

# focus

settimanale del  
Servizio Studi BNL

14  
2006

11 aprile 2006

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

	Quota % PIL 2005 (*)	Quota % capitalizz.(**)
Italia	5,0%	1,8%
Francia	6,1%	7,1%
Germania	8,1%	4,6%
Olanda	1,8%	3,3%
Spagna	3,2%	2,3%
Regno Unito	6,4%	10,4%
<b>totale paesi UE 15</b>	<b>36,6%</b>	<b>30,8%</b>
Svizzera	1,1%	5,6%
Giappone	13,6%	7,0%
Stati Uniti	35,9%	56,5%

(\*) quota PIL paese su totale PIL area OCSE

(\*\*) Peso società del paese incluse tra primi cento gruppi mondiali  
su totale capitalizzazione primi cento gruppi (a fine febbraio 2006).

fonte: BNL - Servizio Studi

- Le cento più importanti società mondiali hanno una capitalizzazione azionaria pari a circa sei volte il PIL italiano del 2005 e superiore al PIL dell'intera area dell'euro. L'Italia, il Giappone e la Germania partecipano all'élite delle borse mondiali con un'incidenza inferiore al loro peso economico a livello mondiale. Una condizione opposta si rileva per Stati Uniti, Regno Unito, Svizzera e Paesi Bassi.
- La considerazione dei trend di medio periodo dell'inflazione, dell'attività economica, della moneta e del credito sostiene la condotta di graduale normalizzazione della politica monetaria attuata dalla Banca centrale europea. Le attese del mercato guardano ora al prossimo mese di giugno per un possibile nuovo incremento del tasso di interesse di *policy*.

## L'élite delle borse mondiali

S. Carletti ☎ 06-47028440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

- **Le cento più importanti società mondiali hanno una capitalizzazione di Borsa pari a circa sei volte il PIL 2005 dell'Italia e superiore al PIL dell'intera area euro.**
- **I gruppi a prevalente vocazione industriale hanno un peso maggiore di quelli impegnati nel terziario, tra i quali prevalgono i bancari e finanziari.**
- **L'Italia, il Giappone, la Germania e in modo più contenuto la Spagna partecipano a questo campione in misura inferiore al loro peso economico a livello mondiale. Situazione opposta per Stati Uniti, Regno Unito, Svizzera e Olanda.**
- **Sotto il profilo dell'assetto azionario la situazione di gran lunga prevalente è da un lato quella della completa assenza di azionisti con quote superiori al 5%, dall'altro una forte presenza degli investitori istituzionali e stranieri.**

Sotto molti aspetti, le cento maggiori società quotate nel mondo costituiscono la punta di diamante del sistema economico del mondo industrializzato. La tenuta di questa affermazione è stata significativamente rafforzata dall'intenso processo di privatizzazione realizzatosi in molti paesi a partire dagli anni novanta.

All'inizio di marzo 2006 le cento più importanti società mondiali avevano una capitalizzazione di Borsa di poco inferiore a € 8.900 miliardi, un importo pari a circa sei volte il PIL 2005 dell'Italia e di poco superiore al PIL dell'intera area euro.

Sotto il profilo numerico la ripartizione tra gruppi a prevalente vocazione industriale e gruppi impegnati nel terziario si presenta relativamente equilibrata (53 i primi, 47 i secondi). Tuttavia, la capitalizzazione complessiva dei gruppi appartenenti al settore industriale è significativamente più ampia di quella attribuibile alle società del campione impegnate nel terziario (quasi il 59% rispetto al 41%). La capitalizzazione del macrosettore industriale è per quasi tre quinti determinata da aziende appartenenti al comparto energetico (22%), farmaceutico (19%) e informatico (17%). Nel caso dell'altro macrosettore, quello dei servizi, il contributo principale proviene soprattutto (70%) da banche e società finanziarie, una posizione di dominio accentuata dalla recente fase di rapida crescita dei titoli di questi due comparti. Se si guarda a quanto avvenuto a livello globale nei dodici mesi terminanti a febbraio 2006 si rileva, infatti, che ad una crescita del 6,7% per i titoli bancari e del 7,5% per quelli finanziari si contrappone un incremento dell'indice generale di appena il 2,0%.

	Quota % PIL 2005 (*)	Quota % capitalizz.(**)
Italia	5,0%	1,8%
Francia	6,1%	7,1%
Germania	8,1%	4,6%
Olanda	1,8%	3,3%
Spagna	3,2%	2,3%
Regno Unito	6,4%	10,4%
<b>totale paesi UE 15</b>	<b>36,6%</b>	<b>30,8%</b>
Svizzera	1,1%	5,6%
Giappone	13,6%	7,0%
Stati Uniti	35,9%	56,5%

(\*) quota PIL paese su totale PIL area OCSE

(\*\*) Peso società del paese incluse tra primi cento gruppi mondiali su totale capitalizzazione primi cento gruppi (a fine febbraio 2006).

fonte: BNL - Servizio Studi

Sotto il profilo della nazionalità, gli Stati Uniti sono il paese decisamente più rappresentato: 51 titoli con una capitalizzazione di poco inferiore ai 5mila mld di euro, il 56,5% di quella dell'intero campione. Regno Unito, Francia e Giappone propongono un insieme di 8 - 10 titoli

ciascuna, con un peso in termini di capitalizzazione del 10,4% nel primo caso e del 7% circa negli altri due. La Germania è presente con 7 titoli che contribuiscono alla capitalizzazione complessiva per il 4,6%, meno di quanto non registri la Svizzera (5 titoli, 5,6%). La presenza italiana è limitata a due soli titoli (ENI, UniCredito) con un peso congiunto sulla capitalizzazione totale dell'1,8%. Se si confronta questa percentuale con la quota (5,0%) del nostro paese sul PIL totale dell'area OCSE ne risulta un'evidente sottorappresentazione. Come rilevabile nella tabella, questa condizione è condivisa anche dalla Germania, dal Giappone e in misura limitata dalla Spagna, paese che ha nelle Borse mondiali un peso superiore a quello italiano (3 titoli, 2,3%). Gran Bretagna, Olanda, Svizzera e soprattutto gli Stati Uniti sono i paesi che, viceversa, hanno nel mercato finanziario mondiale un peso ampiamente superiore a quello delle loro economie.

Tra i 53 gruppi a prevalente vocazione industriale, 31 hanno una accentuata proiezione internazionale. Per mettere in luce quest'ultimo aspetto si è fatto riferimento al Transnationality Index messo a punto dall'UNCTAD, un indice costruito come media aritmetica di tre indicatori di internazionalizzazione (attività estere / attività totali, vendite all'estero / vendite totali, dipendenti all'estero / dipendenti totali) e quindi con un campo di variazione da 0 a 100. Per questi 31 gruppi il Transnationality Index è in media pari a 58,7, con il minimo a 40 circa. Per quanto riguarda le grandi imprese italiane, l'UNCTAD fornisce un valore dell'indice solo per ENI (50,0), FIAT (58,3) e Telecom (27,0) [le ultime due, tuttavia, non fanno parte delle 100 società con la maggiore capitalizzazione al mondo].

Sul più ristretto insieme delle trenta società leader della Borsa mondiale, si è cercato di verificare come si configura il loro azionariato. Prima di procedere all'illustrazione dei risultati dell'analisi è opportuno ricordare che le informazioni disponibili sotto questo profilo sono non solo ancora relativamente scarse (in 9 casi su 30 non c'è nei bilanci alcuna informazione al riguardo) ma anche poco omogenee da paese a paese. In particolare, assai diversa appare la configurazione dell'azionista rilevante, quello cioè per il quale sussiste un obbligo di comunicazione al mercato: in Italia viene definito tale l'azionista che possiede il 2% o più del capitale della società; in Germania, Svizzera e USA la soglia è fissata al 5%; in Spagna è pari al minore tra il 5% e la quota che permette di esercitare un'influenza notevole. Ovviamente si può derogare da questi limiti in favore di una maggiore trasparenza e questo in effetti qualche volta avviene.

Assumendo il limite del 5% come criterio comune, l'analisi ha messo in luce che la situazione di gran lunga più comune è quella di una completa assenza di azionisti di tale rilievo. Tra i gruppi per i quali l'informazione è disponibile, tre soli sono i casi in cui sono individuabili azionisti di riferimento forti: la farmaceutica svizzera Roche (la famiglia fondatrice detiene oltre il 50% del capitale), l'ENI (l'azionista pubblico detiene il 37,4%) e la francese Sanofi Aventis (i due principali azionisti detengono il 23% del capitale e il 37% dei diritti di voto). Negli altri casi non esiste di fatto alcun azionista rilevante e in alcuni statuti sono anche previsti limiti stringenti ai diritti di voto (2 - 3%). Questo assetto molto fluido dell'azionariato è confermato dall'esame del sottocampione delle banche europee (dell'insieme delle prime 100 società a maggiore capitalizzazione fanno parte i primi 15 gruppi bancari europei). In questo caso le eccezioni sono due: il Crédit Agricole il cui capitale è per oltre metà nelle mani delle sue affiliate regionali e ING. In quest'ultimo caso non tanto per il peso dei suoi tre maggiori azionisti (ciascuno tra il 5% e il 10%) quanto piuttosto per la presenza delle *cumulative preference share* la cui funzione, come precisato nel bilancio, è appunto quella di "difendere l'indipendenza, la continuità e l'identità aziendale nel caso di acquisizione del controllo da parte di terzi, compreso il caso di acquisizione ostile".

La frequente mancanza di importanti soggetti di riferimento nell'azionariato dei gruppi che fanno parte dell'élite delle Borse mondiali è in parte spiegata dalla loro elevata capitalizzazione (le prime due superano i 300 mld, la trentesima è appena la di sotto dei 100 mld di euro, la cinquantesima è prossima ai 70 mld, la centesima vale circa 45 mld). L'evidenza in discussione è però suscettibile anche di una diversa spiegazione: un'ampia platea di azionisti è condizione per lo sviluppo di una grande azienda perché a questi livelli dimensionali i vincoli finanziari degli azionisti di riferimento potrebbero prima o poi rappresentare un freno alle possibilità di crescita del gruppo. All'inevitabile diluizione degli azionisti di riferimento per effetto dei processi di crescita delle imprese fa riscontro un crescente ruolo degli investitori istituzionali, e di conseguenza degli investitori esteri. Là dove l'informazione è disponibile, circostanza sempre più frequente, i primi sono spesso titolari di oltre il 50% del capitale mentre i secondi arrivano congiuntamente a possedere una quota del capitale in genere non inferiore al 30 - 40%.

## Capitale umano per crescere

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

- **Nonostante i progressi fatti, nel confronto tra i paesi Ocse la popolazione italiana presenta un livello di istruzione ancora basso. La percentuale di popolazione in possesso di istruzione superiore è inferiore al 50% del totale, mentre poco più di un italiano su dieci possiede una laurea.**
- **Nei confronti internazionali i giovani italiani risultano nelle prime posizioni per livello delle conoscenze nei primi anni del percorso scolastico, ma la situazione cambia negli anni successivi: a 15 anni le competenze matematiche e scientifiche degli studenti italiani sono mediamente inferiori a quelle degli altri paesi Ocse, anche se esiste ampia disparità fra le diverse regioni.**
- **Il titolo di studio più elevato garantisce normalmente una maggiore probabilità di trovare un'occupazione: tra il 1995 e il 2003, fra i giovani italiani della classe 25-34 anni, il tasso di occupazione è cresciuto complessivamente del 7,1%, ma fra i laureati l'occupazione è salita del 10,3%.**

L'istruzione della popolazione, e più in particolare della forza lavoro, rappresenta uno dei fattori più rilevanti per spiegare il livello e il ritmo di crescita raggiunti da un paese. Un'istruzione di qualità, e soprattutto la diffusione dell'istruzione universitaria, permettono infatti di mantenere nel tempo tassi di crescita sostenuti. L'esempio più evidente viene dagli Stati Uniti, dove il livello di eccellenza raggiunto dalle università e dai centri di ricerca è uno dei fattori principali che hanno contribuito a far registrare un ritmo di sviluppo sistematicamente superiore a quello dei paesi europei.

Sebbene le comparazioni internazionali lascino un ampio margine d'incertezza nel campo dell'istruzione, nel complesso la popolazione italiana appare poco istruita: secondo i dati Ocse, solo il 43% della popolazione adulta in Italia possiede un diploma di scuola secondaria superiore, contro il 64% della Francia e l'83% della Germania.

Relativamente alla popolazione in età scolastica, le differenze internazionali riguardanti il grado di diffusione sono contenute per l'istruzione primaria e secondaria inferiore; le maggiori differenze si osservano a partire dalla scuola secondaria superiore. Nel 2004 in Italia risultava in possesso di un diploma di scuola secondaria il 72,9% della popolazione tra i 20 e i 24 anni, contro 73,8% della Ue-15.

Tuttavia, solo il 10% della popolazione tra i 25 e i 64 anni nel nostro paese possiede un titolo d'istruzione terziaria, un valore che ci colloca all'ultimo posto tra i paesi Ocse (dove la media è pari al 24%).

Negli ultimi anni, però, in Italia si sono registrati considerevoli progressi: tra il 1991 e il 2001, ad esempio, la percentuale di diplomati è cresciuta di 15 punti percentuali.

EVOLUZIONE DEGLI INDICATORI DI SCOLARIZZAZIONE IN ITALIA

	1990/91	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04
Licenziati di scuola media per 100 coetanei (a)	98,3	98,8	102,7	99,5	n.d.
Tasso di passaggio alla scuola secondaria superiore (b)	85,9	99,8	102,8	103,9	103,6
Tasso di scolarità scuola secondaria superiore (c)	68,3	86,3	89,8	91,5	91,9
Tasso di qualifica (d)	11,2	12,6	14,5	14,7	n.d.
Tasso di maturità (e)	51,4	72,4	72,4	75,9	76,5
Tasso di partecipazione alla formazione professionale iniziale (f)	21	25,4	26	39,1	39,2

(a) Numero di licenziati in rapporto alla media della popolazione 13-15enne.

(b) Numero di iscritti non ripetenti al 1° anno di scuola secondaria superiore in rapporto ai licenziati di scuola media al termine del precedente anno scolastico.

(c) Frequentanti in totale su giovani 14-18enni.

(d) Numero di qualificati degli istituti professionali in rapporto alla media della popolazione 16-17enne.

(e) Numero di maturi in rapporto alla media della popolazione 18-19enne.

(f) Iscritti in complesso ai corsi di primo e secondo livello sul totale dei giovani 15-24enni in cerca di occupazione.

Fonte: ISFOL, Istat, Miur, Amministrazioni di regioni e province autonome.

Nel complesso, tuttavia, il numero di giovani con bassa istruzione rimane elevato: nel periodo 2003-04, a fronte di una popolazione scolastica di circa 2,2 milioni di ragazzi di età compresa tra i 14 e i 17 anni, il 4,5% risultava al di fuori di qualsiasi percorso scolastico. Nello stesso periodo, oltre un milione di giovani tra i 18 e i 24 anni (23,5% di questa fascia di età contro il 15,9% della media europea) si trovava in una condizione di bassa qualificazione scolastica cui non ha fatto seguito alcuna forma strutturata di formazione professionale.

Nel nostro paese, inoltre, si osserva ancora un preoccupante fenomeno di persistenza intergenerazionale familiare dei livelli di istruzione: la scelta della scuola secondaria, infatti, dipende ancora in buona parte dall'ambiente di provenienza, cosa che espone i ragazzi provenienti da ambienti familiari più svantaggiati a una sottile discriminazione. A conferma di ciò, l'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie rileva come i nuclei che hanno figli che frequentano l'università hanno un reddito pari circa 30.000 euro e una ricchezza netta superiore ai 320.000 euro.

Da ormai oltre un quinquennio una percentuale superiore al 70% di giovani che hanno conseguito la maturità decide di proseguire gli studi e si iscrive all'università. Nonostante ciò, nelle classifiche dell'Ocse l'Italia si colloca nelle ultime posizioni sia rispetto all'istruzione universitaria (solo il 10% della popolazione è in possesso di un titolo di studio universitario, contro una media del 15%) sia rispetto al numero medio di anni di istruzione (9,4 contro una media di 11,8). Anche il quadro dinamico non sembra particolarmente incoraggiante. Nonostante nel corso degli ultimi decenni il livello medio di istruzione in Italia sia significativamente aumentato, ciò non ha permesso di ridurre il divario con gli altri paesi avanzati: tra il 1991 e il 2002, ad esempio, la quota di popolazione con istruzione universitaria è passata dal 6 al 10%; nello stesso periodo in Spagna è cresciuta dal 10 al 24%.

Inquadrare gli studenti italiani secondo una "scala di qualità" è comunque un compito piuttosto complesso; le competenze linguistiche, matematiche e scientifiche degli alunni italiani delle scuole elementari risultano infatti significativamente superiori alla media dei paesi Ocse. Tale vantaggio tende però ad assottigliarsi nel corso degli anni di frequenza della scuola media, per poi annullarsi completamente nei cinque anni successivi. L'indagine PISA (P.I.S.A. - *Programme for International Student Assessment*) condotta nel 2005 dall'Ocse relativamente alle competenze matematiche degli studenti con circa 15 anni di età posiziona l'Italia al 25° posto. La situazione appare inoltre piuttosto diversificata tra il Nord e il Sud del paese: gli studenti di Trento e Bolzano, ad esempio, raggiungono in media i risultati della Finlandia (che si trova in cima alla classifica), mentre quelli della Lombardia e del Veneto superano la media Ocse. Al contrario, nelle regioni del Mezzogiorno i risultati sono simili a quelli medi della Turchia e dell'Uruguay, e si collocherebbero quindi agli ultimi posti della graduatoria. Secondo la stessa indagine condotta l'anno precedente, gli studenti italiani si posizionano nelle posizioni più basse anche per le conoscenze scientifiche (tra il 22° e il 25° posto) e per la comprensione dei testi scritti (tra il 19° e il 24° posto).

Le modeste posizioni occupate dagli studenti italiani nelle graduatorie Ocse si accompagnano a quelle occupate dal nostro paese nelle classifiche che riportano l'ammontare di spesa pubblica destinata all'istruzione in percentuale del Pil. In proposito il dato italiano risulta inferiore alla media Ocse e tra i più bassi della Ue-15.

Il titolo di studio più elevato garantisce normalmente una maggiore probabilità di trovare lavoro: tra il 1995 e il 2003, ad esempio, fra i giovani italiani della classe 25-34 anni, il tasso di occupazione è cresciuto complessivamente del 7,1%, ma fra i laureati l'occupazione è salita del 10,3% (4,6% tra i diplomati).

I laureati italiani percepiscono tuttavia un reddito inferiore rispetto a quello dei loro colleghi europei: tra il 2000 e il 2002 l'Italia è risultata al 23° posto nella classifica per tasso di crescita delle retribuzioni orarie reali dei laureati (+0,1%) contro il +2,5% dei laureati francesi e il +2,3% degli inglesi.

## Azioni e soprattutto case nel portafoglio delle famiglie spagnole

C. Russo ☎ 06-47028418 – [carla.russo@bnlmail.com](mailto:carla.russo@bnlmail.com)

- **Dal 1995 la crescita economica spagnola è più elevata di quella della media dell'area euro. Le previsioni per il prossimo biennio indicano il proseguimento di questa fase di sviluppo alimentata soprattutto dalla dinamica della domanda interna.**
- **Il consolidarsi di questo favorevole quadro macroeconomico ha determinato una vivace dinamica delle attività e delle passività delle famiglie. Una parte rilevante sia della ricchezza sia dell'indebitamento dei nuclei familiari è riconducibile al possesso della casa. Il rapporto tra passività e reddito disponibile ha superato il 100%.**
- **La più ampia articolazione del mercato finanziario ha contribuito a ridurre l'incidenza dei depositi sulla ricchezza finanziaria a beneficio dell'investimento in titoli azionari posseduti sia direttamente sia, soprattutto, attraverso fondi comuni.**

Da oltre dieci anni il Pil spagnolo registra tassi di sviluppo sensibilmente superiori alla media dei paesi della Uem. Il 2005 si è chiuso con una crescita del 3,4% e le previsioni per il prossimo biennio ipotizzano il permanere di questa favorevole dinamica grazie alla forte espansione della domanda interna (5,1%). Il livello di disoccupazione (9,2%) e il tasso di attività (61,1%) stanno gradualmente avvicinandosi ai valori medi europei mentre rimane ancora elevata l'inflazione (3,4%), superiore di circa un punto percentuale a quella dell'area euro.

Il consolidarsi di un quadro macroeconomico di crescita stabile e il parallelo sviluppo di un sistema finanziario più flessibile e competitivo sono tra i fattori che più hanno contribuito a favorire un'evoluzione nella situazione patrimoniale delle famiglie, particolarmente evidente oltre che nelle scelte di portafoglio anche nel livello di attività e passività detenute.

I dati relativi al terzo trimestre 2005 evidenziano un aumento delle attività finanziarie del 13% a/a, grazie soprattutto alla crescita di azioni, fondi di investimento e riserve tecniche assicurative. L'innovazione finanziaria e l'ampliamento dell'offerta da parte degli istituti di credito hanno favorito la diversificazione del portafoglio finanziario delle famiglie che si è spostato dai tradizionali prodotti bancari verso nuove tipologie di investimento. Attualmente, infatti, i titoli azionari detenuti direttamente e attraverso quote di fondi comuni rappresentano l'attività finanziaria prevalente dei nuclei spagnoli (39,2%) che supera, anche se marginalmente, i tradizionali depositi (39%). La restante parte di ricchezza finanziaria è suddivisa tra forme assicurative e previdenziali (14,9%) e obbligazioni (3,3%), soprattutto a lungo termine. Secondo l'indagine sui bilanci delle famiglie condotta dalla Banca centrale spagnola tale distribuzione varia sensibilmente a seconda delle fasce di reddito e di patrimonio delle famiglie. Per il 40% dei nuclei appartenenti alla classe di reddito più bassa i depositi bancari costituiscono i due terzi delle attività finanziarie in portafoglio, mentre la quota di azioni scende a meno del 10%. Al contrario, nella fascia di reddito più elevata, i depositi costituiscono il 18,3% della ricchezza finanziaria mentre i titoli azionari superano il 46%. Nel complesso quasi la totalità delle famiglie detiene almeno un'attività finanziaria (98,5%).

Maggiori e più incisive novità riguardano l'evolversi dell'indebitamento delle famiglie che ha raggiunto il 103% del reddito disponibile, il doppio rispetto al livello di metà anni Novanta.

A fine 2005 nel paese il tasso di crescita dei finanziamenti delle famiglie ha superato il 21% trainato prevalentemente dall'andamento dei mutui fondiari (+24,5% a/a). D'altra parte i dati relativi al mercato immobiliare rilevano un aumento dei prezzi delle abitazioni che, in termini reali, dal 1998 ad oggi, è stato pari al 120%. La Banca centrale spagnola ha stimato che il rapporto tra valore delle abitazioni e reddito disponibile annuo è passato da meno di 5 di inizio millennio a oltre 8 rendendo sempre più diffuso il ricorso al credito ipotecario. L'ascesa delle quotazioni immobiliari è il riflesso della combinazione di fattori relativi sia all'offerta che alla domanda. Il trend discendente dei tassi di interesse (intorno all'1% in termini reali), l'allungamento delle scadenze dei finanziamenti, il miglioramento del quadro macroeconomico, i bassi rendimenti degli investimenti finanziari, aspettative di rialzo dei prezzi e fattori sociodemografici (aumento degli immigrati e di nuclei con due entrate) sono

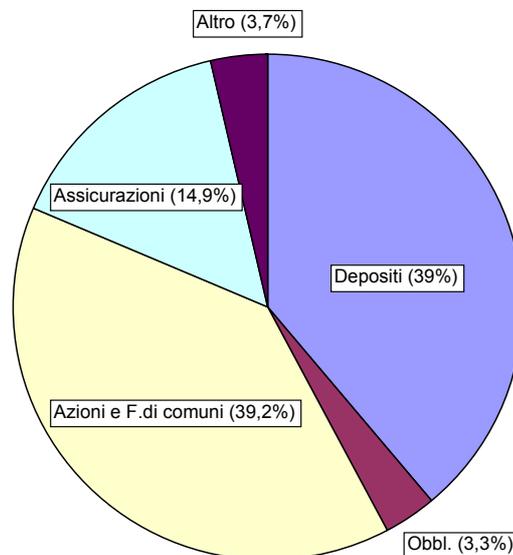
elementi che hanno favorito la dinamica del mercato immobiliare. L'adozione di politiche a favore della proprietà privata (agevolazioni fiscali e sussidi), inoltre, hanno orientato maggiormente i nuclei spagnoli verso l'acquisto di case. Oggi in Spagna le famiglie proprietarie dell'abitazione sono l'82% del totale e nell'ambito della ricchezza complessiva quella immobiliare incide per l'87%. Elevata è anche la propensione ad avere la seconda abitazione di proprietà non solo per le famiglie spagnole (già un quinto ne possiede una) ma anche per quelle provenienti da altri paesi europei, in particolar modo Germania, Paesi Bassi, Regno Unito. Di una domanda così sostenuta ha beneficiato l'attività edilizia: il 7% del Pil, infatti, risulta destinato a investimenti nel settore delle costruzioni e la Spagna nel 2003 è il secondo paese dopo l'Irlanda per numero di appartamenti completati, concentrati in prevalenza nelle zone turistiche costiere (specialmente del Mediterraneo, delle isole Baleari e delle Canarie) e in misura più contenuta nelle principali città. Delle nuove costruzioni circa un terzo è acquistato per essere destinato a seconda casa o per investimento tanto che, in media, il 6,5% delle famiglie ha contratto un mutuo per questo tipo di acquisto, percentuale che raddoppia e triplica nelle due classi di reddito più elevate.

La vivacità del mercato immobiliare si è riflessa in quella dei finanziamenti ipotecari: i mutui hanno superato il 40% del Pil (erano al 14% nel 1990) e ogni mese vengono stipulati 100.000 nuovi contratti (30mila nel 1996), per circa i tre quarti erogati a tasso variabile. Tuttavia, per ridurre l'esposizione dei bilanci delle famiglie legati alla fluttuazione dei tassi di interesse il Governo ha annunciato provvedimenti per contenere il costo di una ridefinizione dei contratti di mutuo per il passaggio dal tasso variabile a quello fisso.

Una così rapida e intensa evoluzione della posizione debitoria delle famiglie ha fatto sì che per il 7,2% di esse (concentrate nelle fasce di reddito più basse) l'incidenza delle rate di rimborso sia superiore al 40% del reddito disponibile; nonostante ciò i tassi di insolvenza rimangono su un livello storicamente contenuto (0,7%). La situazione patrimoniale risulta solida con una ricchezza netta alimentata soprattutto dal costante apprezzamento delle attività immobiliari fino ad ora realizzatosi.

L'andamento del mercato immobiliare nel corso del 2005 lascia presagire un rallentamento della crescita delle quotazioni seppure in modo graduale legato, in parte, anche a fenomeni demografici che dispiegheranno maggiormente i loro effetti negli anni a venire. Il forte aumento dei nuclei familiari che si è realizzato dalla metà degli anni novanta e fino al 2001 (+7%) sulla spinta del miglioramento del quadro macroeconomico, infatti, è un fenomeno anomalo per il paese, che difficilmente si ripeterà con la stessa intensità. Si pensi che fino alla metà dello scorso decennio la Spagna era il paese europeo con la più alta quota di trentenni ancora coabitanti con la famiglia di origine. Il graduale rallentamento della crescita di nuove famiglie insieme a oltre un ventennio di bassa natalità sono elementi che in futuro potranno incidere sensibilmente sulla domanda di abitazioni.

**SPAGNA: COMPOSIZIONE % DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE  
settembre 2005**



Fonte: Banca centrale spagnola

## Toro alle prese coi tassi

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

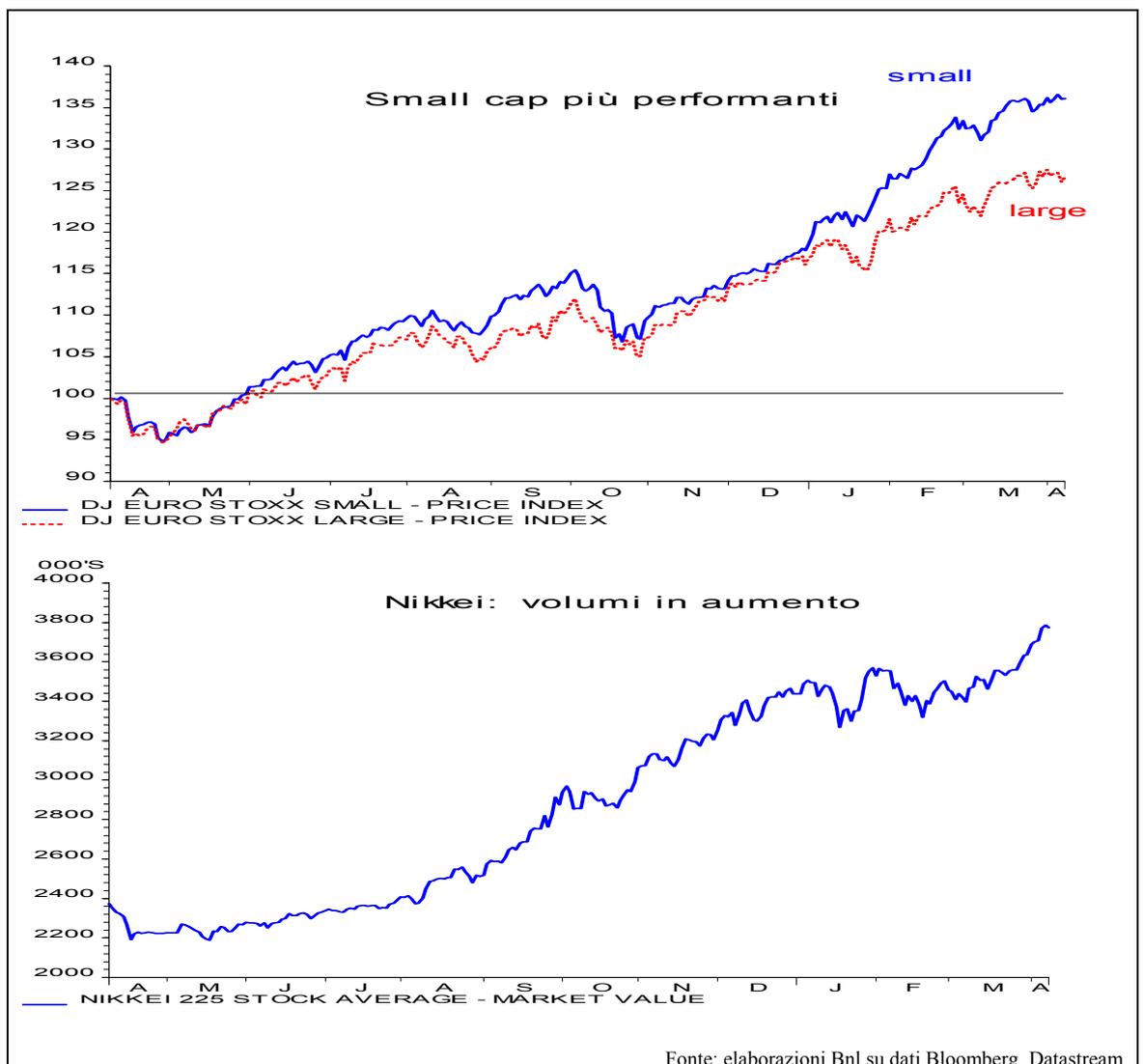
Lo scenario azionario mondiale resta inalterato, sostenuto in Europa dalla grande attività di fusioni e acquisizioni, in Asia dal traino Nikkei e negli Stati Uniti dall'imminente avvio della campagna degli utili aziendali che dovrebbe confermare il rilancio della Corporate America dopo la pausa dell'ultimo trimestre.

La congiuntura sottostante, malgrado la minaccia di tassi in graduale rialzo, non ostacola i processi di aggiustamento e, anzi, stimola la crescita generalizzata dei listini.

Le incognite rimangono circoscritte al quadro tecnico, dove gli indicatori risentono della prolungata fase di ascesa e del mancato scarico delle tossine rialziste in termini di ipercomprato e oscillatori.

I margini dovranno riequilibrarsi nel breve imponendo correzioni anche marginali di ripristino dei valori standard di crescita. Da monitorare quindi i livelli di supporto per non compromettere il trend bullish già avviato a gennaio.

Se si guarda alle performance già incassate da inizio anno (media del 11% in tre mesi) dai listini continentali si deduce come sia improbabile il mantenimento di un trend di ascesa ugualmente sostenuto anche nei prossimi mesi, considerando poi una prevedibile fase positiva dopo l'estate o comunque un tradizionale rally di fine anno.



Ma nel medio, le borse europee, anche se penalizzate dal cedimento di Parigi sulla scia dei contrasti sociali (Cpe), riescono a guadagnarsi il trend laterale dopo aver scontato l'alleggerimento dalle pressioni della politica monetaria in seguito ai segnali maggiormente accomodanti della Banca Centrale. Tutto ciò in un contesto di tassi d'interesse storici bassi, elevata liquidità e soprattutto un background di tre anni consecutivi di Toro in condizioni macro non esplosive.

A breve invece, le piazze europee sembrano non preoccuparsi della mancanza di rotazione settoriale negata dai recenti rialzi monotematici - finanziari e energetici - che espone eccessivamente il driver rialzista ai richiami del premio a rischio e lega la crescita ad eventi spot, ad operazioni cioè di finanza straordinaria come merger, fusioni e acquisizioni.

Limiti che invece Wall Street riesce agevolmente a superare grazie alla ripresa del Nasdaq, alle diverse possibilità in termini di diversificazione, anche tra listini, e all'alto livello di capitalizzazione.

Gli indici statunitensi dovranno comunque continuare a convivere con tassi crescenti di volatilità, sempre più accentuata. In termini di portafoglio, l'analisi dei flussi segnala ancora la superiorità delle azioni a media e piccola capitalizzazione, small cap, rispetto alle large cap, le blue chips a largo flottante, che restano penalizzate da margini esigui e offrono un extra-rendimento ridotto.

Indici	10-apr-06	var. % sett.	var. % mensile	var. % annuale	massimo a 12 mesi	minimo a 12 mesi
MIBTEL	29.786	<b>0,60</b>	2,40	<b>18,80</b>	29.786 del 10-apr-06	23.571 del 28-apr-05
MIB 30	38.711	<b>0,90</b>	1,98	<b>17,27</b>	38.711 del 10-apr-06	30.908 del 28-apr-05
EURO STOXX50	3.844	<b>-0,91</b>	1,19	<b>24,43</b>	3.879 del 03-apr-06	2.930 del 29-apr-05
CAC 40 Parigi	5.190	<b>-1,24</b>	2,39	<b>25,85</b>	5.255 del 03-apr-06	3.911 del 28-apr-05
DAX 30 Francoforte	6.003	<b>-0,34</b>	3,42	<b>36,42</b>	6.031 del 06-apr-06	4.178 del 28-apr-05
FTSE 100 Londra	6.067	<b>0,71</b>	2,69	<b>21,74</b>	6.067 del 10-apr-06	4.789 del 27-apr-05
IBEX 35 Madrid	11.818	<b>-0,86</b>	0,39	<b>25,91</b>	11.954 del 24-mar-06	8.985 del 27-apr-05
SMI Zurigo	8.109	<b>0,38</b>	1,74	<b>34,78</b>	8.109 del 10-apr-06	5.841 del 27-apr-05
AEX Amsterdam	471	<b>-0,14</b>	2,63	<b>25,98</b>	473 del 30-mar-06	347 del 28-apr-05
OMX Stocolma	341	<b>-1,03</b>	5,98	<b>38,31</b>	345 del 03-apr-06	233 del 28-apr-05
RTS Mosca	1.555	<b>7,18</b>	15,08	<b>116,06</b>	1.555 del 10-apr-06	634 del 16-mag-05
ISE 100 Istanbul	43.099	<b>-2,11</b>	1,36	<b>67,14</b>	47.729 del 27-feb-06	23.286 del 18-apr-05
India BSE Nat. Bombay	6.102	<b>0,92</b>	8,08	<b>75,32</b>	6.152 del 05-apr-06	3.310 del 19-apr-05
DOW JONES	11.141	<b>-0,03</b>	0,59	<b>6,50</b>	11.317 del 22-mar-06	10.012 del 20-apr-05
S&P 500	1.297	<b>-0,09</b>	1,17	<b>9,77</b>	1.312 del 05-apr-06	1.138 del 20-apr-05
NASDAQ	2.333	<b>-0,15</b>	3,15	<b>16,70</b>	2.361 del 06-apr-06	1.904 del 28-apr-05
NIKKEI 225	17.457	<b>0,71</b>	8,32	<b>47,01</b>	17.563 del 07-apr-06	10.825 del 17-mag-05
TOPIX	1.777	<b>1,29</b>	7,90	<b>47,95</b>	1.784 del 07-apr-06	1.109 del 18-mag-05
BOVESPA S.Paolo Brasil	38.474	<b>-0,63</b>	4,29	<b>48,64</b>	39.285 del 06-apr-06	23.887 del 13-mag-05
IPC BOLSA Mexico	19.548	<b>-0,44</b>	6,12	<b>55,99</b>	19.931 del 05-apr-06	11.740 del 18-apr-05
ASX Sidney	5.147	<b>0,30</b>	6,10	<b>24,10</b>	5.190 del 06-apr-06	3.906 del 04-mag-05
HANGSENG Hong Kong	16.522	<b>2,85</b>	6,97	<b>20,89</b>	16.522 del 10-apr-06	13.355 del 18-apr-05
STRAITS Singapore	2.546	<b>-0,11</b>	1,97	<b>16,68</b>	2.552 del 07-apr-06	2.108 del 18-apr-05
KOSPI 200 Seul	181,3	<b>1,35</b>	6,42	<b>41,16</b>	182,4 del 16-gen-06	117,6 del 29-apr-05
SE B \$ Shanghai	93,8	<b>4,39</b>	14,82	<b>12,73</b>	94,5 del 07-feb-06	51,3 del 21-lug-05

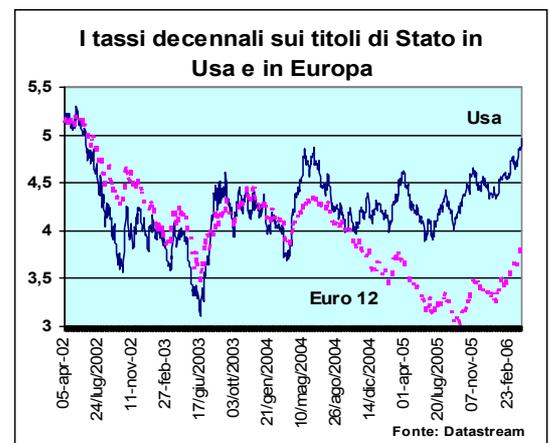
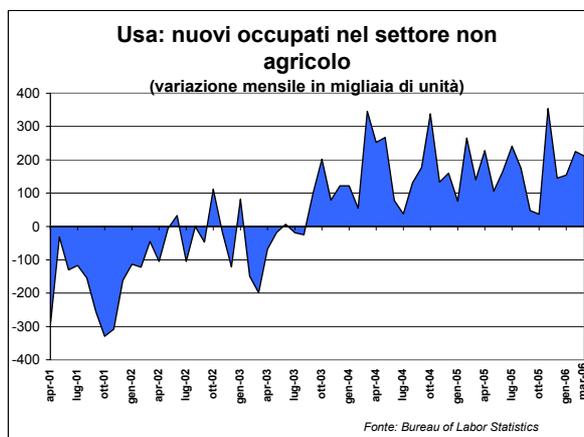
## Le previsioni su tassi e cambi

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

- **La Banca centrale europea ha segnalato l'intenzione di proseguire la fase di "normalizzazione" della politica monetaria avviata a dicembre dello scorso anno. Il presidente Trichet ha spiegato al mercato che la Bce è attenta ai dati congiunturali, ma decide in base ai trend di lungo periodo che estrapola dall'osservazione di un'ampia gamma di variabili reali e monetarie.**
- **Negli Usa, l'economia procede a un ritmo sostenuto e continua a generare un elevato numero di posti di lavoro. La presenza di ulteriori, sensibili pressioni provenienti dai prezzi dell'energia e di altre materie prime, accanto a un'evoluzione congiunturale vivace, potrebbe indurre la Fed a un nuovo rialzo dei tassi al meeting del 10 maggio.**
- **In Giappone gli indicatori suggeriscono il proseguimento della positiva fase di recupero economico. La Banca centrale potrà quindi proseguire nel processo di graduale irrigidimento delle condizioni monetarie.**
- **Per il Regno Unito si confermano le attese di un periodo di stabilità del saggio guida.**

I prezzi del petrolio sono in tensione, sospinti dalle difficoltà di gestione della crisi diplomatica in Iran e dalle turbolenze in Nigeria. Ciononostante, le previsioni economiche rimangono improntate all'ottimismo e si stima che il 2006 sarà un anno di sostenuta crescita per l'economia mondiale. La conferma di queste proiezioni, che sono pressoché unanimemente condivise dai principali centri di ricerca economica internazionali, è stata recentemente ribadita dai ministri delle finanze europei riuniti a Vienna. Anche quest'anno a trainare la crescita economica saranno prevalentemente Stati Uniti e Asia.

Il mercato del lavoro statunitense sta creando nuovi occupati a ritmo serrato: in marzo ne ha prodotti più delle attese, 211mila, riuscendo simultaneamente a comprimere il tasso di disoccupazione al 4,7% dal precedente 4,8%. Bisogna risalire al luglio 2001 per trovare un tasso di disoccupazione più contenuto (4,6%). Nel corso del I trimestre del 2006, l'economia statunitense ha garantito mediamente ogni mese oltre 196mila nuove buste paga. Nonostante la vivacità nella creazione di nuovi posti di lavoro, la dinamica salariale è rimasta contenuta e le paghe orarie sono aumentate dello 0,2% congiunturale, evidenziando una decelerazione rispetto ai tre mesi precedenti, che si traduce in un incremento tendenziale del 3,4%. Tuttavia, la vivace crescita dell'occupazione in combinazione con gli elevati prezzi dell'energia e di altre *commodities* può in prospettiva aggravare le tensioni sui prezzi e presumibilmente indurrà la Federal Reserve ad aumentare ulteriormente il saggio guida alla prossima riunione del 10 maggio.

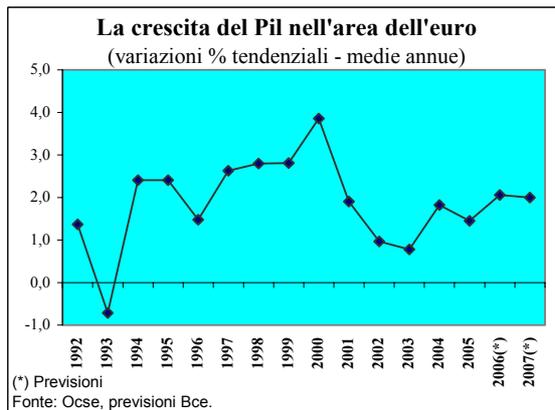


La Banca centrale europea (Bce) ha lasciato il tasso di riferimento invariato alla riunione del 6 aprile, ma nel corso della successiva conferenza stampa il presidente Jean Claude Trichet ha espressamente fatto riferimento a una fase di "normalizzazione" dei tassi monetari avviata a dicembre dello scorso anno e verosimilmente destinata a proseguire in uno scenario in cui l'economia europea tenderà a svilupparsi in linea con il suo potenziale di lungo periodo. Le condizioni monetarie dell'area dell'euro sono considerate ancora accomodanti e la Banca centrale sta procedendo a una graduale fase di correzione.

Il presidente ha chiaramente smentito le attese dei mercati di un nuovo aumento del saggio guida al meeting del 4 maggio 2006, ma non è stato altrettanto negativo con riferimento all'appuntamento successivo fissato per l'8 giugno. Molta enfasi è stata posta sul processo decisionale del Consiglio direttivo, sforzandosi di comunicare al mercato che la Bce guarda ai trend di lungo periodo e non si lascia impressionare dalla volatilità delle informazioni di breve periodo siano esse provenienti dagli indici di fiducia oppure dai dati sulle principali macrovariabili economiche.

Ciò nondimeno il complesso di queste informazioni viene utilizzato per estrapolare l'ipotesi di "trend" verso cui l'economia europea dovrebbe tendere e al meeting di giugno i banchieri centrali avranno a disposizione una serie di informazioni molto nutrita. Tra le altre, l'andamento della crescita economica nel I trimestre del 2006, oltre all'aggiornamento delle previsioni dello staff della Bce cui il Consiglio direttivo guarda senza però rimanerne vincolato.

In giugno il saggio guida europeo potrebbe essere innalzato al 2,75%, ma il percorso di "normalizzazione" della politica monetaria dovrebbe proseguire nel corso del 2006 e a fine anno il tasso di riferimento dovrebbe arrivare al 3,25% se la crescita economica procedesse a un ritmo di sviluppo vicino al suo potenziale.



Passando dai trend di lungo periodo alle informazioni settimanali, emergono indicazioni ancora contrastanti nell'area dell'euro. In positivo ha colpito il sostenuto aumento delle esportazioni tedesche in febbraio (+ 4,6% congiunturale) che si è riflesso in un ampliamento sia dell'avanzo di parte corrente sia del surplus commerciale. Un miglioramento nelle prospettive di sviluppo della Germania può rappresentare un positivo impulso per l'attività dell'intera area dell'euro. Per contro, il declino delle vendite al dettaglio degli Euro-12 in febbraio (-0,2% m/m e 1% a/a) non può definirsi incoraggiante partendo dal presupposto che i consumi rappresentano un elemento di persistente debolezza. Inaspettatamente, la produzione industriale francese di febbraio (-0,9% m/m e -0,6% a/a) e anche quella manifatturiera (-1,1% m/m e -0,4% a/a) sono risultate sensibilmente peggiori delle attese accusando un brusco calo congiunturale che ha portato in terreno negativo anche il dato annuo.

In Giappone, la Banca centrale ha lasciato i tassi invariati a livello "zero" al meeting concluso il 10 aprile e il governatore Fukui si è limitato a ribadire la prosecuzione della strategia di graduale normalizzazione delle condizioni monetarie iniziata anche nel paese del Sol Levante.

Le indicazioni congiunturali suggeriscono il perdurare di un'evoluzione e di prospettive favorevoli. BoJ ha pubblicato il Tankan relativo al primo trimestre del 2006 che ha registrato un calo per l'indice relativo alle grandi imprese manifatturiere e un aumento per le grandi imprese non manifatturiere. Nonostante alcuni indicatori siano risultati inferiori alle attese, l'indice rimane comunque coerente con un'evoluzione settoriale positiva. Il sostenuto aumento degli ordini di macchinari in febbraio avvalora le positive attese sulla situazione economica nipponica.

In Gran Bretagna la Banca centrale ha lasciato il saggio guida fermo al 4,5% al meeting del 5 aprile, come era nelle attese prevalenti. Dopo il modesto aumento del Pil registrato nel 2005 (+1,7% a/a) si sono create condizioni favorevoli per il contenimento dell'inflazione. A sostegno di questo ottimismo sull'evoluzione prospettica dell'inflazione va anche la dinamica dei salari che procede in modo regolare. La politica monetaria inglese dovrebbe quindi rimanere improntata a stabilità nel prevedibile futuro in attesa che la crescita economica riprenda vigore nel corso del 2006. In marzo i prezzi alla produzione hanno mostrato una leggera limatura della variazione tendenziale, mentre l'indice core è risultato in lieve recupero (1,9%). Il prossimo "Inflation report" è in calendario per il mese di maggio.

	dati storici		10/04/06	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	107,2	115,6	118,3	118,5	111,0
dollaro-euro	1,294	1,210	1,212	1,230	1,280
yen-euro	138,7	139,9	143,5	145,8	142,1
sterlina-euro	0,683	0,686	0,694	0,697	0,720
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	3,15	4,60	5,04	5,10	5,00
euro	2,14	2,51	2,76	3,05	3,45
yen	0,05	0,07	0,09	0,15	0,30
sterlina	4,94	4,61	4,59	4,65	4,80
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,33	4,41	4,98	5,10	5,10
Germania	3,51	3,34	3,89	3,95	3,90
Giappone	1,30	1,46	1,89	2,10	2,00
Italia	3,66	3,55	4,19	4,24	4,19
Gran Bretagna	4,62	4,08	4,43	4,48	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 reali)

#### STATI UNITI

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

#### AREA EURO

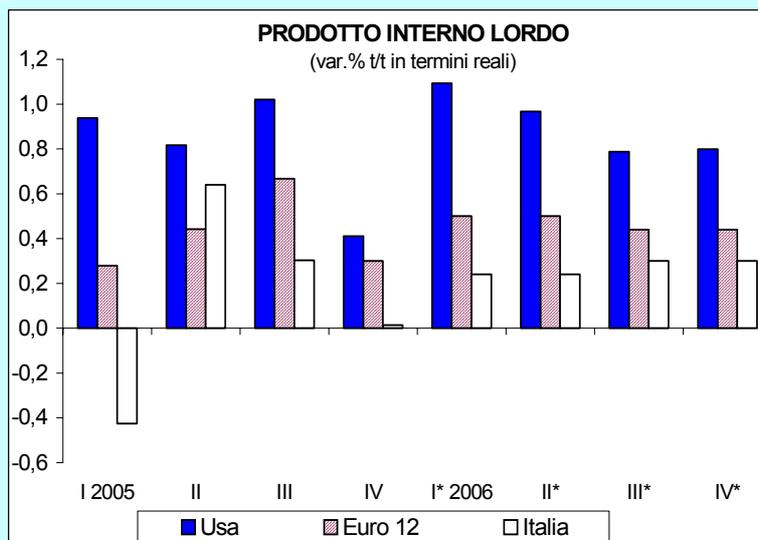
	2004	2005	2006*	2005				2006			
	media annua			I	II	III	IV	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,3	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4
var.% trim su trim annualizzato				1,1	1,8	2,7	1,0	2,0	2,0	1,8	1,8
var.% anno su anno	1,8	1,4	1,9	1,2	1,2	1,6	1,7	1,9	1,9	1,7	1,9

#### ITALIA

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

\* Previsioni

PIL 2004 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.434
Euro 12	7.609
Italia	1.351



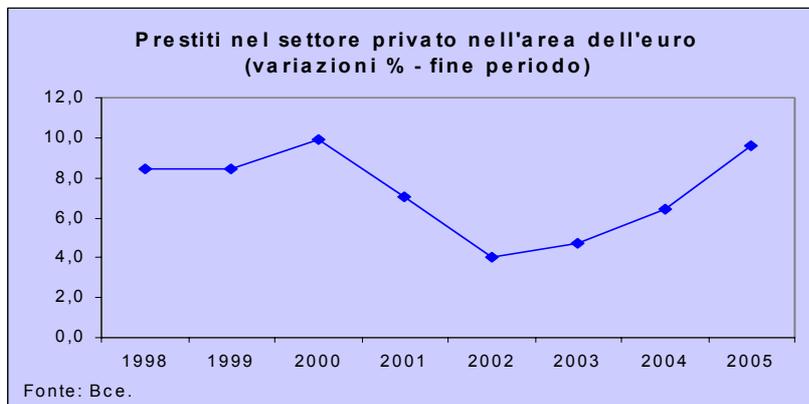
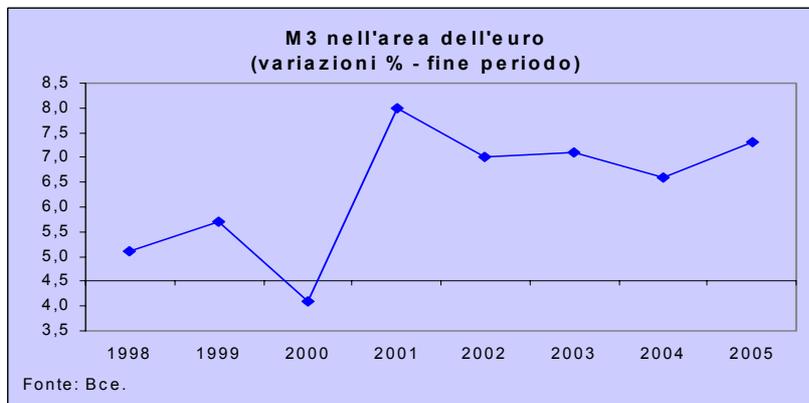
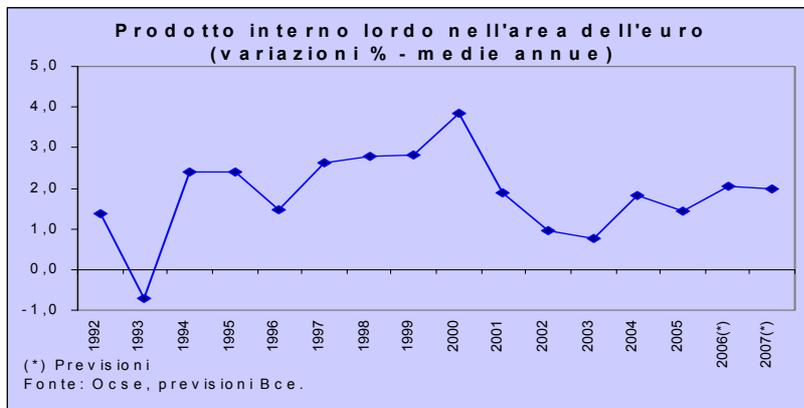
## Le previsioni sui prezzi

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

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO (indice MUICP - EUROSTAT)</b>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	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
<b>2006</b>	119	119,3	120	120,5	120,7	120,7	120,6	120,7	121,2	121,5	121,4	121,8	120,6
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<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>
<b>2004</b>	-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
<b>2005</b>	-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
<b>2006</b>	-0,4	0,3	0,6	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,3	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	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
<b>2006</b>	2,4	2,3	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>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	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
<b>2006</b>	110,6	110,4	111,6	112,6	112,9	113,0	112,9	112,6	113,2	113,5	113,7	114,1	112,6
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<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>
<b>2004</b>	-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
<b>2005</b>	-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
<b>2006</b>	-0,8	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	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
<b>2006</b>	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2	1,8	2,0	2,3	2,1
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,3	127,2
<b>2006</b>	128,4	128,7	129,1	129,4	129,6	129,8	130,1	130,3	130,3	130,4	130,6	130,9	129,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	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
<b>2006</b>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	<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>
<b>2004</b>	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
<b>2005</b>	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
<b>2006</b>	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1

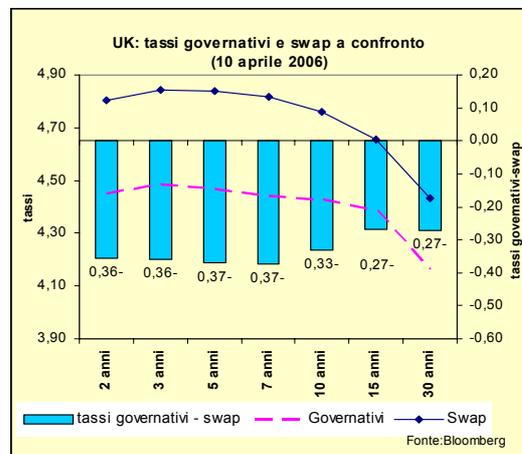
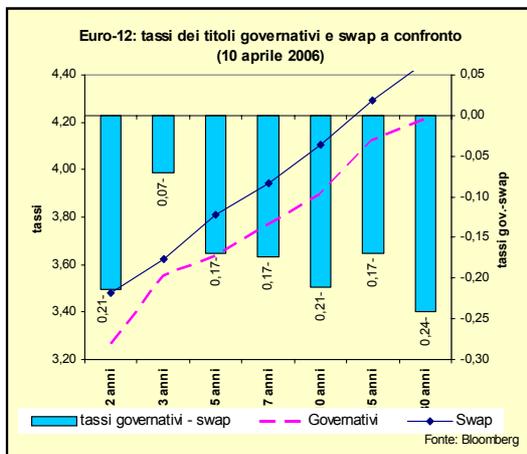
Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## Trend per la politica monetaria europea



## Panorama Tassi & Euro

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



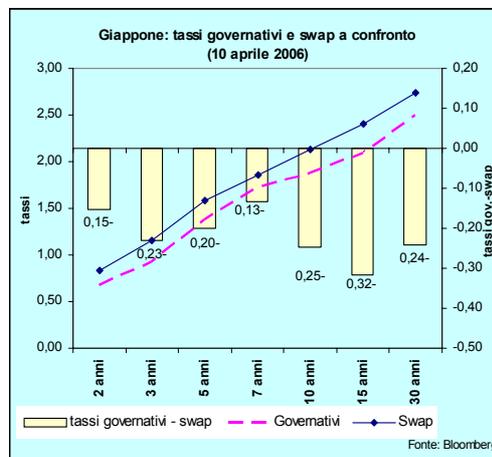
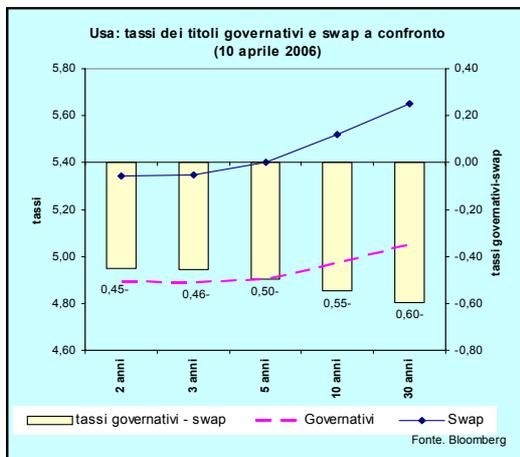
### Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	7/4/06	- 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	1,218	1,210	1,191	1,292	1,263	1,179	0,6	2,2	-5,8	-3,6
Canada	1,398	1,408	1,364	1,575	1,623	1,800	-0,8	2,5	-11,2	-13,9	-22,4
Australia	1,665	1,700	1,618	1,680	1,680	1,910	-2,0	2,9	-0,9	-0,9	-12,8
Nuova Zelanda	1,983	1,977	1,836	1,806	1,924	2,223	0,3	8,0	9,8	3,0	-10,8
Giappone	143,6	142,4	140,3	139,8	135,1	133,7	0,8	2,3	2,7	6,3	7,4
Argentina	3,729	3,729	3,658	3,728	3,699	1,180	0,0	2,0	0,1	0,8	216,1
Swizzera	1,576	1,580	1,562	1,550	1,558	1,617	-0,3	0,9	1,7	1,1	-2,5
Regno Unito	0,696	0,696	0,686	0,687	0,705	0,711	0,0	1,6	1,3	-1,2	-2,1
Svezia	9,342	9,432	9,473	9,148	9,080	9,470	-1,0	-1,4	2,1	2,9	-1,4
Danimarca	7,463	7,462	7,460	7,449	7,445	7,450	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Norvegia	7,876	7,968	7,988	8,162	8,414	8,855	-1,1	-1,4	-3,5	-6,4	-11,1
Cipro	0,576	0,576	0,575	0,583	0,586	0,582	0,0	0,2	-1,3	-1,8	-1,1
Repubblica Ceca	28,51	28,60	28,77	29,96	32,41	35,11	-0,3	-0,9	-4,8	-12,0	-18,8
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	267,1	265,7	255,3	246,4	262,5	251,5	0,5	4,6	8,4	1,7	6,2
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	0,430	0,432	0,443	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-3,1
Slovacchia	37,41	37,63	37,44	38,90	41,17	42,99	-0,6	-0,1	-3,8	-9,1	-13,0
Slovenia	239,6	239,6	239,5	239,7	236,7	189,0	0,0	0,0	0,0	1,2	26,8
Polonia	3,962	3,943	3,856	4,108	4,702	4,071	0,5	2,7	-3,6	-15,7	-2,7
Russia	33,51	33,54	33,36	35,88	36,89	25,32	-0,1	0,5	-6,6	-9,1	32,4
EURO	92,2	92,4	91,0	93,0	92,8	93,3	-0,2	1,4	-0,9	-0,7	-1,2

*cambio effettivo nominale*  
Fonte: Datastream

## Panorama Tassi & Dollaro USA

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



### Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	7/4/06	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/04	3/1/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	Canada	1,150	1,168	1,150	1,223	1,293	1,598	1,6	0,0	6,4	12,5
Australia (*)	0,726	0,716	0,733	0,766	0,753	0,516	1,4	-0,9	-5,2	-3,6	40,8
Nuova Zelanda (*)	0,608	0,616	0,647	0,712	0,656	0,425	-1,2	-6,0	-14,5	-7,2	43,1
Giappone	118,4	117,8	117,8	108,7	107,2	131,8	-0,5	-0,5	-8,2	-9,4	11,4
Corea del Sud	955	976	973	1.015	1.198	1.320	2,2	1,9	6,3	25,4	38,3
Filippine	51,06	51,13	51,07	54,59	55,54	51,60	0,1	0,0	6,9	8,8	1,1
Indonesia	8.983	9.077	9.245	9.496	8.418	10.370	1,0	2,9	5,7	-6,3	15,4
Singapore	1,607	1,616	1,631	1,659	1,700	1,849	0,5	1,5	3,2	5,8	15,0
Thailandia	38,22	38,81	39,07	39,62	39,61	44,05	1,5	2,2	3,7	3,6	15,3
Cina	8,01	8,02	8,04	8,28	8,28	8,28	0,1	0,4	3,3	3,3	3,3
India	44,52	44,56	44,28	43,72	45,63	48,27	0,1	-0,6	-1,8	2,5	8,4
Argentina	3,08	3,09	3,08	2,89	2,94	1,00	0,2	0,0	-6,1	-4,5	-67,6
Brasile	2,15	2,17	2,17	2,59	2,89	2,30	0,7	0,8	20,5	34,3	6,6
Cile	520,4	526,6	532,5	580,6	593,0	646,3	1,2	2,3	11,6	13,9	24,2
Colombia	2,361	2,303	2,260	2,357	2,780	2,297	-2,5	-4,3	-0,2	17,8	-2,7
Messico	11,14	10,89	10,70	11,20	11,24	9,11	-2,2	-3,9	0,5	0,9	-18,2
Perù	3,36	3,36	3,34	3,26	3,46	3,44	0,0	-0,7	-3,0	3,0	2,5
Uruguay	23,95	24,30	24,28	25,38	29,32	14,75	1,5	1,4	5,9	22,4	-38,4
Venezuela	2.570	2.523	2.668	2.759	2.852	759	-1,8	3,8	7,4	11,0	-70,5
Israele	4,61	4,67	4,71	4,37	4,39	4,48	1,3	2,2	-5,3	-4,8	-2,8
Sud Africa	6,13	6,17	6,26	6,13	6,62	12,37	0,6	2,0	0,0	7,9	101,7
Turchia	1,3327	1,3449	1,3257	1,3388	1,3966	1,4298	0,9	-0,5	0,5	4,8	7,3
Area dell'Euro (*)	1,218	1,210	1,191	1,292	1,263	0,904	0,6	2,2	-5,8	-3,6	34,8
Regno Unito (*)	1,742	1,737	1,735	1,871	1,786	1,439	0,3	0,4	-6,9	-2,4	21,1
Svizzera	1,301	1,304	1,313	1,208	1,239	1,650	0,3	1,0	-7,2	-4,8	26,9
Danimarca	6,18	6,16	6,28	5,80	5,91	8,28	-0,3	1,6	-6,1	-4,3	34,1
Norvegia	6,47	6,58	6,70	6,32	6,68	8,87	1,8	3,7	-2,3	3,2	37,1
Svezia	7,74	7,79	7,96	7,13	7,18	10,28	0,6	2,7	-8,0	-7,3	32,7
Russia	27,53	27,76	27,88	27,87	29,45	30,14	0,8	1,3	1,2	7,0	9,5
Polonia	3,28	3,24	3,24	3,19	3,73	3,96	-1,5	-1,3	-2,9	13,7	20,5
Repubblica Ceca	23,40	23,62	24,15	23,18	25,65	35,27	0,9	3,2	-1,0	9,6	50,7
Ungheria	221,2	217,9	214,8	191,6	209,3	272,9	-1,5	-2,9	-13,4	-5,4	23,4
<b>DOLLARO USA</b>	96,2	96,7	96,8	92,4	94,6	122,0	-0,5	-0,6	4,1	1,7	-21,1

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte: Datastream

## Il calendario della settimana economica (dall'11 al 17/4/2006)

D. Felicetti ☎ 06-47028424 - [daniela.felicetti@bnlmail.com](mailto:daniela.felicetti@bnlmail.com)

Giorno	Eventi
Martedì 11	Area Euro: intervento di Mersch della Banca del Lussemburgo Stati Uniti: intervento di Stern della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Fisher della Federal Reserve Giappone: riunione della Banca del Giappone
Mercoledì 12	Area Euro: la BCE pubblica il bollettino mensile
Giovedì 13	Stati Uniti: intervento di Bies della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Kohn della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Olson della Federal Reserve Giappone: la Banca del Giappone pubblica il rapporto mensile dell'economia
Venerdì 14	Giappone: la Banca del Giappone pubblica i verbali della riunione dell'8-9 marzo
Lunedì 17	Stati Uniti: intervento di Guynn della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Ferguson della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Kroszner della Federal Reserve Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve

Giorno	Paese	Statistiche	Periodo	Precedente	Previsione
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 11	Germania	Indice Zew	aprile	63,4	62,7
	Francia	Bilancia commerciale	febbraio	-2,4 mld	-2 mld
Mercoledì 12	Regno Unito	Variazione disoccupati	marzo	14.600	6.500
		Tasso di disoccupazione	febbraio	5,0	5,0
	Italia	Produzione industriale dest.	febbraio	-0,3% m/m	0,4% m/m
	Area Euro	Pil (2 stima)	IV tr. 04	0,7%t/t; 1,6%a/a	0,3%t/t; 1,7%a/a
	Germania	Prezzi al consumo armoniz.	marzo	0,4% m/m; 2,1% a/a	0,1% m/m; 1,9% a/a
	Spagna	Prezzi al consumo armoniz.	marzo	0,1% m/m; 4,1% a/a	0,7% m/m; 3,9% a/a
Giovedì 13	Francia	Prezzi al consumo armoniz.	marzo	0,4% m/m; 2,0% a/a	0,5% m/m; 1,8% a/a
	Italia	Bilancia commerciale (EU)	febbraio	-0,5 mld	-0,4 mld
Venerdì 14	Italia	Prezzi al consumo armoniz.	marzo	-0,1% m/m; 2,2% a/a	1,1% m/m; 2,1% a/a
<b>STATI UNITI</b>					
Mercoledì 12	Stati Uniti	Bilancia commerciale	febbraio	-68,5 mld	-67,5
Giovedì 13	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	marzo	-0,5% m/m	0,2% m/m
		Richieste sussidio disoccup.	8 aprile	299.000	305.000
		Vendite al dettaglio	marzo	-1,4% m/m	0,4% m/m
		Vendite al dettaglio (ex. auto)	marzo	-0,6% m/m	0,5% m/m
		Indice fiducia Univ. Michigan	aprile	88,9	89
		Scorte delle imprese	febbraio	0,4% m/m	0,3% m/m
Venerdì 14	Stati Uniti	Impiego capacità produttiva	marzo	81,2%	81,4
		Produzione industriale	marzo	0,7% m/m	0,5% m/m
Lunedì 17	Stati Uniti	Indice Empire Manufacturing	aprile	31,2	24