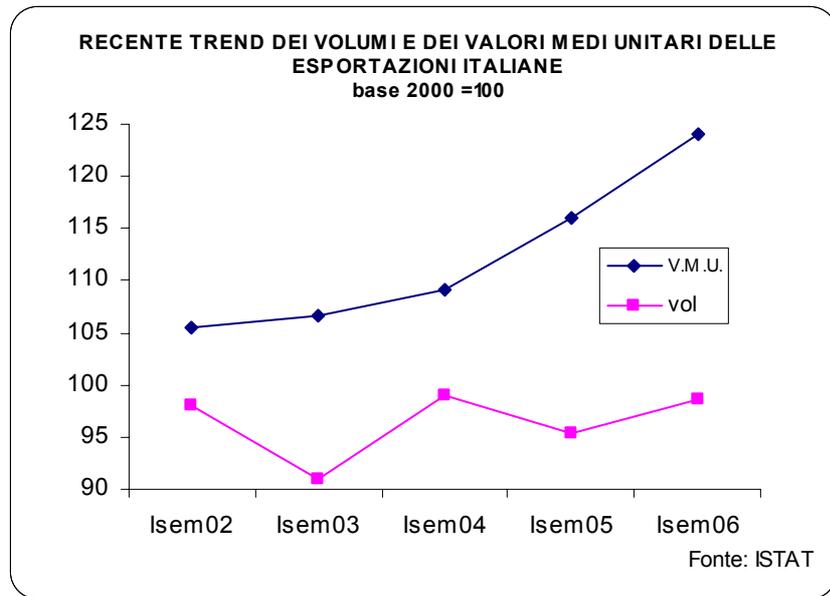
Nel periodo in esame si è assistito a una sensibile modificazione della composizione settoriale delle esportazioni italiane da e verso la Cina. Dal lato dell'import, nel 2005 il comparto del tessile e dell'abbigliamento è quello in cui i cambiamenti in atto si sono manifestati in misura vistosa: gli acquisti dall'Italia sono aumentati di oltre il 100% rispetto al 2000 e la quota del settore sul totale delle importazioni italiane dalla Cina si è attestata, a fine 2005, al 21,8% contro il 21% del 2000. Aumenti più significativi di quote sono stati evidenziati dal settore delle macchine e degli apparecchi meccanici (dall'8,5 al 12,2%), dei metalli e prodotti in metallo (dal 6,5 all'8,2%), degli apparecchi elettrici dal 20 al 21%). E' invece diminuita la quota, fra gli altri, dei prodotti alimentari (dal 2,4 all'1,3%).

Dal lato delle esportazioni, la distribuzione settoriale appare più concentrata. Nel 2005, gli aumenti più rilevanti di vendite italiane in Cina sono stati realizzati dal settore delle macchine e apparecchi meccanici (43,5%) e dal comparto dei prodotti in metallo (13,4%), seguito dagli apparecchi elettrici (13,1%). Questi tre settori hanno assorbito complessivamente il 70% delle vendite italiane in Cina ma solo il comparto metallurgico ha vistosamente aumentato il suo peso relativo sul totale dell'export italiano diretto nel paese asiatico (dal 3,7 al 13%). La maggior parte dei settori produttivi ha evidenziato una perdita generalizzata di quote con particolare riferimento ai prodotti in cuoio e a quelli del tessile-abbigliamento.

L'impennata dei prezzi all'export

Nel primo semestre del 2006, l'aumento tendenziale medio dei prezzi all'export è risultato pari al 6,8%, a fronte di una crescita dei volumi del 3,6%. Per le importazioni, gli incrementi sono stati rispettivamente pari al 12,6% e al 2,3%. Nei primi sei mesi del 2006, così come nell'ultimo quadriennio, i valori medi unitari delle esportazioni italiane sono cresciuti più dei prezzi alla produzione sul mercato interno, malgrado l'apprezzamento dell'euro e la pressione competitiva dei paesi emergenti. Tra il primo semestre del 2002 e il primo semestre del 2006, i valori medi unitari all'export hanno registrato un incremento prossimo al 18% a fronte di una variazione poco superiore al 12% segnata dai prezzi alla produzione interni.

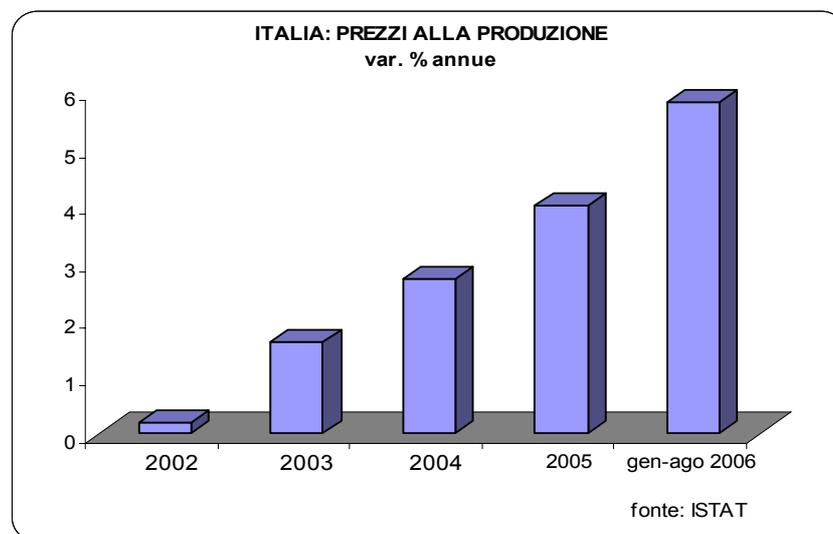
A questa dinamica hanno concorso cause diverse. Da un lato, il trend potrebbe spiegarsi con un maggior potere di mercato di alcune imprese italiane, basato su fattori qualitativi di competitività, in un contesto in cui la dinamica della domanda estera, superiore a quella della domanda interna, potrebbe aver attenuato la necessità di difendere le quote di mercato comprimendo i profitti. Dall'altro, si può ipotizzare che la liberalizzazione degli scambi abbia determinato la fuoriuscita dai mercati delle imprese più vulnerabili alla concorrenza dei paesi emergenti, innescando un processo di selezione delle imprese più produttive e innovative, con un incremento del valore medio delle esportazioni.



Lieve frenata in agosto dei prezzi alla produzione

In agosto, i prezzi alla produzione dell'industria in Italia hanno registrato la variazione congiunturale più bassa (0,2%) da novembre. Su base annua, l'incremento è risultato del 6,6%, anch'esso in frenata dal 7% registrato in luglio. L'indice calcolato al netto dell'energia ha segnato una variazione dello 0,3% rispetto a luglio e del 4,1% nei confronti dello stesso mese del 2005. Nell'area dell'euro, l'indice generale dei prezzi alla produzione ha evidenziato un aumento dello 0,1% su base congiunturale e del 5,7% rispetto ad agosto 2005.

La variazione media dell'indice generale dei prezzi all'origine dei primi otto mesi del 2006 è stata pari al 5,8% nei confronti dello stesso periodo dell'anno precedente. Nell'ultimo quinquennio, la progressione dei prezzi alla produzione si è rivelata in Italia graduale e costante ed è da ascrivere in gran parte alla crescita delle quotazioni del petrolio e delle altre commodity industriali.



Previsioni tassi e cambi

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

Nel II trimestre del 2006 l'economia americana ha rallentato fortemente. Dista attenzione la decelerazione dei consumi e la contemporanea contrazione degli investimenti nel comparto residenziale.

Negli ultimi anni, il settore immobiliare ha rappresentato uno dei principali fattori di traino della crescita americana. Mediante il ricorso all'indebitamento, le famiglie statunitensi sono riuscite a trasformare parte della propria ricchezza immobiliare in liquidità fornendo in questo modo sostegno ai consumi.

La struttura finanziaria delle famiglie americane è apparsa, però, in deterioramento. Dal 2000, il valore complessivo dei mutui è quasi raddoppiato superando i nove mila miliardi di dollari nel 2006. Contemporaneamente il risparmio è divenuto negativo (-0,6% del reddito disponibile nel II trimestre del 2006).

Il settore immobiliare appare ora in decelerazione. Preoccupano gli effetti sull'economia. Secondo il Fmi, la crescita americana, prevista già in rallentamento nel 2007, potrebbe ridursi di un ulteriore punto percentuale qualora la situazione dell'immobiliare peggiorasse oltre le attese.

Rallenta la crescita dell'economia americana

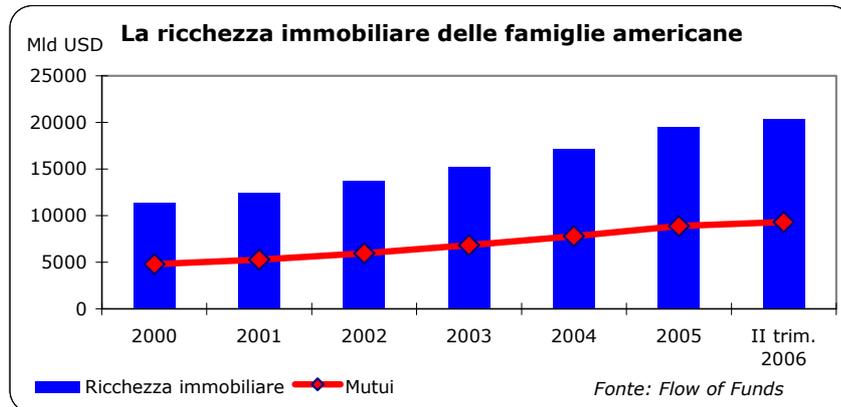
I dati definitivi sulla dinamica dell'economia americana nel II trimestre del 2006 hanno confermato il rallentamento in corso. La crescita del Pil è stata leggermente rivista al ribasso: 2,6% trimestrale annualizzato dal 2,9% precedentemente stimato. La lettura dei dati fa emergere due elementi degni di attenzione e tra loro collegati: la brusca contrazione degli investimenti nel settore residenziale e l'indebolimento dei consumi. Mentre nel biennio 2004-2005 il contributo al Pil della spesa delle famiglie era stato in media superiore al 2,5%, nel periodo aprile-giugno si è registrato un significativo rallentamento (1,8% dal 3,4% del I trimestre). La dinamica dei consumi americani preoccupa maggiormente se analizzata contemporaneamente all'evoluzione del settore edilizio. Gli investimenti fissi nel comparto residenziale si sono, infatti, contratti di oltre il 10% sottraendo alla crescita americana lo 0,7% a fronte di un positivo contributo pari allo 0,5% fornito nel 2005.

Il settore immobiliare ha rappresentato negli ultimi anni uno dei principali fattori di traino dell'economia americana. Un rallentamento forte potrebbe, quindi, avere un impatto significativo sulla crescita. Appare, dunque, importante analizzare il contesto nel quale si è sviluppata la forte dinamica dell'immobiliare per evidenziare i fattori di rischio attualmente presenti nell'economia americana.

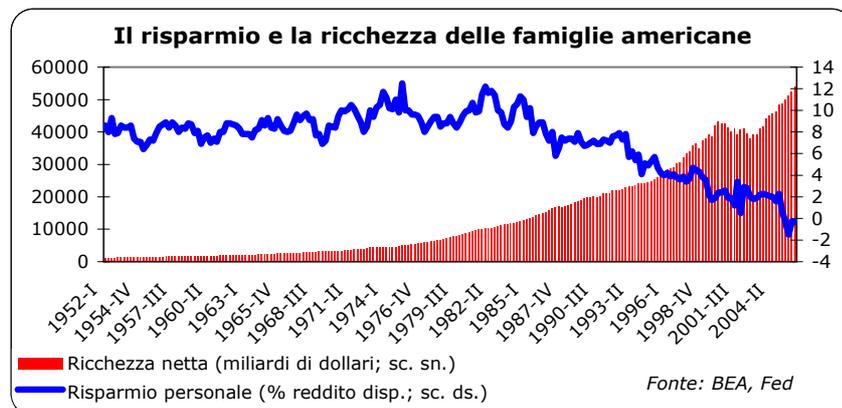
Il mercato immobiliare e i bilanci delle famiglie americane

Negli ultimi anni, le famiglie statunitensi hanno beneficiato del robusto incremento della propria ricchezza immobiliare, passata da oltre 11 mila miliardi di dollari del 2000 a più di venti mila nel secondo trimestre dell'anno in corso. Mediante il ricorso all'indebitamento, le famiglie sono riuscite a trasformare parte di questa ricchezza in liquidità. Tale processo è stato, senza dubbio, agevolato dall'innovazione finanziaria. In questo modo, il valore estratto dagli americani dalle proprie case è risultato, nel 2005, pari a quasi il 10% del reddito disponibile a fronte di valori negativi registrati agli inizi degli anni novanta. La ricchezza estratta dai prezzi delle case in crescita ha contribuito a sostenere i consumi sia in maniera diretta che indiretta. Si stima che circa il venti per cento dell'ammontare complessivo sia stato destinato al finanziamento della spesa delle famiglie, mentre un altro venticinque per cento è stato utilizzato per rimborsare debiti contratti in precedenza prevalentemente per la copertura di consumi.

La favorevole evoluzione del settore immobiliare ha, quindi, senza dubbio contribuito a mantenere robusta la crescita americana. Negli ultimi anni sono emersi, però, alcuni elementi di rischio legati anche alla situazione finanziaria delle famiglie. Preoccupa la reazione dell'economia statunitense al venir meno del sostegno immobiliare.



La situazione finanziaria delle famiglie ha registrato un peggioramento. Dal 2000 il valore complessivo dei mutui è quasi raddoppiato, passando da circa cinque mila miliardi di dollari ad oltre nove mila a giugno 2006. Sebbene il servizio del debito appaia ancora sostenibile per le famiglie americane, la situazione venutasi a creare presenta alcuni elementi d'incertezza. Il servizio del debito relativo sia ai mutui che al credito al consumo nel primo trimestre del 2006 è stimato pari al 13,9% del reddito disponibile, non lontano dalla media del 2000 (12,5%). Ma i pagamenti relativi ai contratti di mutuo potrebbero salire gradualmente. Risulta necessario seguire con attenzione l'evoluzione dei cosiddetti mutui non tradizionali. Sono tipologie di contratto che prevedono clausole innovative che li differenziano dalle forme tradizionali di finanziamento. Alcuni di questi nuovi prodotti prevedono, ad esempio, la possibilità di pagare solo interessi nei primi anni. Il ricorso a queste tipologie di mutui è cresciuto. Si stima che nel 2005 abbiano rappresentato circa un terzo delle nuove emissioni (da meno del 10% del 2003) e che pesino sul totale dello stock per poco meno del 20%.



Un ulteriore aspetto da considerare nell'analisi del rischio insito nell'attuale struttura finanziaria e patrimoniale delle famiglie americane riguarda l'evoluzione del risparmio personale. La percentuale di risparmio sul reddito disponibile ha sperimentato una brusca contrazione negli ultimi anni per poi divenire addirittura negativa (-0,6% nel II trimestre del 2006). Uno studio del Fmi ha evidenziato come, nel lungo termine, la propensione dei consumatori statunitensi ad accantonare risorse risulti correlata negativamente alla ricchezza netta e positivamente al livello sia del tasso di interesse reale che dell'inflazione. Si stima che ogni dollaro in aumento della ricchezza riduca il risparmio annuale delle famiglie di circa due centesimi. Invece, il processo attraverso il quale le famiglie americane hanno trasformato parte della crescente ricchezza immobiliare in liquidità non sembra influenzare il valore di lungo periodo del tasso di risparmio americano. Senza dubbio, però, questo processo aiuta a

spiegare i cambiamenti di breve termine e le deviazioni dai valori impliciti nelle determinanti di lungo periodo. A tale proposito si stima che un aumento di un punto percentuale del rapporto tra il valore della ricchezza estratta dal comparto immobiliare e il reddito disponibile generi una temporanea riduzione del tasso di risparmio compresa tra lo 0,15% e lo 0,2%. Un effetto positivo con carattere permanente sul risparmio sarebbe, invece, atteso sia nel caso di un rallentamento nella crescita della ricchezza immobiliare che nell'ipotesi di un aumento dei tassi. Quindi, il proseguimento della decelerazione del settore residenziale frenerebbe i consumi anche a causa dello stimolo fornito al risparmio delle famiglie.

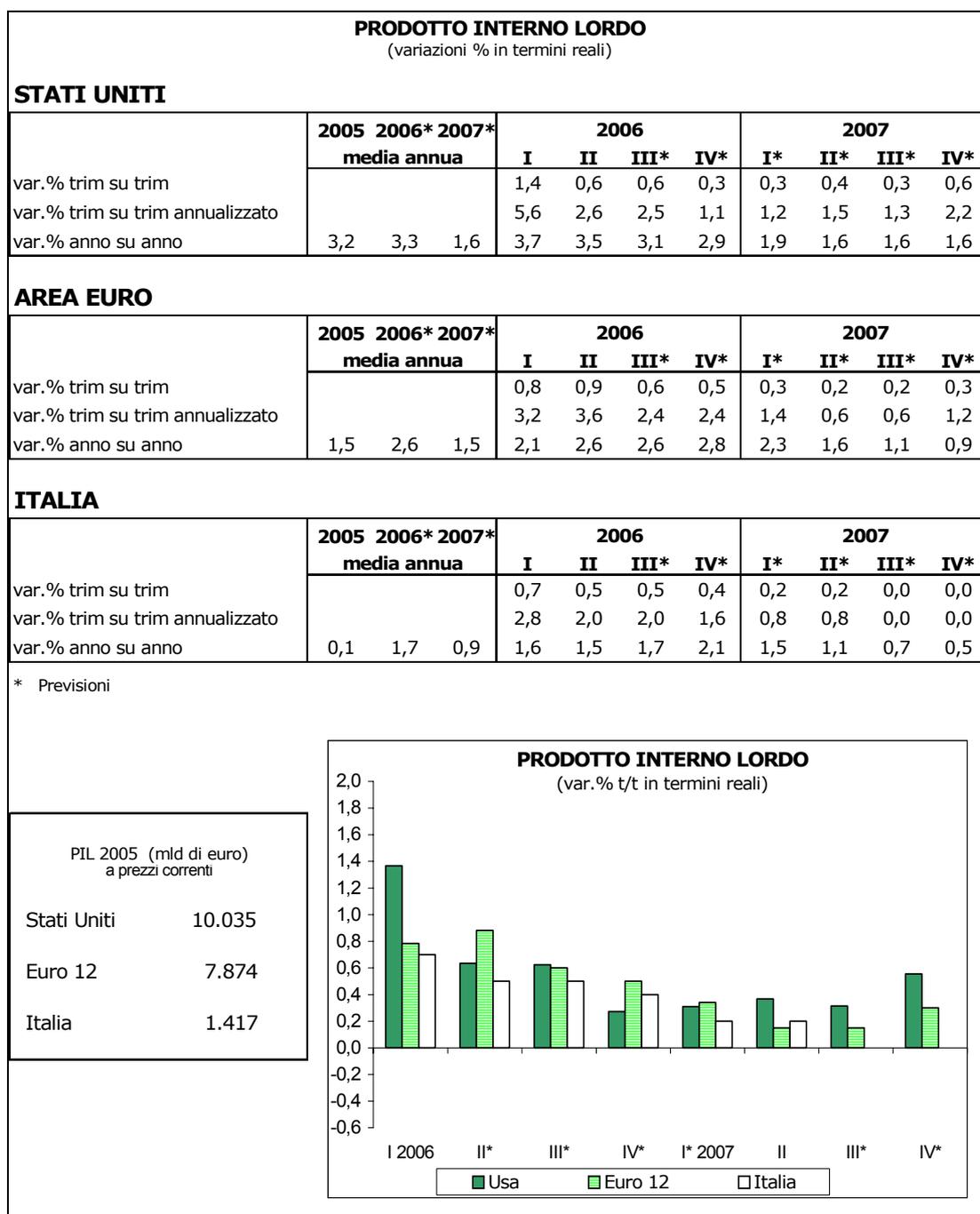
Il mercato immobiliare frena la crescita e influenza la politica monetaria

L'importanza assunta dal mercato immobiliare negli ultimi anni rende, quindi, evidenti i rischi collegati ad un rallentamento del settore. Nel comunicato diffuso a margine dell'ultima riunione di politica monetaria, la Federal Reserve aveva sottolineato come la decelerazione dell'economia riflettesse in parte il raffreddamento del mercato immobiliare. Secondo alcune stime questo settore nel 2005 risultava sopravvalutato di circa il 10-15% rispetto ai valori determinati sulla base dei fondamentali. Il rallentamento del settore immobiliare nel comparto residenziale appare evidente. I valori medi dei primi otto mesi dell'anno in corso relativi ad alcuni indicatori quali la vendita di case esistenti, i nuovi permessi edilizi e i nuovi cantieri risultano, infatti, inferiori ai dati relativi all'intero 2005.

Il rallentamento del mercato immobiliare potrebbe avere un impatto sulla crescita americana sia direttamente che indirettamente. Nel 2005, il valore degli investimenti effettuati nel comparto residenziale è stato pari ad oltre il 6% del prodotto nominale complessivo e a quasi il 40% del totale degli investimenti lordi. In Italia nello stesso anno la spesa per investimenti in abitazioni è risultata superiore di poco al 4% del prodotto. Dato, quindi, il significativo contributo fornito alla crescita, l'indebolimento dell'immobiliare potrebbe avere un effetto diretto non trascurabile. Inoltre, si avrebbe anche un impatto indiretto legato al cosiddetto effetto ricchezza. Una dinamica non favorevole del patrimonio immobiliare frenerebbe i consumi. Si stima che una riduzione della ricchezza pari a un dollaro determinerebbe un cambiamento nei consumi di circa 3,5 centesimi. La metà dell'effetto si materializzerebbe entro l'anno successivo. Il Fmi ha stimato che il rallentamento dei prezzi delle case dovrebbe sottrarre circa mezzo punto alla domanda interna americana sia nel 2006 che nel 2007. Ma, qualora la decelerazione del settore immobiliare risultasse più forte di quella ipotizzata nello scenario di base, la crescita degli Usa potrebbe essere ridotta di un ulteriore punto percentuale. L'incertezza che circonda il futuro del settore immobiliare, emersa anche dalla lettura dei verbali del FOMC di agosto, rafforza le attese per una politica monetaria che, dopo qualche mese di pausa nell'aumento dei tassi, potrebbe invertire la direzione del proprio cammino ed orientarsi verso una posizione maggiormente espansiva.

	dati storici		04/10/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	114,9	115,7	118,0	109,0	101,0
dollaro-euro	1,202	1,268	1,271	1,350	1,330
yen-euro	138,0	146,8	150,0	147,2	134,3
sterlina-euro	0,681	0,688	0,674	0,682	0,720
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	4,17	5,50	5,34	4,90	3,40
euro	2,20	3,10	3,44	3,75	3,40
yen	0,06	0,40	0,38	0,45	1,00
sterlina	4,59	4,73	5,10	5,10	4,50
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,45	5,08	4,63	4,60	4,20
Germania	3,26	4,02	3,73	3,75	3,40
Giappone	1,52	1,90	1,73	1,70	2,30
Italia	3,45	4,31	4,02	4,03	3,68
Gran Bretagna	4,34	4,64	4,60	4,20	3,65

Previsioni sulla crescita economica

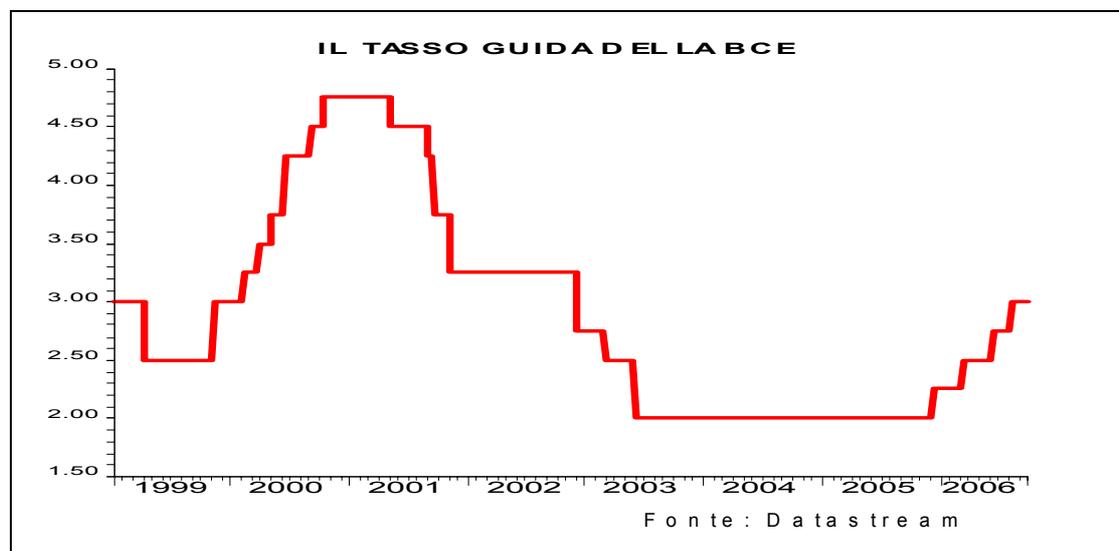
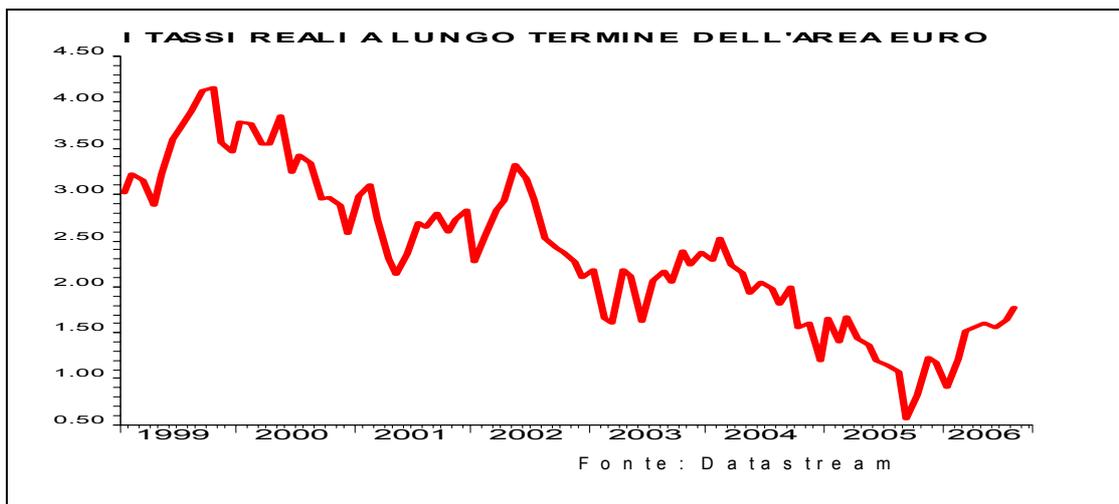
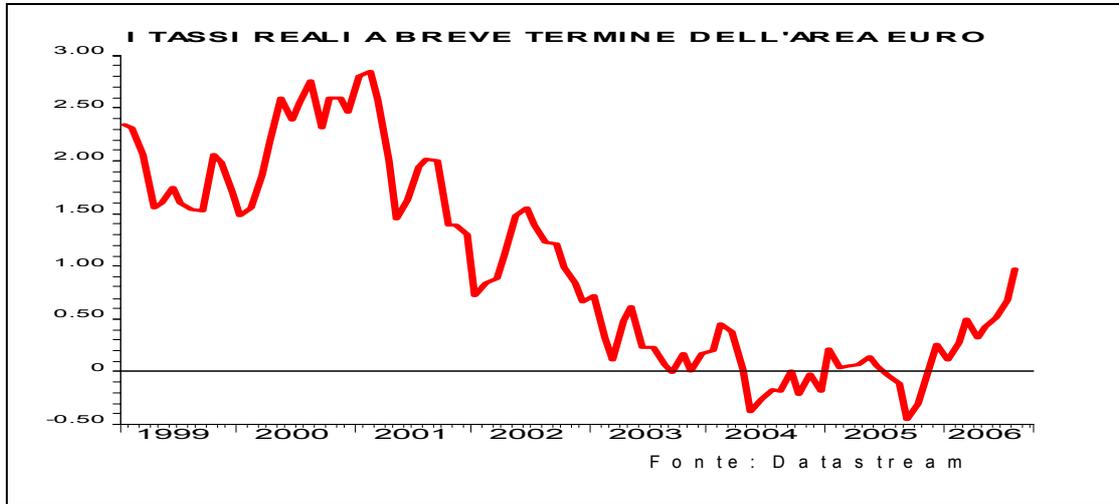


Le previsioni sui prezzi

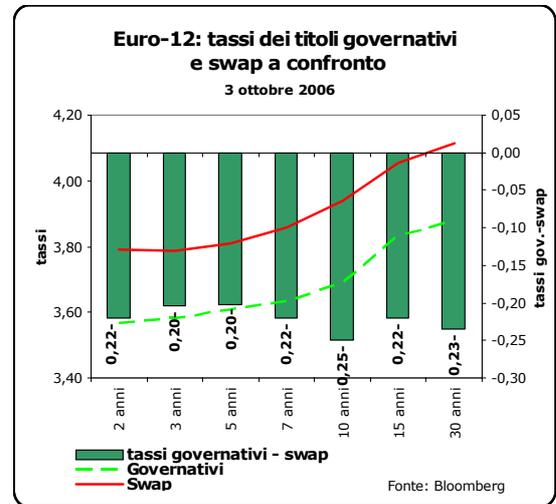
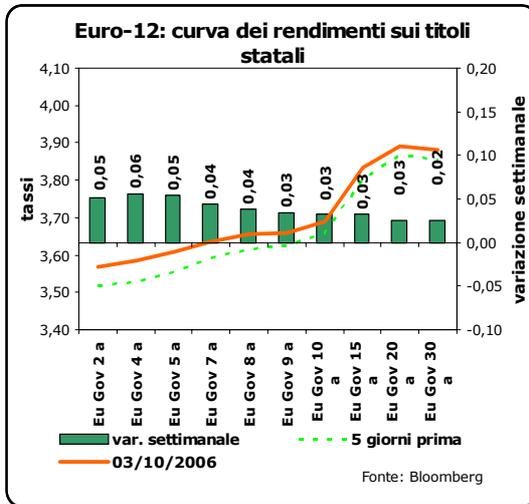
PREZZI AL CONSUMO													
EURO 1 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2005	98,3	98,7	99,3	99,8	100	100,1	100	100,3	100,8	101	100,8	101,1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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Trend per la politica monetaria europea



Panorama Tassi & Euro

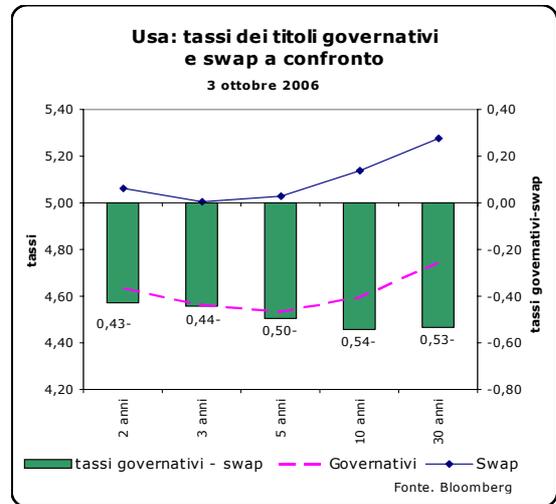
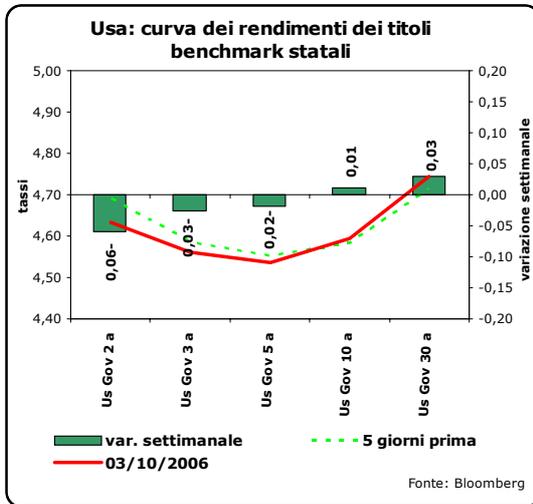


	Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute										
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	3/10/06	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	####	4/1/99
USA	1,274	1,270	1,282	1,193	1,263	1,179	0,3	-0,6	6,7	0,8	8,0
Canada	1,425	1,415	1,416	1,390	1,623	1,800	0,7	0,6	2,5	-12,2	-20,9
Australia	1,705	1,686	1,675	1,565	1,680	1,910	1,1	1,8	8,9	1,5	-10,7
Nuova Zelanda	1,929	1,897	1,955	1,726	1,924	2,223	1,6	-1,3	11,7	0,2	-13,2
Giappone	149,9	147,8	150,3	136,1	135,1	133,7	1,4	-0,3	10,1	11,0	12,1
Argentina	3,951	3,931	3,961	3,464	3,699	1,180	0,5	-0,3	14,0	6,8	234,9
Svizzera	1,585	1,578	1,579	1,554	1,558	1,617	0,5	0,4	2,0	1,7	-2,0
Regno Unito	0,674	0,670	0,673	0,680	0,705	0,711	0,7	0,2	-0,9	-4,3	-5,2
Svezia	9,326	9,290	9,316	9,309	9,080	9,470	0,4	0,1	0,2	2,7	-1,5
Danimarca	7,457	7,459	7,460	7,463	7,445	7,450	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1
Norvegia	8,374	8,314	8,107	7,886	8,414	8,855	0,7	3,3	6,2	-0,5	-5,4
Cipro	0,577	0,577	0,576	0,573	0,586	0,582	0,0	0,1	0,6	-1,6	-1,0
Repubblica Ceca	28,23	28,44	28,25	29,60	32,41	35,11	-0,8	-0,1	-4,6	-12,9	-19,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	274,7	273,1	277,7	250,7	262,5	251,5	0,6	-1,1	9,6	4,7	9,2
Lettonia	0,696	0,696	0,696	0,696	0,673	0,667	0,0	0,0	0,0	3,5	4,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,429	0,432	0,443	0,0	0,0	0,0	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,21	37,40	37,72	38,85	41,17	42,99	-0,5	-1,4	-4,2	-9,6	-13,4
Slovenia	239,5	239,6	239,6	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,7
Polonia	3,9432	3,958	3,969	3,918	4,702	4,071	-0,4	-0,6	0,6	-16,1	-3,1
Russia	34,09	33,97	34,27	34,14	36,89	25,32	0,3	-0,5	-0,2	-7,6	34,6
EURO	93,4	92,8	93,3	90,2	92,8	93,3	0,7	0,1	3,6	0,6	0,1

cambio effettivo nominale

Fonte : Datastream.

Panorama Tassi & Dollaro Usa



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
	3/10/06	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,123	1,114	1,104	1,166	1,293	1,598	-0,8	-1,6	3,9	15,2	42,3
Australia (*)	0,743	0,751	0,767	0,763	0,753	0,516	-1,1	-3,1	-2,6	-1,4	44,1
Nuova Zelanda (*)	0,658	0,657	0,655	0,692	0,656	0,425	0,1	0,4	-4,9	0,3	54,7
Giappone	118,0	117,1	117,1	114,2	107,2	131,8	-0,7	-0,7	-3,2	-9,1	11,8
Corea del Sud	945	945	962	1.038	1.198	1.320	0,0	1,8	9,9	26,8	39,8
Filippine	49,85	50,33	50,77	55,99	55,54	51,60	1,0	1,8	12,3	11,4	3,5
Indonesia	9.175	9.223	9.095	10.299	8.418	10.370	0,5	-0,9	12,3	-8,3	13,0
Singapore	1,582	1,589	1,572	1,696	1,700	1,849	0,5	-0,6	7,2	7,5	16,9
Thailandia	37,53	37,51	37,53	41,17	39,61	44,05	-0,1	0,0	9,7	5,5	17,4
Cina	7,90	7,91	7,95	8,09	8,28	8,28	0,1	0,6	2,4	4,7	4,7
India	45,72	45,78	46,41	44,55	45,63	48,27	0,1	1,5	-2,6	-0,2	5,6
Argentina	3,10	3,10	3,08	2,91	2,94	1,00	0,0	-0,7	-6,3	-5,3	-67,9
Brasile	2,17	2,19	2,14	2,23	2,89	2,30	1,0	-1,5	2,7	33,2	5,7
Cile	534,7	538,1	537,6	526,6	593,0	646,3	0,7	0,5	-1,5	10,9	20,9
Colombia	2.398	2.405	2.390	2.287	2.780	2.297	0,3	-0,3	-4,6	16,0	-4,2
Messico	11,03	11,05	10,91	10,77	11,24	9,11	0,2	-1,2	-2,4	1,8	-17,4
Perù	3,25	3,25	3,24	3,35	3,46	3,44	0,1	-0,2	3,3	6,6	6,0
Uruguay	23,89	23,84	23,94	23,93	29,32	14,75	-0,2	0,2	0,2	22,7	-38,2
Venezuela	2.734	2.782	2.659	2.744	2.852	759	1,7	-2,7	0,4	4,3	-72,2
Israele	4,29	4,31	4,37	4,61	4,39	4,48	0,4	1,7	7,4	2,3	4,4
Sud Africa	7,88	7,64	7,22	6,43	6,62	12,37	-3,0	-8,3	-18,3	-16,0	57,1
Turchia	1,4972	1,5204	1,4643	1,3590	1,3966	1,4298	1,5	-2,2	-9,2	-6,7	-4,5
Area dell'Euro (*)	1,274	1,270	1,282	1,193	1,263	0,904	0,3	-0,6	6,7	0,8	41,0
Regno Unito (*)	1,888	1,894	1,905	1,755	1,786	1,439	-0,3	-0,9	7,6	5,7	31,2
Svizzera	1,246	1,244	1,230	1,302	1,239	1,650	-0,1	-1,2	4,5	-0,5	32,5
Danimarca	5,86	5,88	5,81	6,26	5,91	8,28	0,4	-0,8	6,9	0,9	41,4
Norvegia	6,57	6,55	6,33	6,61	6,68	8,87	-0,4	-3,8	0,5	1,5	34,8
Svezia	7,32	7,34	7,28	7,81	7,18	10,28	0,3	-0,6	6,7	-1,9	40,5
Russia	26,79	26,67	26,73	28,53	29,45	30,14	-0,5	-0,2	6,5	9,9	12,5
Polonia	3,10	3,12	3,09	3,29	3,73	3,96	0,6	-0,5	6,1	20,4	27,6
Repubblica Ceca	22,16	22,42	22,03	24,81	25,65	35,27	1,2	-0,6	12,0	15,8	59,2
Ungheria	216,5	215,0	216,6	210,7	209,3	272,9	-0,7	0,1	-2,7	-3,3	26,0
DOLLARO USA	93,2	93,1	92,5	96,0	94,6	122,0	0,1	0,8	-2,9	-1,5	-23,6

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

Il calendario della settimana economica (dal 4 al 10 ottobre 2006)

Giorno	Eventi				
Mercoledì 4	Stati Uniti	Discorso di Geithner della Federal Reserve Discorso di Bernanke della Federal Reserve			
	Area Euro	Discorso di Trichet			
Giovedì 5	Stati Uniti	Discorso di Moskow della Federal Reserve Discorso di Kohn della Federal Reserve Discorso di Pianalto della Federal Reserve			
	Regno Unito	Riunione della Banca d'Inghilterra			
	Area Euro	Riunione della BCE			
<i>Unione Europea</i>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 4	Italia	PMI (servizi)	settembre	57,6	54,3
	Francia	PMI (servizi)	settembre	62,5	61,4
	Germania	PMI (servizi)	settembre	54,3	54,4
	Area Euro	PMI (servizi)	settembre	57,4	56,7
Giovedì 6		Vendite al dettaglio	agosto	0,4%/m/m; 1,9%/a/a	0,7%/m/m; 2,4%/a/a
	Regno Unito	PMI (servizi)	settembre	56,7	57
	Germania	Ordinativi industriali	agosto	1,8% m/m	-0,5% m/m
	Regno Unito	Produzione industriale	agosto	0,2%/m/m; -0,4%/a/a	0,1%/m/m; 0,8%/a/a
		Produzione manifatturiera	agosto	0,2%/m/m; 1,0%/a/a	0,2%/m/m; 1,5%/a/a
<i>Stati Uniti e Giappone</i>					
Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
Mercoledì 4	Stati Uniti	ISM (non manifatturiero)	settembre	57,0	56,0
		Ordini all'industria	agosto	-0,6%	-0,2%
Giovedì 5	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupazione	30 sett.	316.000	315.000
Venerdì 6	Stati Uniti	Tasso di disoccupazione	settembre	4,7%	4,7%
		Credito al consumo	agosto	5,5 mld di \$	5,1 mld di \$
	Giappone	Nuovi occupati sett. non agricolo	settembre	128.000	120.000
	Giappone	Indice anticipatore	agosto	27,3%	10,0%