

# focus

## settimanale del Servizio Studi BNL

7  
2006

21 febbraio 2006

### Brasile

	2004	2005*	2006**
Popolazione (milioni di abitanti)	179,2		
Pil pro capite (in US\$)	3.400		
Pil (var. % annua)	4,9	2,4	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	6,3	5,7	4,0
Cambio real/US\$ (media annua)	2,9	2,5	2,6
Saldo partite correnti (in % Pil)	1,8	2,0	0,7
Rating debito in valuta estera a lungo termine	Moody's Ba3	S&P BB-	Fitch BB-

fonte: EIU, IIF, Bloomberg e ns. elaborazioni

\*stime

\*\*previsioni

- Anche se con una crescita inferiore al 2004, l'economia brasiliana ha archiviato un 2005 ricco di spunti positivi. In evidenza i conti con l'estero dove il surplus commerciale ha raggiunto il risultato record di 45 miliardi di dollari. L'export carioca è forte nelle "commodities" come pure nel comparto manifatturiero con punte di eccellenza che vanno dalle macchine movimento terra all'aeronautica alle tecnologie "flex-fuel" per l'impiego di carburanti di origine vegetale nell'alimentazione dei motori a scoppio delle autovetture.
- L'economia cinese continua a procedere sul sentiero dell'espansione, ma segni di rallentamento nei formidabili ritmi di sviluppo cominciano ad essere colti da alcuni indicatori. Potrebbe essere la manifestazione di una fisiologica evoluzione del quadro affermatosi negli ultimi anni ovvero il risultato delle politiche di contenimento dei rischi di "surriscaldamento" da tempo intraprese

## Il Brasile si prepara alla ripartenza

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

- Nel 2005, l'economia brasiliana ha dimezzato il tasso di crescita rispetto all'anno precedente. Il ritmo di sviluppo si è assestato poco al di sotto del 2,5%. La stretta monetaria attuata dalla Banca centrale ha comunque raggiunto l'obiettivo di riportare l'inflazione entro il target.
- Il surplus commerciale ha segnato il livello record di 45 miliardi di dollari superando quello dello scorso anno, quando si mostrò il più elevato in assoluto tra tutti i paesi emergenti ad eccezione della Russia. Il surplus di parte corrente ha superato i 15 miliardi di dollari, pari al 2% circa del Pil.
- La situazione finanziaria del Brasile non desta preoccupazioni. Il rischio paese è ai minimi dal 1994. Il debito estero è pari a circa il 23,5% del Pil. Il debito a breve rappresenta meno del 10% del totale dell'esposizione sull'estero. Le riserve internazionali, al netto del ripianamento del debito verso il Fondo Monetario Internazionale, superano i 50 miliardi di dollari.

L'economia brasiliana, dopo aver conseguito nel 2004 una crescita prossima al 5%, nel 2005 ha dimezzato il passo di sviluppo, facendo registrare al prodotto interno lordo un incremento stimato del 2,4%. La stretta monetaria, che lo scorso anno aveva portato la Banca centrale a innalzare il tasso guida fino al 20%, ha fatto sentire i propri effetti sul ciclo. A beneficiarne è stata l'inflazione, che nel 2004 aveva segnato una media superiore al 6% e nella primavera 2005 aveva superato di poco l'8%. Nella seconda parte dell'anno, il livello dei prezzi al consumo si è ridotto nettamente, riportando la media 2005 al 5,7%, il livello più basso dal 1999, sostanzialmente in linea con il target programmato.

<b>Brasile</b>			
	<b>2004</b>	<b>2005*</b>	<b>2006**</b>
Popolazione (milioni di abitanti)	179,2		
Pil pro capite (in US\$)	3.400		
Pil (var. % annua)	4,9	2,4	3,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	6,3	5,7	4,0
Cambio real/US\$ (media annua)	2,9	2,5	2,6
Saldo partite correnti (in % Pil)	1,8	2,0	0,7
Rating debito in valuta estera a lungo termine	Moody's Ba3	S&P BB-	Fitch BB-

fonte: EIU, IIF, Bloomberg e ns. elaborazioni

\*stime  
\*\*previsioni

L'andamento positivo dell'export nel 2005, congiuntamente alla frenata delle importazioni dovuta alla minore domanda interna, ha favorito la creazione di un surplus di conto corrente superiore ai 15 miliardi di dollari, pari al 2% del Pil. Il saldo commerciale ha registrato un record di oltre 45 miliardi di dollari. Il consuntivo dell'anno ha beneficiato della forte domanda mondiale, soprattutto di quella della Cina e degli altri paesi asiatici, che hanno spinto i volumi e le quotazioni delle commodities. Il Brasile da solo rappresenta circa la metà dell'intero export latino-americano verso la Cina; le voci principali sono quasi tutte nelle materie prime, minerali di ferro e soia innanzi tutto. La componente commodities industriali nell'export brasiliano è pari a circa il 30% del totale, mentre il 60% è rappresentato da prodotti manifatturieri. Nella lista dei settori che hanno fatto maggiori progressi nell'export rispetto al 2004 figurano le auto e componenti, l'acciaio, i polimeri, le macchine per il movimento da terra e l'aeronautica (Embraer è uno dei maggiori produttori mondiali di aerei). Il rilancio del *made in Brazil* costituirà anche nel 2006 un punto fondamentale della politica economica del paese. Il Brasile sta infatti rapidamente incrementando il proprio peso

nel mercato globale. Tra il 1998 e il 2005, la quota delle esportazioni sul Pil è più che triplicata, passando dal 6,5 ad oltre il 20%.

Il debito pubblico, che nel 2004 si era ridotto per la prima volta dall'inizio degli anni 90, nel 2005 si è portato intorno al 50% del Pil. Il rapporto deficit/Pil si è situato al 2,5%, dimezzandosi rispetto a due anni prima. Il surplus primario ha superato di poco il 5% del Pil, un livello che va ben oltre il target programmato del 4,25%. Visti i risultati raggiunti sul terreno della stabilità dei prezzi, le autorità monetarie potrebbero decidere nei prossimi mesi di continuare la politica di allentamento del tasso guida, portandolo entro la fine del 2006 intorno al 15% (attualmente è al 17,25%). Il rischio paese del Brasile si è sensibilmente ridotto dopo l'annuncio da parte della Banca centrale di voler ripagare il restante ammontare del debito (\$ 15,5 mld.) verso il Fondo Monetario Internazionale utilizzando parte delle riserve internazionali. Attualmente lo *spread* tra i titoli brasiliani e i *benchmark* statunitensi è intorno ai 250 punti base, al di sotto di quello della media dell'area latino-americana.

I tassi elevati, insieme alla relativa debolezza del dollaro, hanno contribuito a sostenere il *real*, che nella media del 2005 ha segnato un livello di circa 2,5 contro dollaro. La forza del *real* ha favorito l'ingresso di capitali nel paese. Gli investimenti diretti esteri si sono attestati oltre i 12 miliardi di dollari. La posizione finanziaria del Brasile appare in costante miglioramento. Nel 2005, il debito estero è risultato pari a circa il 23% del Pil. Il debito a breve è inferiore al 10% del totale. Il servizio del debito, ancora piuttosto elevato (38% del totale delle esportazioni), è comunque in decelerazione. A fine 2005, le riserve internazionali ammontavano, al netto del pagamento del debito con il Fondo, a circa 53 miliardi di dollari.

Sul fronte dell'energia, il Brasile sta effettuando scelte davvero innovative. Nonostante produca petrolio per oltre i due terzi del proprio fabbisogno, il paese sta cercando di ridurre ulteriormente la dipendenza dall'oro nero attraverso l'utilizzo delle eccedenze agricole. L'etanolo derivato dalla canna da zucchero sta facendo marciare nel paese oltre tre milioni di autoveicoli, su un totale di circa 17 milioni. Le immatricolazioni di auto flex-fuel (auto ibride benzina/etanolo) superano ormai da mesi quelle dei modelli normali. Secondo le statistiche dell'Anfavea, l'associazione dei produttori di auto, nel 2005 sono stati venduti in Brasile circa 700 mila veicoli "flessibili", il 180% più del 2004. Si pensa che nel medio periodo (circa cinque anni) le auto flex-fuel possano raggiungere l'80% del totale in circolazione. Non il 100%, in quanto tale tecnologia non è richiesta per i modelli di lusso e non si adatta ai motori *diesel*.

Nel 2006, una politica di allentamento monetario potrà ridare tonicità alla domanda interna e maggior vigore alla crescita. Determinanti ai fini dello sviluppo del paese saranno le scelte commerciali del Brasile in merito alla costituenda area di libero scambio delle Americhe nonché la realizzazione delle riforme strutturali necessarie al Brasile, ancora molto carente per le infrastrutture, i servizi, le forniture di energia e la qualità della formazione. Le previsioni a medio termine restano positive. Nel biennio 2006-07, la crescita dovrebbe nuovamente accelerare; l'inflazione restare sotto controllo e la situazione finanziaria continuare il trend favorevole intrapreso negli ultimi due anni. Anche i mercati mostrano verso il Brasile un atteggiamento fortemente diverso rispetto al 2002, alla vigilia delle precedenti elezioni presidenziali, quando lo *spread* tra i titoli brasiliani e i *benchmark* statunitensi era intorno ai duemila punti. Il rischio paese è ai minimi dal 1994, mentre la stessa Borsa di San Paolo ha segnato nei giorni scorsi il record di tutti i tempi, superando i 38 mila punti.

## Cina: rallentamento in vista?

P. Verduci ☎ 06-47027281 – [paola.verduci@bnlmail.com](mailto:paola.verduci@bnlmail.com)

- La Cina, al terzo posto al mondo con una quota del 7% sul commercio internazionale, nel 2005 ha fatto registrare una minore crescita delle importazioni e delle esportazioni.
- Nonostante la forza della crescita economica della Cina, alcuni indicatori, tra i quali la riduzione dei margini di profitto delle imprese, la crescita delle importazioni pari alla metà di quella realizzata nel 2004 e la frenata della corsa degli investimenti diretti dall'estero fanno ritenere che l'atteso rallentamento sia iniziato.
- Secondo i dati dell'Ufficio nazionale di statistica (National Bureau of Statistics, NBS), le perdite complessive delle grandi imprese industriali sono in aumento. Le imprese statali o a partecipazione statale coprono oltre un quinto delle esportazioni e quasi un terzo delle importazioni complessive.
- Gli investimenti diretti dall'estero sono in leggerissimo calo rispetto all'anno precedente, riflettendo sia ragioni fisiologiche che scelte strategiche. E' possibile che il processo di delocalizzazione del manifatturiero verso la Cina abbia raggiunto il punto di massimo.

Nel corso del 2005 l'economia cinese è cresciuta ad un tasso annuo del 9,9%, che porta la crescita media dell'ultimo triennio al 10%. Tale valore medio è anche il frutto delle recenti revisioni al rialzo dei tassi di crescita che hanno riguardato il più esteso periodo dal 1993 al 2004. Per il solo 2004 il valore del Pil è stato infatti aumentato di un sesto a Rmb15.988 mld (US\$1.930 mld). La revisione riguarda quasi interamente la componente dei servizi, non correttamente considerata fino ad allora, il cui peso sul Pil è stato aumentato di circa dieci punti percentuali al 40,7%.

Nel 2005 è inoltre proseguita la crescita degli investimenti al 25,7% (26,6% nel 2004) che hanno apportato un contributo stimato al 4,8% e il peso degli investimenti sul Pil ha raggiunto il 48,8%. Il surplus commerciale ha superato i US\$100 mld ed è proseguito l'ingente processo di accumulazione delle riserve in valuta estera (US\$818,9 mld), che potrebbe portare quest'anno la Cina a superare il Giappone, divenendo così il primo paese al mondo per riserve internazionali. Attualmente la Cina detiene il 20% delle riserve mondiali, pari al 40% del Pil, e corrispondenti ad una copertura di ben 64 settimane di importazioni.

Cina	2004	2005*	2006**
Popolazione (in milioni)	1.299,9	1.307,5	1.315,2
Pil (variazione % annua in termini reali)	10,1	9,9	8,5
Prezzi al consumo (variazione % annua)	3,9	1,8	2,0
Saldo commerciale (fob-cif in miliardi di \$ USA)	32,0	101,9	143,0
Riserve estere (in miliardi di \$ USA)	614,5	818,9	1000,0
Cambio Rmb/US\$ (media annua)	8,3	8,2	8,1
Fonte: ns elaborazioni su dati EIU e CEQ		(*) stime (**) previsioni	

Tuttavia alcuni elementi, quali l'andamento dei margini di profitto delle imprese, delle importazioni e degli investimenti diretti dall'estero, fanno ritenere che il rallentamento, non percepibile dall'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche, sia in realtà già iniziato e potrebbe manifestarsi nell'anno in corso.

I margini di profitto delle imprese si stanno riducendo a causa di una situazione di eccesso di capacità produttiva.

Secondo quanto comunicato dall'Ufficio nazionale di statistica (National Bureau of Statistics, NBS), nel corso del 2005 le perdite complessive delle grandi imprese industriali (definizione che comprende tutte le imprese statali e quelle non statali con fatturato superiore ai Rmb5 milioni) sono aumentate del 58,5%. Tra queste le imprese statali o a partecipazione statale che hanno chiuso i bilanci in rosso hanno riportato perdite in aumento del 95,3%. Tali dati assumono particolare rilievo se si considera che le imprese statali coprono oltre un quinto delle esportazioni e quasi un terzo delle importazioni complessive.

L'eccesso di capacità produttiva in alcuni settori è riconosciuto dalla stessa Cina. Il National Bureau of Statistics ha infatti comunicato i dati riferiti ad alcune materie prime, tra le quali l'acciaio. Su tale mercato la Cina gioca un ruolo cruciale, considerando che consuma un quarto dell'acciaio mondiale e ne produce un terzo. La produzione nazionale di acciaio è stata lo scorso anno di 340 milioni di tonnellate, contro una capacità produttiva di 470 milioni di tonnellate e stimata arrivare a 600 milioni di tonnellate. Viene previsto a breve un eccesso di capacità produttiva di carbone. La capacità produttiva dei metalli ferrosi è stata utilizzata solo al 40% e la produzione di automobili è stata di 6 milioni di mezzi, contro gli 8,7 milioni possibili. Inoltre la capacità energetica installata a fine anno ha superato i 550 GW e presto arriverà a 800 GW, risultando superiore alla produzione complessiva di Germania (121 GW), Francia (116 GW) e Regno Unito (80 GW).

La Cina è il terzo paese al mondo sia per esportazioni che per importazioni e la quota sul commercio internazionale ha superato il 7%. Nonostante il saldo commerciale sia superiore ai US\$100 mld, e il commercio con l'estero abbia quasi raggiunto i US\$1.500 mld, le importazioni mostrano un evidente rallentamento rispetto all'anno precedente. Nel 2005 sono infatti cresciute al 17,6%, un tasso pari alla metà di quello realizzato nel 2004 (pari al 35,8%), e ai due terzi della media degli ultimi quattro anni (pari al 28,7%). Anche le esportazioni sono attese in rallentamento considerando che sulle importazioni pesano molto le materie prime e le componenti per la produzione destinata alle esportazioni. In particolare i consumi di prodotti petroliferi, aumentati nel 2004 del 15,3%, nel 2005 sono risultati in calo dello 0,5%.

A fine 2005 gli investimenti diretti dall'estero hanno raggiunto il valore di US\$60,3 mld, pressoché stabili rispetto all'anno precedente (US\$60,6 mld). Tale leggero calo rispetto agli anni precedenti, seppur considerato in parte fisiologico a seguito dei livelli record raggiunti, non va sottovalutato. Potrebbe infatti essere il segnale che il processo di delocalizzazione della produzione manifatturiera verso la Cina ha raggiunto il punto di massimo. Tale ipotesi avrebbe conseguenze molto rilevanti in considerazione del ruolo crescente giocato dalle multinazionali nel commercio con l'estero. Fino a novembre del 2005 le imprese estere hanno infatti coperto il 58% delle esportazioni e un'identica quota delle importazioni.

Commercio con l'estero per tipologia di impresa (genn-nov 2005 in mld US\$ e quote %)				
Tipologia di impresa	Esportazioni		Importazioni	
	mln US\$	Quote	mln US\$	Quote
Statale	153,88	22%	179,06	30%
Estera	398,52	58%	348,71	59%
Altre	134,24	20%	68,02	11%
<b>Totale</b>	<b>686,64</b>	<b>100%</b>	<b>595,79</b>	<b>100%</b>

Fonte: Ministry of Commerce of the People's Republic of China

## Fondi comuni: cambiano le preferenze dei risparmiatori

S. Ambrosetti ☎ 06-4702.8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- **Il patrimonio dei fondi comuni di investimento ha superato nel corso del 2005 i livelli raggiunti nel 2000 e mai più toccati dopo il crollo dei listini azionari. Nonostante la buona dinamica dei rendimenti nell'ultimo triennio, la massa gestita è cresciuta a ritmi piuttosto lenti. L'atteggiamento dei risparmiatori rispetto a questa forma di investimento appare comunque molto più prudente rispetto a quello prevalente cinque anni fa.**
- **I risparmiatori si sono trovati molto esposti sull'azionario nella fase discendente del ciclo di borsa, mentre nell'ultimo triennio sono rimasti maggiormente concentrati su fondi obbligazionari e di liquidità, beneficiando in misura ridotta della crescita dei mercati azionari.**
- **La ritrosia a tornare all'investimento nei fondi azionari è spiegabile anche con i cambiamenti del mercato dal lato dell'offerta. Le banche, in risposta alle esigenze della clientela, hanno infatti ampliato il proprio portafoglio prodotti orientando le scelte dei risparmiatori anche su strumenti di investimento alternativi ai fondi comuni.**

Il mercato dei fondi comuni in Italia ha vissuto negli ultimi cinque anni un andamento altalenante. In termini di patrimonio, dopo i 555 mld di euro a fine 2000 si è registrata una flessione che ha raggiunto valori minimi a fine 2002 (475 mld di euro). E' iniziata poi una fase di ripresa che in tre anni ha riportato il patrimonio su valori di poco superiori a quelli del 2000 (585 mld di euro a dicembre 2005). In questi anni, la dinamica complessiva del mercato è stata influenzata, oltre che dall'evoluzione dei rendimenti, da fattori di domanda e di offerta.

Dal lato della domanda un esame del comportamento dei risparmiatori evidenzia come essi abbiano mostrato una diversa reattività nella ricomposizione del portafoglio nella fase di ascesa dei listini azionari anteriore al 2000 rispetto a quella iniziata nel corso del 2003.

Un'idea più precisa del fenomeno si riesce ad avere analizzando la velocità con cui è mutata la composizione del patrimonio dei fondi comuni italiani nel corso del 1999, anno in cui gli ottimi risultati dei listini azionari hanno incentivato i risparmiatori sia all'investimento diretto in borsa sia all'acquisto di fondi comuni azionari.

Nel mese di gennaio 1999 i fondi azionari e quelli bilanciati costituivano insieme il 26,8 per cento del totale, mentre gli obbligazionari ne rappresentavano il 69 per cento; solo undici mesi dopo (dic.99), azionari e bilanciati ammontavano al 40,5 per cento, mentre gli obbligazionari erano scesi al 54,4 per cento. Questa dinamica è continuata ancora per un anno: a fine 2000 nelle due categorie a più elevato livello di rischio era investito oltre la metà del patrimonio dei fondi comuni (52,6 per cento), mentre i fondi obbligazionari continuavano a perdere terreno (41,6 per cento). L'industria dei fondi comuni si è trovata pertanto dinanzi al primo forte calo delle borse internazionali (marzo 2000) proprio nel momento in cui il patrimonio appariva fortemente concentrato verso i comparti a più elevato rischio azionario. La dinamica negativa dei rendimenti a 12 mesi dei fondi azionari e di quelli bilanciati nel triennio 2000-2002 (v. tab. pag. seguente) si è tradotta in un effetto restrittivo sulle masse gestite. Il passaggio dall'euforia alla delusione da parte dei risparmiatori ha determinato un atteggiamento di grande prudenza e di maggiore diffidenza nell'assunzione di rischi finanziari, che ha portato a una certa vischiosità nel processo di ricomposizione del patrimonio dei fondi. Anche a fronte di un mercato in ripresa, in grado di offrire rendimenti particolarmente interessanti nei comparti a maggior contenuto azionario, l'interesse degli investitori in fondi è stato molto limitato e differito nel tempo. A fine 2002, dopo tre anni di rendimenti negativi, il peso dei fondi azionari e di quelli bilanciati era sceso al 32 per cento del totale. Nonostante le buone performance fatte registrare dai mercati, nel triennio successivo la percentuale è rimasta stabile, a dicembre 2005 questo valore era pari ancora al 32,1 per cento.

I dati sui rendimenti mostrano come nel triennio 2003-2005 l'investimento in fondi azionari avrebbe garantito performance di sicuro interesse, con un rendimento complessivo appena al di sotto del 40 per cento (10,2 per cento nel 2003, 6,2 per cento nel 2004, 19,5 per cento nel 2005). La scarsa disponibilità a investire in questo comparto ha comportato due tipi di effetti: in primo luogo ha penalizzato i risparmiatori stessi, ampiamente posizionati sull'azionario durante la fase discendente del ciclo e concentrati invece su fondi obbligazionari e di liquidità durante la fase di recupero dei mercati azionari; in secondo luogo ha limitato la crescita delle masse gestite, la cui

ripresa è stata attenuata dalla grande concentrazione degli investimenti sui comparti con combinazioni rischio-rendimento molto contenute.

Nel linguaggio finanziario la capacità di entrare e di uscire da un mercato al momento giusto si definisce "market timing". In questo caso molti risparmiatori italiani hanno effettuato errori in termini di "market timing", ma a un tentativo di comprendere il loro atteggiamento si deve affiancare un'attenta considerazione di come l'evoluzione di importanti fattori di offerta abbia potuto influenzare le scelte nell'allocazione del risparmio.

RENDIMENTI DEI FONDI COMUNI AL 31/12 (VAL. %)						
RENDIMENTI	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Azionari	-12,7	-16,8	-26,9	10,2	6,2	19,5
Bilanciati	-1,3	-6,2	-11,6	4,6	4,0	8,8
Obbligazionari	4,5	3,5	2,8	1,8	2,5	2,4
Liquidità	3,1	3,5	2,6	1,6	1,3	1,2
Flessibili	-8,2	-13,7	-13,4	6,6	3,9	8,3
COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO DEI FONDI COMUNI AL 31/12 (VAL. %)						
PATRIMONIO	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Azionari	37,3	30,5	22,3	22,1	22,6	24,2
Bilanciati	15,3	12,3	9,5	8,0	7,7	7,9
Obbligazionari	41,6	45,9	48,0	45,8	46,5	45,8
Liquidità	4,3	9,8	17,6	20,4	18,0	15,1
Flessibili	1,5	1,4	1,9	2,3	2,6	3,6
Hedge	0,0	0,1	0,6	1,5	2,6	3,4
Stock (mld euro)	555,6	524,4	475,2	522,6	537,4	584,5
Var% a/a	nd	-5,6	-9,4	9,9	2,8	8,8
Racc. netta mld	34,9	2,2	-6,4	26,7	-4,6	8,4

Fonte: Assogestioni

Il mercato dei fondi comuni, e più in generale quello del risparmio gestito, ha mostrato nel tempo segnali di cambiamento in termini di politiche di offerta. Osservando i dati relativi alle reti distributive nel corso del 2005 emergono alcune tendenze: il saldo della raccolta netta dei fondi comuni per i promotori è pari a 9,3 mld. di euro, mentre gli sportelli bancari hanno evidenziato una raccolta netta negativa per 0,9 mld di euro.

Un interessante spunto di riflessione deriva inoltre dall'osservazione delle forti differenze nella scelta degli investimenti da parte della clientela dei due canali distributivi. Da un punto di vista quantitativo i risultati ottenuti per le diverse categorie di fondi sono i seguenti:

- a) i fondi azionari hanno chiuso l'anno con una raccolta netta negativa pari a -4,5 mld di euro (-5,5 mld per gli sportelli; +1 mld per i promotori);
- b) i fondi bilanciati hanno raccolto 1,1 mld di euro (-0,8 per gli sportelli; 1,9 per i promotori);
- c) gli obbligazionari hanno raccolto 10,8 mld di euro (8,9 mld gli sportelli; 1,9 mld i promotori);
- d) la raccolta netta dei flessibili e degli hedge è stata pari a 10,4 mld di euro (9,5 per gli sportelli contro 0,9 per i promotori)

In sintesi tutta la raccolta netta dei fondi azionari e dei bilanciati è dovuta alle reti di promotori, mentre la quasi totalità di quella riferibile a quelli obbligazionari e flessibili (inclusi gli hedge funds) si deve all'attività degli sportelli bancari.

Una possibile risposta può essere ricercata nella segmentazione dell'offerta finanziaria e nell'ampliamento del portafoglio prodotti degli intermediari. La ricerca da parte della clientela di forme di investimento alternative ai fondi comuni e l'esigenza di offrire una efficace diversificazione degli investimenti hanno indotto le banche a promuovere prodotti come le polizze vita e, in alcuni casi, le obbligazioni strutturate. Questi prodotti hanno incontrato un grande favore da parte dei risparmiatori che in molti casi, anziché investire in fondi, hanno preferito orientarsi verso le polizze vita tradizionali, le polizze unit linked (specie se a capitale garantito) o verso altri prodotti strutturati. I dati confermano infatti che nei primi nove mesi del 2005 le banche hanno effettuato una nuova produzione di polizze vita per 20,2 mld di euro e hanno fatto segnare forti incrementi nel collocamento di unit linked e index linked. Alla luce di ciò è possibile ipotizzare più che una disaffezione per l'investimento finanziario o una ritrosia nell'assunzione di rischi, una diversificazione degli investimenti da parte del risparmiatore che ha preso contatto con strumenti di investimento alternativi ai fondi comuni. I dati di Assogestioni mostrano infatti a fronte di una costante crescita del mercato del risparmio gestito nel suo complesso, una contrazione nella quota investita in fondi comuni che scende dal 70,5 del 2002 al 63,8 per cento di fine 2005.

## Toro continentale

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

La febbre da fusioni e acquisizioni spinge i listini europei verso nuovi massimi relativi con l'ennesima chiusura di ottava in terreno positivo. In tal senso spicca l'omogeneità rialzista degli indici europei.

Si fa così più marcato il divario con gli Stati Uniti che non riescono a superare le delusioni sul fronte utili (ultima, Dell) e le preoccupazioni dell'azionario per i "preannunciati" rialzi dei tassi d'interesse.

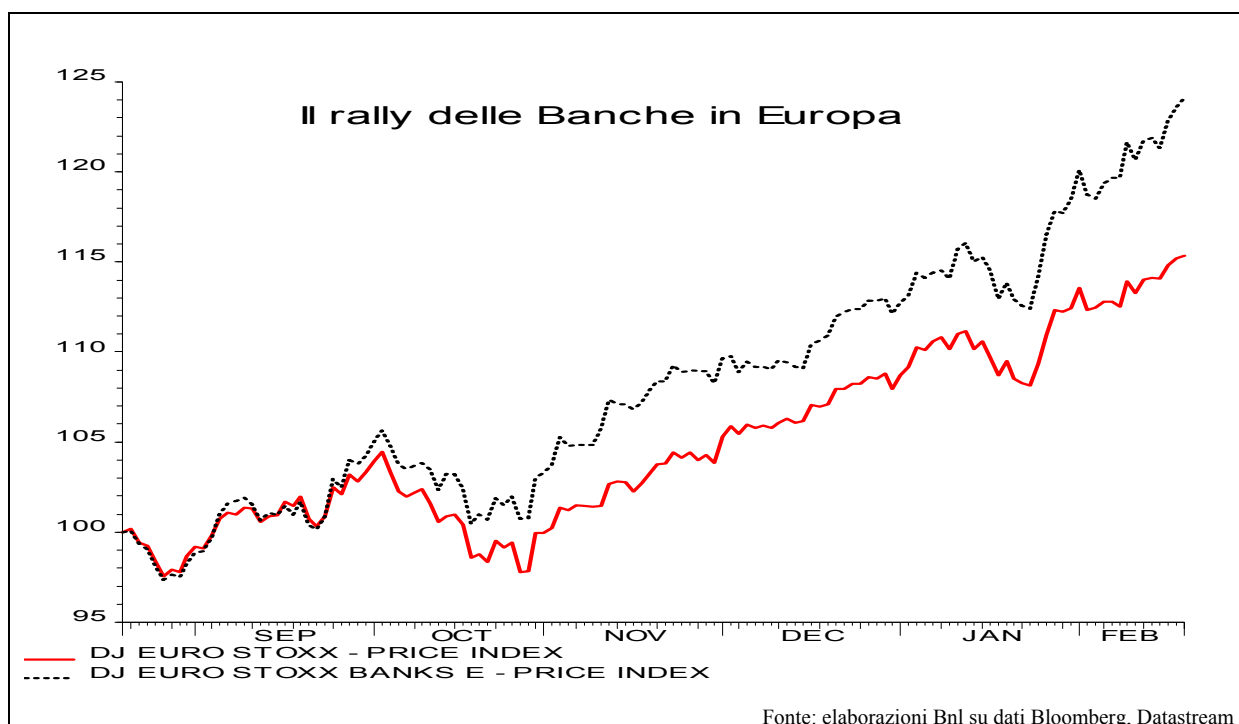
Scadenze tecniche, aggiustamenti di portafoglio e acquisti su ribassi mantengono tuttavia Wall Street ancora su un sentiero di crescita graduale.

Tokyo continua invece a risentire della pressione eccessiva di inizio anno e di aspettative sbilanciate rispetto all'effettivo trend. Pesa ancora lo scandalo Livedoor, i cui effetti si fanno sempre più visibili, e soprattutto il timore che stia per invertirsi il ciclo di tassi (negativi) e politica monetaria.

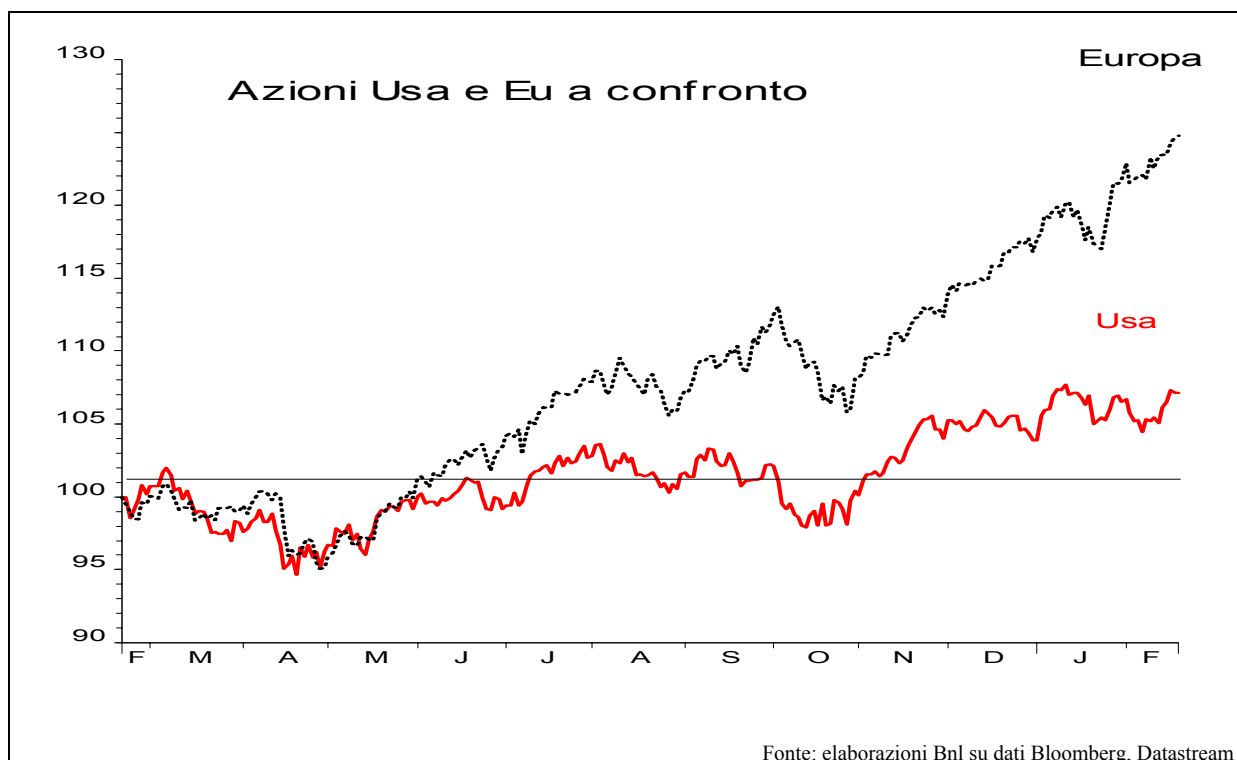
Tornando in Europa, i listini sembrano incuranti di ulteriori strette monetarie e delle ultime parole di Trichet.

Le borse del Vecchio Continente salgono al traino dei titoli bancari, in staffetta continua con gli energetici, proprio per le aspettative di tassi più alti che premierebbero bancari e finanziari in generale.

L'intenso flusso riversatosi sui bancari nelle ultime settimane (cfr. primo grafico), ed in particolare da fine gennaio, è stato in gran parte alimentato dai rumors di aggregazioni e dalla nuova ondata di fusioni.







Questo a livello settoriale. A livello geografico, invece, le performance dell'ultima settimana chiariscono il trend di fondo: le diverse piazze finanziarie hanno iniziato ad evidenziare l'apertura di una forbice (cfr. secondo grafico), che se confermata potrebbe segnare le linee guida su cui si muoveranno gli investimenti nella prima metà dell'anno, almeno fino a quando resteranno limpidi gli indirizzi di politica monetaria. La correlazione tra le due sponde dell'atlantico viene messa a dura prova dalla brillante tenuta dei listini in Europa, indifferenti alle forti aspettative di rialzo dei tassi a marzo, e dalla stanchezza di Wall Street sotto il peso dei warning e delle sopravvalutazioni raggiunte.

Francoforte, in frequente staffetta con Stoccolma e Amsterdam, trascina l'azionario europeo sulla spinta della crescita domestica e delle attese di ulteriore ripresa per l'avvicinarsi dei mondiali di calcio.

Per le borse emergenti, invece, il rallentamento dei flussi sconta il fisiologico raffreddamento dei prezzi delle materie prime e una compressione dei margini. L'ipercomprato è molto sostenuto dopo anni di crescita ininterrotta e quindi segnala la necessità di una pausa che almeno scarichi gli indicatori di breve.

Lo straordinario sviluppo azionario dei paesi come Russia e Turchia, piuttosto, si deve principalmente all'andamento dei prezzi delle materie prime. La composizione dei panieri di tali regioni è quasi esclusivamente petrolio dipendente, con varianti limitate ad un maggior utilizzo di gas.

Quindi, ad un elevato rischio sistemico di diversificazione pressoché nulla, corrisponde un altrettanto elevato ritorno in termine di utili e plusvalenze. Le piazze finanziarie dei cosiddetti "paesi convergenti" come Ungheria, Polonia e Repubblica Ceca tendono invece a crescere a velocità ben maggiore del resto d'Europa soprattutto sul lungo termine perché godono di margini decisamente appetibili, anche in termini di price-earning (inferiori a 10), e di valutazioni fortemente a sconto rispetto alla parte occidentale del Vecchio continente. Sono paesi in via di sviluppo dove il grado di penetrazione di prodotti e servizi è ancora lontano dalla saturazione e quindi può assicurare un trend di profitti aziendali sostenuto.

Ma il rischio petrolio va incorporato nella scelta, magari diversificando sui finanziari, anche se va ad aumentare il profilo complessivo di rischiosità dell'investimento.

Le prospettive di guadagno, anche sugli altri listini dell'Europa centro-orientale, sembrano comunque in grado di compensare questo rialzo del premio al rischio.

Indici	20-feb-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	28.649	<b>1,50</b>	5,40	<b>16,50</b>	28.649 del 20-feb-06	23.571 del 28-apr-05
MIB 30	37.529	<b>1,48</b>	4,90	<b>16,22</b>	37.529 del 20-feb-06	30.908 del 28-apr-05
EURO STOXX50	3.767	<b>1,05</b>	6,08	<b>22,61</b>	3.768 del 17-feb-06	2.930 del 29-apr-05
CAC 40 Parigi	4.980	<b>0,46</b>	4,33	<b>23,60</b>	5.000 del 17-feb-06	3.911 del 28-apr-05
DAX 30 Francoforte	5.794	<b>0,65</b>	8,32	<b>32,90</b>	5.795 del 17-feb-06	4.178 del 28-apr-05
FTSE 100 Londra	5.863	<b>1,20</b>	3,36	<b>15,93</b>	5.863 del 20-feb-06	4.789 del 27-apr-05
IBEX 35 Madrid	11.536	<b>1,23</b>	7,40	<b>20,54</b>	11.536 del 20-feb-06	8.985 del 27-apr-05
SMI Zurigo	7.950	<b>0,77</b>	3,28	<b>34,71</b>	7.950 del 20-feb-06	5.841 del 27-apr-05
AEX Amsterdam	465	<b>1,12</b>	7,51	<b>23,75</b>	465 del 20-feb-06	347 del 28-apr-05
OMX Stoccolma	316	<b>1,59</b>	5,56	<b>33,61</b>	316 del 20-feb-06	233 del 28-apr-05
RTS Mosca	1.459	<b>6,90</b>	11,88	<b>118,13</b>	1.459 del 20-feb-06	634 del 16-mag-05
ISE 100 Istanbul	46.689	<b>6,00</b>	5,00	<b>71,06</b>	46.689 del 20-feb-06	23.286 del 18-apr-05
India BSE Nat. Bombay	5.287	<b>-1,39</b>	4,82	<b>48,88</b>	5.361 del 13-feb-06	3.310 del 19-apr-05
DOW JONES	11.115	<b>2,05</b>	4,20	<b>3,06</b>	11.121 del 16-feb-06	10.012 del 20-apr-05
S&P 500	1.287	<b>1,93</b>	2,04	<b>7,13</b>	1.294 del 11-gen-06	1.138 del 20-apr-05
NASDAQ	2.282	<b>1,90</b>	1,54	<b>10,87</b>	2.331 del 11-gen-06	1.904 del 28-apr-05
NIKKEI 225	15.438	<b>-2,77</b>	<b>-1,65</b>	<b>32,40</b>	16.748 del 06-feb-06	10.825 del 17-mag-05
TOPIX	1.572	<b>-2,84</b>	<b>-3,22</b>	<b>34,76</b>	1.713 del 07-feb-06	1.109 del 18-mag-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	38.539	<b>6,72</b>	5,03	<b>44,04</b>	38.539 del 20-feb-06	23.887 del 13-mag-05
IPC BOLSA Mexico	18.543	<b>3,68</b>	1,07	<b>36,54</b>	19.217 del 26-gen-06	11.740 del 18-apr-05
ASX Sidney	4.788	<b>0,50</b>	<b>-0,40</b>	<b>15,30</b>	4.904 del 01-feb-06	3.906 del 04-mag-05
HANGSENG Hong Kong	15.599	<b>1,87</b>	<b>-0,40</b>	<b>10,72</b>	15.788 del 13-gen-06	13.355 del 18-apr-05
STRAITS Singapore	2.432	<b>0,09</b>	1,79	<b>12,12</b>	2.449 del 07-feb-06	2.108 del 18-apr-05
KOSPI 200 Seul	174,3	<b>2,15</b>	2,16	<b>36,77</b>	182,4 del 16-gen-06	117,6 del 29-apr-05
SE B \$ Shanghai	83,9	<b>-1,35</b>	<b>-1,87</b>	<b>8,65</b>	94,5 del 07-feb-06	51,3 del 21-lug-05

## Le previsioni su tassi e cambi

**A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com**

- **Ben Bernanke ha presentato il Monetary Policy Report nel suo primo intervento in qualità di presidente della Fed. Le previsioni scontano il proseguimento della crescita intorno al potenziale nel prossimo biennio e un'evoluzione dei prezzi e delle aspettative inflazionistiche sostanzialmente sotto controllo.**
- **I banchieri centrali dell'area euro continuano a segnalare una forte probabilità di aumento del saggio guida alla prossima riunione di inizio marzo, nonostante il rallentamento del Pil evidente nel IV trimestre del 2005.**
- **Cresce invece oltre le attese il Pil giapponese, rafforzando le aspettative di una svolta nella strategia monetaria della Banca centrale.**

L'economia statunitense proseguirà la fase di solida crescita che dovrebbe procedere in linea con il potenziale nel biennio 2006-2007, la dinamica dei prezzi e le aspettative inflazionistiche sono considerate sotto controllo pur in presenza di rischi al rialzo, questo lo scenario centrale disegnato dal "Monetary Policy Report" e descritto da Ben Bernanke nel suo primo intervento pubblico sulla strategia monetaria in qualità di presidente della Federal Reserve. Il Fomc ha fatto molta strada, innalzando il tasso di riferimento dall'1% al 4,5%, ma l'elevato grado di utilizzo delle risorse in combinazione con la sostenuta crescita attesa e con corsi petroliferi alti e volatili potrebbe richiedere un ulteriore irrigidimento dei tassi a breve. Dalle parole di Bernanke traspare, comunque, una crescente prudenza nel calibrare il dosaggio della strategia monetaria in considerazione dell'abbondante lavoro già fatto, 14 aumenti consecutivi dei Fed Funds da 25 centesimi ciascuno, che porta il presidente della Fed a sottolineare come l'azione dei banchieri centrali sarà sempre più guidata dai dati macroeconomici nei prossimi trimestri. Non vanno, d'altra parte, sottovalutati elementi di rischio che potrebbero agire negativamente sulla crescita e in particolare sui consumi a seconda degli sviluppi del settore immobiliare, del mercato azionario o dei corsi energetici.

Proiezioni economiche dei governatori della Federal Reserve e dei presidenti delle Reserve Banks per il 2006 e il 2007					
	2005	2006		2007	
	Ultimo dato	Intervallo	Tendenza centrale	Intervallo	Tendenza centrale
<i>Variazione % IV trimestre su IV trimestre dell'anno prima (1)</i>					
Pil nominale	6,2	5,25-6,5	5,5-6	5-6	5-5,75
Pil reale	3,1	3,25-4	Circa 3,5	3-4	3-3,25
Deflatore dei prezzi al consumo esclusi alim. e energia	1,9	1,75-2,5	Circa 2	1,75-2	1,75-2
<i>Livello medio del IV trimestre</i>					
Tasso di disoccupazione	5	4,5-5	4,5-5	4,5-5	4,5-5

Fonte: Monetary Policy Report - 15 febbraio 2006  
 (1) *Variazione della media del IV trimestre dell'anno indicato rispetto alla media del IV trimestre dell'anno precedente*

Le vendite al dettaglio di gennaio hanno confermato il vigore della spesa per consumi, mentre la produzione industriale ha segnato il passo con un calo congiunturale dello 0,2% che corrisponde però a un aumento tendenziale superiore al 3%, in linea con la dinamica dello scorso anno. Le indicazioni avvalorano l'ipotesi di un ulteriore aumento di 25 centesimi del tasso sui Federal Funds al prossimo Fomc del 27-28 marzo.

Nell'**area dell'euro** le stime preliminari del Pil del IV trimestre hanno evidenziato un rallentamento allo 0,3% congiunturale (1,7% a/a) dallo 0,6% di luglio-settembre. Nella media del 2005 il Pil è aumentato dell'1,4% (1,3% se si fa riferimento ai dati non aggiustati per i giorni lavorativi) ed è in rallentamento rispetto all'anno precedente. La Germania ha registrato il peggiore risultato tra i paesi che hanno pubblicato i dati del IV trimestre, avendo archiviato una crescita nulla, la Francia ha subito una decelerazione (0,2%t/t) come anche la Finlandia (1%t/t). Per contro, sono riuscite ad accelerare il passo rispetto al III trimestre la Spagna (0,9% t/t e 3,5% a/a), l'Olanda (1% t/t e 1,6% a/a), l'Austria (0,7% t/t e 2% a/a). Anche se le componenti non sono ancora note, è probabile che la moderazione dell'attività economica dipenda dalla persistente debolezza della domanda interna e dei consumi.

Le vendite al dettaglio tedesche di dicembre sono state riviste leggermente al rialzo, nel senso che il loro calo congiunturale è stato dello 0,8% (-0,9% a/a) invece che dell'1,4% (-1,6 a/a), ma il risultato del IV trimestre rimane comunque negativo. Gli indici di fiducia hanno continuato a inviare segnali complessivamente incoraggianti facendo sperare in un recupero congiunturale, sul cui vigore si addensano però crescenti perplessità. Con un'economia che nel 2005 ha comunque accelerato il ritmo di sviluppo tendenziale dall'1,2% del I trimestre all'1,7% dell'ultimo, la Bce dovrebbe procedere alla normalizzazione della politica monetaria con un nuovo aumento del tasso repo al meeting di inizio marzo. Il presidente della Bce Trichet e il vice-presidente Papademos hanno inoltre più volte ribadito che il mercato ha bene interpretato il messaggio della Bce scontando un aumento in marzo.

Nel **Regno Unito** l'Inflation Report trimestrale ha evidenziato che la Banca centrale (BoE) proietta un'accelerazione della crescita economica nel 2006, rispetto alla debole performance del Pil cresciuto dell'1,8% lo scorso anno. Il ritmo di espansione del 2005 è anche il più modesto registrato dal paese a partire dal 1992, anno in cui il paese si risollevava da una recessione. L'inflazione dovrebbe, inoltre, mantenersi prossima al 2% che è anche l'obiettivo cui tende BoE. Il profilo di crescita stimato per il paese è leggermente più forte di quello ipotizzato nell'Inflation Report di novembre, mentre l'inflazione è più sostenuta nella prima parte del periodo di previsione riflettendo le tensioni sui corsi energetici. BoE individua però dei rischi che pesano su uno scenario prevalente sostanzialmente favorevole, che riguardano l'evoluzione della spesa per consumi, delle esportazioni nette, della capacità produttiva inutilizzata, dei corsi energetici e il loro impatto sui prezzi al consumo. La conferma dello scenario centrale disegnato da BoE farebbe pensare a una politica monetaria stabile ancora per diversi mesi.

In **Giappone** l'incremento del Pil del IV trimestre è stato sensibilmente superiore alle attese dell'1,4% congiunturale, del 4,5% tendenziale e del 5,5% trimestrale annualizzato. In media d'anno il Giappone cresce nell'ordine del 2,8%, vale a dire decisamente oltre il proprio potenziale di lungo periodo, ma pur sempre ben al di sotto delle locomotive mondiali Stati Uniti e Cina. Tutte le componenti della domanda, estera ed interna, concorrono a sostenere la crescita e quindi avvalorano l'ipotesi di una normalizzazione dell'economia giapponese. Rimane la nota dolente del deflatore del Pil che peggiora il suo calo a -1,6% rispetto al III trimestre (-1,4%). La Banca centrale guarda comunque all'indice dei prezzi depurato degli alimentari freschi che ha archiviato due aumenti modesti (+0,1% a/a) sia in novembre che in dicembre. Se i progressi di quest'ultimo indicatore dei prezzi dovessero materializzarsi nei prossimi mesi, la Banca centrale potrebbe avviare una manovra di graduale assorbimento dell'abbondante quantità di moneta che inietta nel sistema.

	dati storici		20/02/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	103,0	118,5	118,3	113,0	105,0
dollaro-euro	1,301	1,179	1,194	1,210	1,270
yen-euro	134,0	139,6	141,2	136,7	133,4
sterlina-euro	0,690	0,679	0,685	0,690	0,700
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	2,82	4,35	4,77	4,90	4,95
euro	2,14	2,36	2,61	2,70	3,10
yen	0,05	0,06	0,07	0,08	0,15
sterlina	4,89	4,62	4,57	4,55	4,55
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,17	4,55	4,54	4,60	4,90
Germania	3,56	3,46	3,44	3,55	3,80
Giappone	1,38	1,51	1,53	1,70	2,01
Italia	3,68	3,66	3,65	3,75	4,00
Gran Bretagna	4,61	4,32	4,12	4,23	4,50

## 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 reai)

#### 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	0,3	1,1	1,1	0,8	0,8
var.% trim su trim annualizzato				3,8	3,3	4,1	1,1	4,4	4,3	3,2	3,4
var.% anno su anno	4,2	3,5	3,4	3,6	3,6	3,6	3,1	3,2	3,5	3,2	3,8

#### AREA EURO

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

#### ITALIA

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

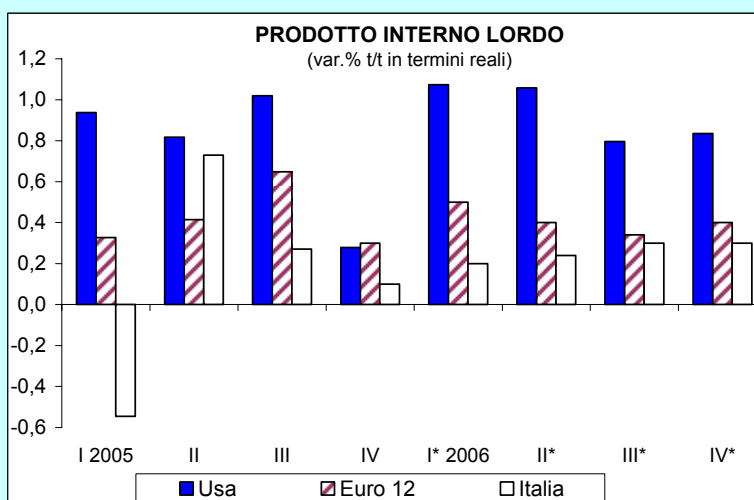
\* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro)  
a prezzi correnti

Stati Uniti 9.434

Euro 12 7.609

Italia 1.351



## Le previsioni sui prezzi

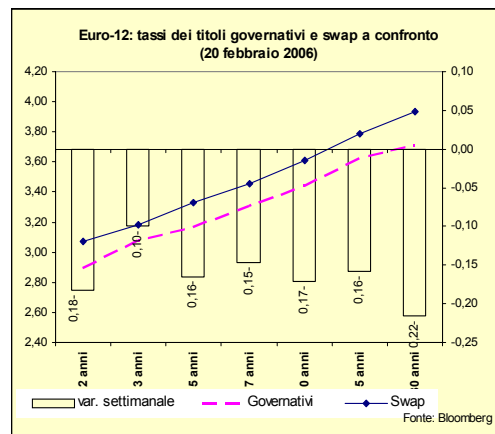
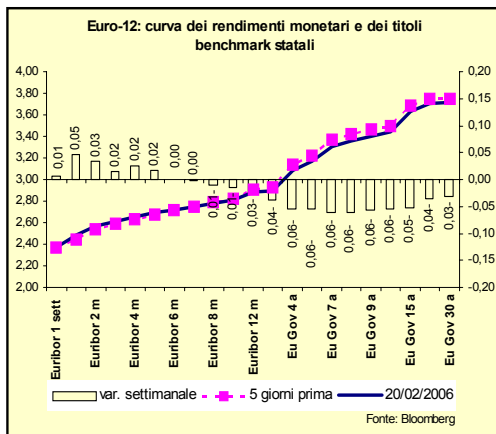
A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	114,0	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,7	115,9	116,1	116,5	116,4	116,9	115,7
2005	116,2	116,6	117,4	117,9	118,2	118,3	118,2	118,5	119,1	119,4	119,1	119,5	118,2
2006	119	119,2	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121,2	121,5	121,4	121,8	120,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,2
2005	-0,6	0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,5	0,3	-0,3	0,3	0,2
2006	-0,4	0,2	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1
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	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	106,1	105,9	107,1	107,9	108,1	108,3	108,0	107,8	108,4	108,7	108,9	109,3	107,9
2005	108,2	108,1	109,4	110,3	110,6	110,6	110,4	110,2	110,8	111,5	111,5	111,5	110,3
2006	110,6	110,4	111,4	112,4	112,7	112,8	112,7	112,4	113,0	113,3	113,5	113,9	112,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	-0,7	-0,2	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,5	0,6	0,0	0,0	0,2
2006	-0,8	-0,2	0,9	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,2
2005	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,6	2,4	2,0	2,2
2006	2,3	2,1	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	1,6	1,8	2,1	2,0
<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
2004	123,3	123,6	124,0	124,3	124,6	124,8	124,9	125,2	125,2	125,2	125,3	125,6	124,7
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,3	127,2
2006	128,4	128,8	129,2	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
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	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
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	2,2	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Panorama Tassi & Euro

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

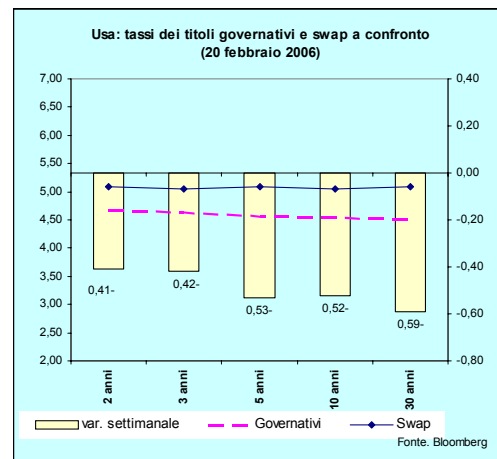
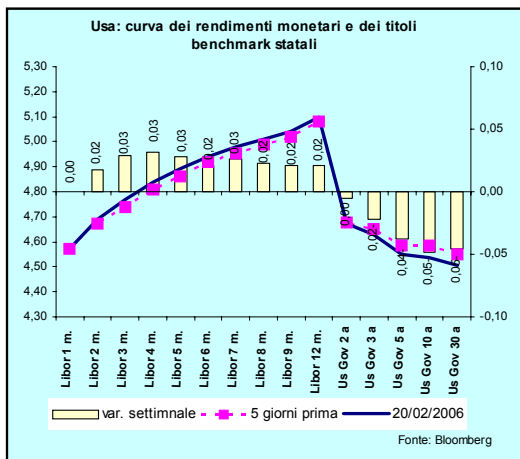


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute											
	Dati storici						Var. %				
							dell'euro contro le altre valute				
	17/2/06	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,186	1,197	1,208	1,304	1,263	1,179	-0,9	-1,8	-9,0	-6,1	0,6
Canada	1,373	1,376	1,400	1,610	1,623	1,800	-0,2	-1,9	-14,8	-15,5	-23,8
Australia	1,612	1,614	1,605	1,660	1,680	1,910	-0,1	0,5	-2,9	-4,1	-15,6
Nuova Zelanda	1,789	1,754	1,748	1,822	1,924	2,223	2,0	2,4	-1,8	-7,0	-19,5
Giappone	140,8	140,8	139,2	137,8	135,1	133,7	0,0	1,1	2,2	4,2	5,3
Argentina	3,655	3,646	3,667	3,774	3,699	1,180	0,2	-0,3	-3,2	-1,2	209,8
Swizzera	1,562	1,555	1,549	1,549	1,558	1,617	0,5	0,9	0,9	0,3	-3,4
Regno Unito	0,684	0,684	0,685	0,691	0,705	0,711	0,0	-0,2	-1,1	-3,0	-3,8
Svezia	9,381	9,262	9,333	9,105	9,080	9,470	1,3	0,5	3,0	3,3	-0,9
Danimarca	7,465	7,465	7,461	7,444	7,445	7,450	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2
Norvegia	8,060	8,076	8,107	8,366	8,414	8,855	-0,2	-0,6	-3,7	-4,2	-9,0
Cipro	0,575	0,574	0,574	0,583	0,586	0,582	0,0	0,1	-1,5	-2,0	-1,3
Repubblica Ceca	28,37	28,26	28,83	29,99	32,41	35,11	0,4	-1,6	-5,4	-12,5	-19,2
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	251,7	250,7	250,1	243,3	262,5	251,5	0,4	0,6	3,5	-4,1	0,1
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	0,431	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,35	37,47	37,54	38,13	41,17	42,99	-0,3	-0,5	-2,1	-9,3	-13,1
Slovenia	239,5	239,5	239,5	239,8	236,7	189,0	0,0	0,0	-0,1	1,2	26,7
Polonia	3,7654	3,777	3,833	4,001	4,702	4,071	-0,3	-1,8	-5,9	-19,9	-7,5
Russia	33,60	33,65	34,20	36,54	36,89	25,32	-0,1	-1,7	-8,0	-8,9	32,7
EURO	91,1	90,8	91,2	93,3	92,8	93,3	0,4	-0,1	-2,3	-1,8	-2,3

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
	17/2/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02					
Canada	1,152	1,153	1,162	1,229	1,293	1,598	0,1	0,9	6,7	12,3	38,7
Australia (*)	0,739	0,738	0,753	0,788	0,753	0,516	0,1	-1,9	-6,2	-2,0	43,2
Nuova Zelanda (*)	0,668	0,678	0,691	0,718	0,656	0,425	-1,5	-3,4	-7,0	1,9	57,1
Giappone	118,1	117,8	115,5	105,6	107,2	131,8	-0,3	-2,3	-10,6	-9,3	11,6
Corea del Sud	976	971	983	1.026	1.198	1.320	-0,5	0,7	5,1	22,7	35,2
Filippine	51,78	51,48	52,62	54,84	55,54	51,60	-0,6	1,6	5,9	7,3	-0,3
Indonesia	9.225	9.224	9.469	9.286	8.418	10.370	0,0	2,6	0,7	-8,7	12,4
Singapore	1,633	1,627	1,634	1,640	1,700	1,849	-0,4	0,1	0,4	4,1	13,2
Thailandia	39,26	39,24	39,72	38,53	39,61	44,05	-0,1	1,2	-1,9	0,9	12,2
Cina	8,05	8,05	8,07	8,28	8,28	8,28	0,0	0,2	2,8	2,8	2,8
India	44,32	44,13	44,28	43,70	45,63	48,27	-0,4	-0,1	-1,4	2,9	8,9
Argentina	3,07	3,07	3,04	2,90	2,94	1,00	-0,1	-0,8	-5,3	-4,2	-67,5
Brasile	2,12	2,16	2,30	2,56	2,89	2,30	1,8	8,4	20,7	36,1	8,1
Cile	524,3	529,0	532,1	567,1	593,0	646,3	0,9	1,5	8,2	13,1	23,3
Colombia	2.253	2.254	2.275	2.326	2.780	2.297	0,1	1,0	3,2	23,4	1,9
Messico	10,45	10,48	10,53	11,14	11,24	9,11	0,3	0,8	6,6	7,5	-12,8
Perù	3,27	3,29	3,42	3,26	3,46	3,44	0,5	4,6	-0,4	5,8	5,2
Uruguay	24,15	24,15	24,05	24,64	29,32	14,75	0,0	-0,4	2,0	21,4	-38,9
Venezuela	2.700	2.698	2.642	2.683	2.852	759	-0,1	-2,2	-0,6	5,6	-71,9
Israele	4,69	4,70	4,63	4,36	4,39	4,48	0,1	-1,3	-7,1	-6,4	-4,5
Sud Africa	6,02	6,13	6,03	5,95	6,62	12,37	2,0	0,3	-1,1	10,0	105,6
Turchia	1,3234	1,3240	1,3309	1,3081	1,3966	1,4298	0,0	0,6	-1,2	5,5	8,0
Area dell'Euro (*)	1,186	1,197	1,208	1,304	1,263	0,904	-0,9	-1,8	-9,0	-6,1	31,3
Regno Unito (*)	1,740	1,746	1,769	1,895	1,786	1,439	-0,3	-1,6	-8,2	-2,5	20,9
Svizzera	1,310	1,307	1,279	1,183	1,239	1,650	-0,2	-2,4	-9,7	-5,4	26,0
Danimarca	6,26	6,27	6,16	5,69	5,91	8,28	0,2	-1,6	-9,0	-5,6	32,4
Norvegia	6,79	6,75	6,71	6,42	6,68	8,87	-0,7	-1,2	-5,6	-1,8	30,5
Svezia	7,86	7,81	7,69	6,96	7,18	10,28	-0,6	-2,1	-11,5	-8,6	30,8
Russia	28,22	28,25	28,30	28,00	29,45	30,14	0,1	0,3	-0,8	4,4	6,8
Polonia	3,15	3,17	3,17	3,05	3,73	3,96	0,7	0,6	-3,1	18,5	25,6
Repubblica Ceca	23,91	23,61	23,87	23,00	25,65	35,27	-1,3	-0,2	-3,8	7,3	47,5
Ungheria	210,9	210,9	207,2	186,0	209,3	272,9	0,0	-1,7	-11,8	-0,8	29,4
<b>DOLLARO USA</b>	<b>96,9</b>	<b>96,7</b>	<b>96,0</b>	<b>91,3</b>	<b>94,6</b>	<b>122,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>6,1</b>	<b>2,4</b>	<b>-20,6</b>

cambio effettivo nominale

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



## Il calendario della settimana economica (dal 21 al 27/2/2006)

D. Felicetti ☎ 06-4702 8424 - daniela.felicetti@bnlmail.com

Giorno	Eventi
Martedì 21	Area Euro: intervento di Mersch (Banca del Lussemburgo) Stati Uniti: la Fed pubblica i verbali della riunione del 31 gennaio Stati Uniti: intervento di Fisher dell'Federal Reserve sulla concorrenza globale
Mercoledì 22	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'ultima riunione Mpc
Giovedì 23	Stati Uniti: intervento di Santomero della Federal Reserve
Venerdì 24	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve Area Euro: intervento di Tumpel-Gugereil della Bce

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>Unione Europea</b>					
Martedì 21	Francia	Pil (prel.)	IV tr. 05	0,7% t/t	0,2% t/t
		IPCA	gennaio	0,2% m/m; 1,8% a/a	-0,1% m/m; 2,3% a/a
Mercoledì 22	Germania	Pil (2 stima)	IV tr. 05	0,6% t/t	0,0% t/t
	Francia	Fiducia imprese	febbraio	103,0	104
		Spese per consumi	gennaio	-1,0% m/m	0,8% m/m
	Italia	Fiducia consumatori	febbraio	106,4	106,6
		IPCA	gennaio	0,0% m/m; 2,0% a/a	-0,8% m/m; 2,3% a/a
	Area Euro	Ordini all'industria (destag.)	dicembre	4,9% m/m	-0,5% m/m
Giovedì 23	Germania	Ifo	febbraio	101,7	101,5
	Italia	Bilancia commerciale (non UE)	gennaio	0,1 mld	-2,1 mld
		Vendite al dettaglio	dicembre	1,7% a/a	1,2% a/a
Venerdì 24	Italia	Fiducia delle imprese	febbraio	92,7	93
	Regno Unito	Pil (rev.)	IV tr. 05	0,4% t/t; 1,7% a/a	0,6% t/t; 1,7% a/a
24-27	Germania	IPCA	febbraio	-0,4% m/m; 2,4% a/a	0,4% m/m; 2,1% a/a
<b>Stati Uniti</b>					
Martedì 21	Stati Uniti	Indice anticipatore	gennaio	0,1% m/m	0,6% m/m
Mercoledì 22	Stati Uniti	Prezzi al consumo	gennaio	-0,1% m/m; 3,4% a/a	0,5% m/m; 3,8% a/a
		Prezzi al consumo (ex. al. & en)	gennaio	0,1% m/m; 2,2% a/a	0,2% m/m; 2,2% a/a
Giovedì 23	Stati Uniti	Richieste sussidio disoccupaz.	18 febbraio	297.000	300.000
Venerdì 24	Stati Uniti	Ordinativi beni dur. (ex. tras.)	gennaio	1,7% m/m	0,5% m/m
		Ordinativi beni durevoli	gennaio	1,8% m/m	-2% m/m
Lunedì 27	Stati Uniti	Vendita nuove case	gennaio	1,3 mln	1,3 mln