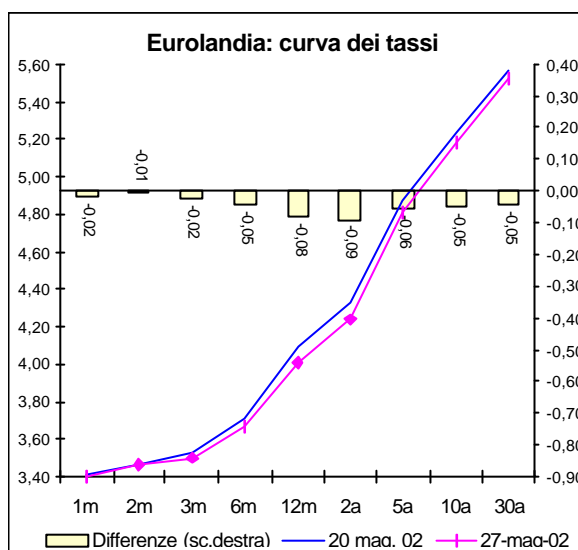


Focus settimanale del Servizio Studi BNL

28 maggio 2002

Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

le opinioni espresse non
impegnano la responsabilità della
Banca



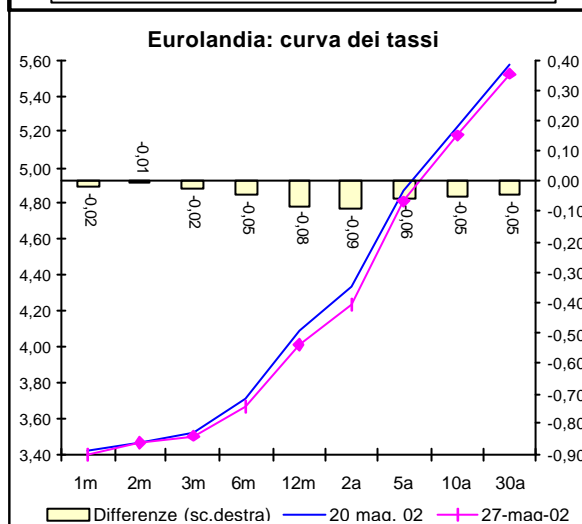
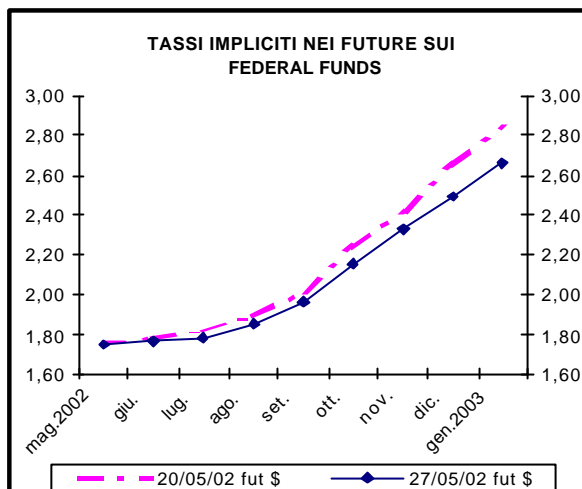
- ✓ Anche se non ha sofferto del contagio della crisi argentina, l'economia brasiliana stenta ad avviare un ciclo di netta ripresa. Ci sono incognite politiche, con le elezioni di ottobre. Ci sono alcuni ritardi nella realizzazione delle riforme strutturali. La politica monetaria rimane particolarmente restrittiva, a fronte di persistenti difficoltà nel raggiungere i target programmati di inflazione.
- ✓ La voglia di una casa di proprietà degli italiani non è frenata dal trend crescente dei prezzi degli immobili. In ragione del reddito disponibile, l'impegno finanziario per l'acquisto di una confacente dimora varia da piazza a piazza e sale nelle grandi metropoli. Lo sforzo richiesto a una famiglia milanese o romana è quasi doppio rispetto a quanto necessario a Bari. Nel capoluogo pugliese bastano meno di 7 anni di reddito per realizzare il proprio sogno immobiliare contro gli oltre 12 di Roma e Milano.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

C. Mazio ☎ 06-47028431 – cristiana.mazio@bnlmail.com

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

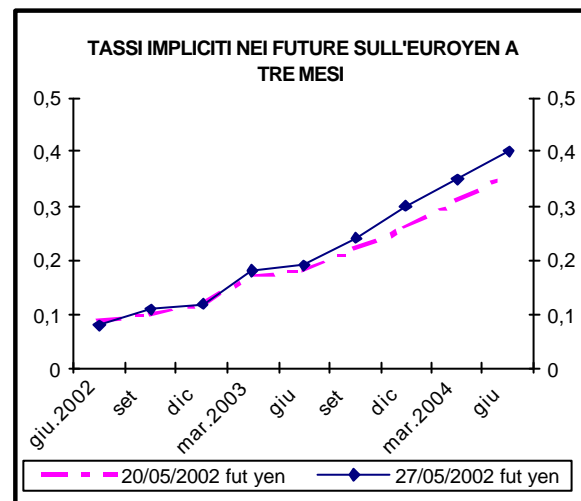
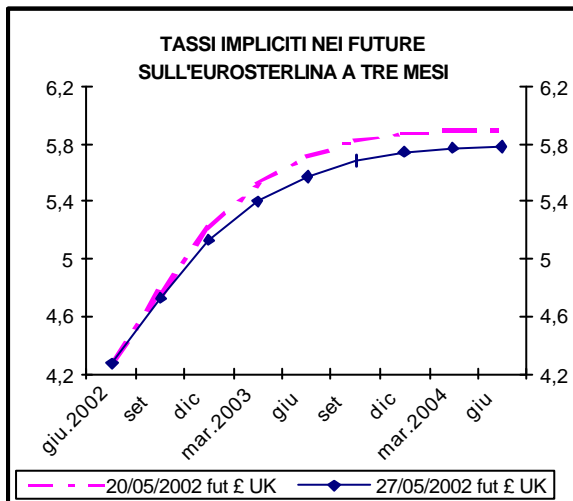
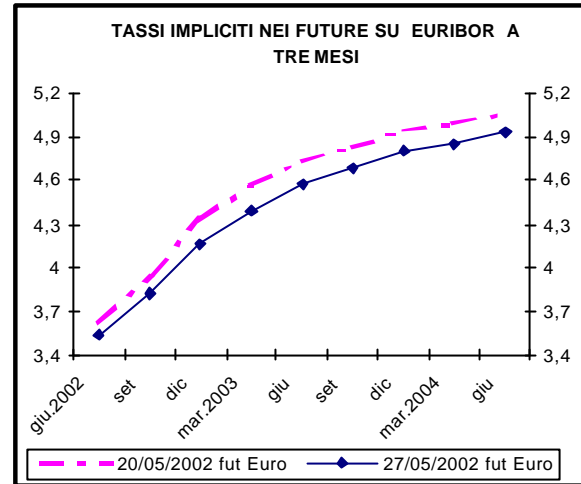
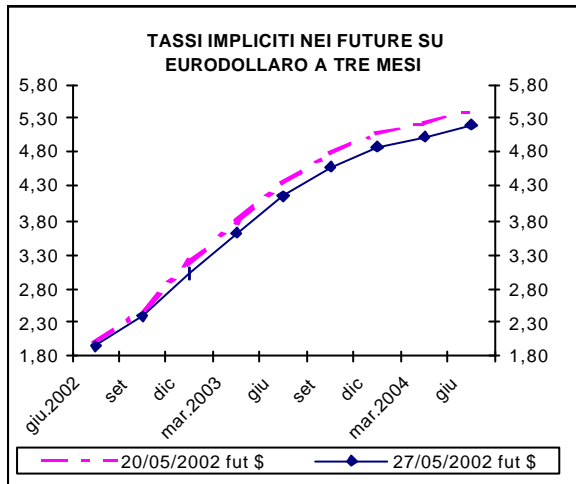
- Negli Usa la revisione del Pil del I° trimestre 2002 si è concretizzata in una limatura dell'incremento annualizzato al 5,6% dal 5,8%, che rimane il ritmo di crescita più robusto dal II° trimestre del 2000. Il miglioramento del *deficit* commerciale, che ha ridotto il contributo negativo del canale estero, e la spinta più sostenuta dalle scorte non hanno compensato la correzione al ribasso di altri importanti variabili come i consumi, la spesa federale e il più accentuato calo di investimenti in impianti e attrezzature. Il peggioramento dei segnali provenienti dalla spesa in conto capitale non ha mancato di allarmare gli osservatori, perché è noto che la Fed considererà la ripresa sostenibile quando questa componente ripartirà. Nonostante l'atteso moderato rallentamento dell'economia Usa nel II° trimestre, fin d'ora si possono scorgere alcuni elementi utili a pronosticare il rilancio degli investimenti nella seconda metà dell'anno. Un dato incoraggiante è emerso questa settimana dagli ordini di beni durevoli di aprile aumentati più delle attese (1,1%). Va segnalato, in particolare, l'incremento della componente di ordini relativa ai beni di investimento al netto di quelli per la difesa che registra un balzo dell'1,9%. Questo segnale, accanto al miglioramento dei profitti aziendali nel I° trimestre e all'aumento della produttività, lascia trasparire l'emergere di condizioni favorevoli a un rilancio della spesa in conto capitale. Confermiamo pertanto la sensazione che la Federal Reserve si troverà nella condizione di avviare la manovra restrittiva al Fomc del 13 agosto, dopo aver verificato l'insorgere di sintomi convincenti di risveglio dal lato degli investimenti.
- In Europa, il calo delle variazioni tendenziali dei prezzi di Italia e Germania lascia presagire il rientro della dinamica inflazionistica europea verso il 2% a maggio, la cui stima flash sarà divulgata il 31 maggio. Il Pil di Eurolandia del I° trimestre 2002, atteso per il 30 maggio, dovrebbe confermare una crescita congiunturale modesta, vicina al pavimento della forchetta ipotizzata dalla Commissione europea tra lo 0,2% e lo 0,5%. A queste indicazioni va accostato l'intervento reso dal presidente della Bce Duisenberg al Parlamento europeo che ha temperato le aspettative di un imminente rialzo dei saggi guida in Eurolandia. Duisenberg ha dichiarato, tra l'altro, di considerare appropriato il livello dei saggi guida e debole la fase iniziale della ripresa. Alla luce delle nuove considerazioni sembra pertanto ragionevole ritornare all'ipotesi che i banchieri centrali stiano preparando gli operatori a una manovra monetaria restrittiva, ma che questa dovrebbe essere avviata sulla base di segnali che confermino un consolidamento della ripresa e della domanda in grado di premere in prospettiva sull'inflazione. Segnali che potrebbero emergere dopo l'estate.
- E' proseguito il rafforzamento dello yen sulla scia del miglioramento dell'attivo commerciale, di un crescente afflusso di capitali stranieri e di una minore propensione dei giapponesi a comprare attività finanziarie all'estero. Nonostante gli interventi della Banca centrale finalizzati a indebolire lo yen nazionale, lo yen tende a portarsi sotto quota 125 contro dollaro. Tuttavia, la persistente debolezza dei fondamentali e il timore delle autorità che un eccessivo apprezzamento tolga smalto alla debole ripresa trainata prevalentemente dall'export, dovrebbero spingere la divisa nuovamente oltre 125.



Previsioni	dato storico 27/05/02	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	1,25	1,27	1,29	1,30	1,29
dollaro-euro	0,919	0,922	0,930	0,935	0,944
yen-euro	1,15	1,17	1,20	1,22	1,22
sterlina-euro	0,631	0,632	0,633	0,634	0,636
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,90	1,95	2,20	2,75	3,75
euro	3,51	3,54	3,60	3,75	4,00
yen	0,06	0,10	0,10	0,12	0,15
sterlina	4,19	4,20	4,28	4,50	4,85
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	5,15	5,20	5,30	5,60	5,78
Germania	5,19	5,25	5,35	5,45	5,55
Giappone	1,51	1,54	1,55	1,60	1,65
Italia	5,42	5,50	5,59	5,69	5,77
Gran Bretagna	5,30	5,34	5,45	5,58	5,70

PANORAMA TASSI & EURO

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



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. %		
					dell'euro contro le altre valute		
	24/5/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	0,919	0,915	0,889	1,179	0,39	3,33	-22,06
Dollaro canadese-euro	1,416	1,419	1,396	1,800	-0,23	1,42	-21,37
Dollaro australiano-euro	1,658	1,661	1,648	1,910	-0,16	0,63	-13,20
Dollaro Nuova Zelanda-euro	1,963	1,977	1,992	2,223	-0,69	-1,43	-11,69
Yen-euro	114,940	115,650	115,430	133,730	-0,61	-0,42	-14,05
Yen-dollaro USA	124,760	125,950	129,600	111,650	-0,94	-3,73	11,74
Franco svizzero-euro	1,458	1,457	1,466	1,617	0,08	-0,52	-9,82
Sterlina britannica-euro	0,633	0,628	0,615	0,711	0,76	2,88	-11,03
Corona svedese-euro	9,113	9,219	9,171	9,470	-1,15	-0,63	-3,77
Corona danese-euro	7,437	7,437	7,433	7,450	0,00	0,06	-0,18
Corona norvegese-euro	7,444	7,545	7,624	8,855	-1,35	-2,36	-15,94
Tallero sloveno-euro	225,285	224,931	224,823	189,045	0,16	0,21	19,17
Zloty polacco-euro	3,760	3,769	3,598	4,071	-0,23	4,51	-7,65
Corona ungherese euro	242,910	245,060	240,730	251,480	-0,88	0,91	-3,41

Fonte: Datastream

LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	104,8	105,2	105,6	105,7	105,8	106,3	106,4	106,5	107,0	107,0	107,3	107,4	106,3
2001	107,2	107,6	108,2	108,8	109,4	109,5	109,2	109,1	109,5	109,6	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,9	111,4	111,7	111,7	111,6	111,5	111,8	111,9	112,0	112,1	111,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	0,5	0,0	0,3	0,1	0,2
2001	-0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2
2002	0,5	0,1	0,6	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	2,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	2,3
2001	2,3	2,3	2,5	2,9	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,0	2,5
2002	2,7	2,4	2,5	2,4	2,1	2,0	2,2	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3

ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	106,9	107,3	107,7	107,7	108,1	108,4	108,6	108,6	108,9	109,2	109,6	109,7	108,4
2001	98,7	98,2	99,2	99,9	100,3	100,5	100,3	99,9	100,3	100,8	101,0	101,1	100,0
2002	101,1	100,8	101,7	102,5	102,7	102,8	102,5	102,0	102,3	102,9	103,4	103,5	102,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	0,2	0,4	0,4	0,0	0,4	0,3	0,2	0,0	0,3	0,3	0,4	0,1	0,3
2001	0,0	-0,5	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2
2002	0,0	-0,3	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,3	-0,5	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	2,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	2,4
2001	2,7	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,3	2,7
2002	2,4	2,6	2,5	2,6	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,3

ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	111,3	111,7	112,0	112,1	112,5	112,8	113,0	113,1	113,3	113,7	114,0	114,1	112,8
2001	114,6	115,0	115,1	115,6	115,9	116,2	116,3	116,3	116,3	116,5	116,7	116,8	115,9
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,7	118,6	118,8	119,1	119,3	119,4	118,6
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	0,2	0,4	0,3	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,2
2001	0,4	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2000	2,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	2,4
2001	3,0	3,0	2,8	3,1	3,0	3,0	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,7
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

I CONTI PUBBLICI RISCHIANO DI ALLONTANARE PRAGA DALL'EURO

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

- La Repubblica Ceca ha schivato il rallentamento economico internazionale, contrapponendovi un'accelerazione del ritmo di crescita nel 2001 che dovrebbe confermarsi su livelli elevati nel 2002-2003. Il risultato dipende, tra l'altro, dagli effetti di un mix di politiche economiche espansive adottate per guidare il paese fuori dalla recessione del 1997-1999 e da un poderoso afflusso di investimenti diretti dall'estero.
- Le autorità hanno cercato di contrastare il forte apprezzamento della corona ceca con poco successo. Anche se si ritiene probabile una stabilizzazione del cambio corona-euro, tra i fattori di rischio va annoverato un ulteriore apprezzamento.
- Non si esclude, inoltre, che i nuovi governi emersi dalle ultime elezioni europee propendano per un ritardo dei progetti di allargamento dell'Unione europea (Ue).
- I conti pubblici rappresentano un'incognita, dato che potrebbe risultare difficile ridurre il disavanzo al 3% nel 2005: un target necessario per l'eventuale adozione dell'euro nel 2006.

Nel gennaio del 1993 nascono Repubblica Ceca (RC) e Slovacchia dalla scissione della Cecoslovacchia. Tra gli obiettivi prioritari di politica estera della RC vi è l'ingresso entro il 2004 nella Ue, con cui sono già stati intessuti rapporti commerciali preferenziali.

I cechi andranno alle urne il 14-15 giugno per rinnovare la Camera dei deputati, a ottobre per eleggere un terzo del Senato e, infine, a novembre si svolgeranno le elezioni amministrative. Il socialdemocratico Milos Zelman è il premier di un governo di minoranza, che ha sottoscritto un patto di non belligeranza con il partito di centro destra ODS di Vaclav Klaus. Non è scontato che dalle elezioni di giugno emerga una maggioranza omogenea in grado di accelerare il processo di privatizzazione, le riforme del fisco, della giustizia e del diritto societario. Vi è invece la concreta possibilità di una riedizione dell'attuale compagine basata su un accordo tra governo e opposizione. I sondaggi attribuiscono maggiore popolarità all'ODS (Partito Democratico Civico) piuttosto che al partito di centro-sinistra CSSD (Partito Social Democratico Ceco), ma l'opinione prevalente è che sia difficile raggiungere una maggioranza omogenea di destra o di sinistra.

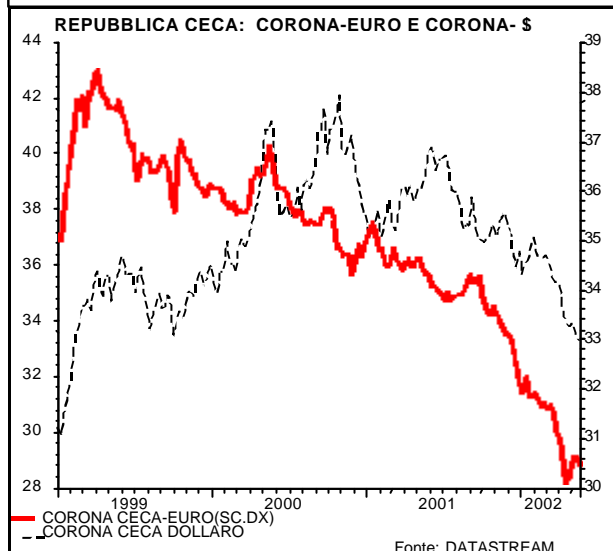
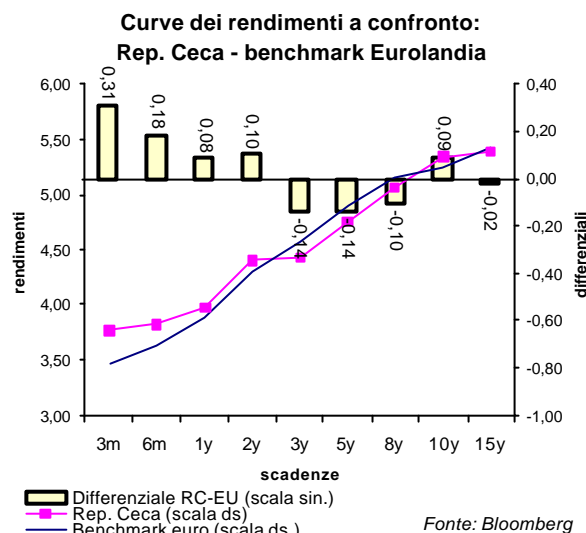
La RC ha schivato la fase di forte rallentamento mondiale del 2001 accelerando il ritmo di crescita dal 2,9% del 2000 al 3,6%, con qualche sintomo di decelerazione verso fine anno che potrebbe riflettersi in un incremento del Pil solo leggermente più contenuto nel 2002 (3,4%). Lo scatto del 2001 è dovuto anche all'impulso espansivo proveniente dalle politiche poste in essere da governo e Banca centrale ceca (Bcc) per uscire dalla recessione del 1997-1999. Lo sviluppo del 2001 ha trovato solide fondamenta sia nei consumi delle famiglie sostenute da incrementi salariali e dal credito a buon mercato, sia negli investimenti. Le aziende hanno aumentato produttività e competitività grazie al forte afflusso di investimenti diretti dall'estero che, d'altra parte, ha determinato una decisa rivalutazione della corona ceca.

Bcc e governo hanno tentato di contrastare l'apprezzamento della divisa nazionale, ad esempio convertendo in corone solo gradualmente gli incassi dall'estero derivanti da privatizzazioni. A novembre 2001 la Bcc ha avviato una fase monetaria espansiva tagliando il tasso repo a due settimane di 50 punti base al 4,75% grazie al calo dell'inflazione con la finalità di contenere l'apprezzamento della corona, invertendo la rotta rispetto all'aumento di 25 centesimi di luglio. La Bcc ha proseguito la

manovra espansiva portando progressivamente il saggio segnaleto al 3,75%. In prospettiva, sono probabili altri moderati allentamenti sulla scia di un ulteriore contenimento dell'inflazione indotto da aumenti di produttività. I processi di ristrutturazione in imprese ampie e inefficienti, soprattutto nel settore siderurgico, non favoriranno però un rapido miglioramento del mercato del lavoro. La politica fiscale rimarrà espansiva anche quest'anno almeno fino alle elezioni, rimettendo alla nuova compagine governativa il varo di un piano di rigore fiscale. Nel 2001 il deficit/Pil è risultato inferiore alle attese e pari al 5,5% invece del 7%, ma potrebbe salire fino al 6,6% quest'anno, per tornare a calare dal 2003. Si tratta di livelli elevati in vista di un obiettivo al 3% entro il 2005, qualora la Repubblica Ceca ambisca ad adottare l'euro nel 2006 se dovesse entrare nella Ue nel 2004.

Repubblica Ceca	2000	2001	2002p	2003p
Popolazione in milioni	10,26			
Pil pro-capite in \$	4956			
Pil reale (var a/a)	2,9	3,6	3,4	3,7
Prezzi al consumo (var.annue)	3,9	4,7	3,8	3,5
Tasso di disoccupazione	8,08	8,9	8,8	8,6
Deficit di parte corrente/Pil(%)	-5,6	-4,7	-4,5	-4,1
Deficit/Pil (%)	-3,3	-5,5	-6,7	-6,0
Debito/Pil (%)	39,8	43,0	43,3	42,7
Cambio corona ceca/\$	38,6	38,1	34,1	30,0
Cambio corona ceca/€	35,6	34,1	35,6	34,1
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH	R&I
a lungo termine (Bloomberg)	Baa1	A-	BBB+	A-
a breve termine (Bloomberg)	P-2	A-2	F2	NR

Fonte: IIF, Comm. Europea, Bloomberg, Analisi rischio paese Servizio Studi Bnl



I CONTI IN ROSSO FRENANO IL BRASILE

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

- L'economia del Brasile potrebbe riprendere slancio verso la fine del 2002, a seguito della più celere ripresa degli Stati Uniti, dove viene diretto oltre un quarto del totale dell'export. Il consistente *deficit* esterno, unitamente alla caduta dell'afflusso degli investimenti di portafoglio, rende il Brasile fortemente dipendente dai finanziamenti esteri. Le elezioni presidenziali di ottobre stanno rallentando il processo di riforme strutturali avviato nel paese, mantenendo elevato il debito pubblico.
- Le pressioni al ribasso sul *real* si sono arrestate nel primo trimestre del 2002, per riprendere successivamente. Alla svalutazione del 17% subita dalla valuta brasiliana nel 2001, quest'anno potrebbe seguirne un'altra, sebbene di entità più contenuta.
- La Banca centrale ha recentemente deciso di mantenere il tasso di interesse di riferimento al 19%, dopo aver valutato le difficoltà a contenere l'inflazione entro il *target* programmato. Una politica monetaria così severa difficilmente consentirà una crescita del Pil superiore al 2% nel 2002.

BRASILE				
	2000	2001	2002*	2003*
Popolazione (milioni)	166,7	169,0	171,4	173,8
Pil pro capite (in US\$)	3.571	3.000	3.120	3350
Pil (var. % annua)	4,4	1,6	2,0	3,5
Saldo delle partite correnti (in % Pil)	-4,8	-4,2	-4,6	-3,9
Prezzi al consumo (var. %)	7,0	6,7	5,5	5,0
Cambio contro US\$ (media annua)	1,83	2,38	2,45	2,63

(*) previsione

Fonte: IIF

Il rallentamento sperimentato dall'economia brasiliana nel 2001 è una conseguenza di forti e improvvisi *shocks* sia interni che

esterni al paese. La domanda interna e le esportazioni hanno subito i contraccolpi, rispettivamente, della più grave crisi idrica degli ultimi tre quarti di secolo e quelli dei tragici eventi dell'11 settembre negli Stati Uniti. Il Brasile ha altresì dimostrato di saper far fronte al drammatico evolversi della crisi argentina e alle forti pressioni sul *real* attraverso una severa politica monetaria attuata dalla Banca centrale, che nel corso del 2001 ha alzato ben cinque volte il tasso di riferimento, fino a portarlo, nel luglio scorso, all'attuale 19%. Il cambio, dopo un deprezzamento che toccò il culmine lo scorso settembre (2,85 *real* per dollaro) è risalito portandosi nei mesi scorsi fino a 2,20. Attualmente si posiziona intorno a 2,50 per dollaro. La bilancia commerciale ha chiuso il 2001 con un attivo, il primo dal 1994, di oltre 2500 milioni di dollari. E' rimasto comunque elevato il *deficit* di parte corrente, con circa il 5% in rapporto al Pil. Le esportazioni brasiliane, alle prime avvisaglie della crisi argentina, hanno mostrato grande flessibilità, rivolgendosi a nuovi mercati come il Sud-Est asiatico.

Il consistente *deficit* esterno, unitamente alla caduta degli investimenti di portafoglio degli ultimi mesi, ha reso più difficile per il Brasile il reperimento di finanziamenti esteri. Questo, insieme alla grande incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali di ottobre, potrebbe nuovamente indebolire il *real*, creando qualche problema al contenimento dell'inflazione, prevista quest'anno collocarsi intorno al 5,5%, dal 6,7% del 2001. La crescita è favorita dalla ripresa più celere del previsto negli Usa, dove è diretto oltre un quarto del totale dell'export brasiliano: il Pil potrebbe aumentare del 2% circa nell'anno in corso, per riportarsi intorno al 3,5% nel 2003. Alla crescita contribuirà anche l'eccezionale raccolto di caffè previsto per il 2002: un volume record di 45 milioni di sacchi pari al 40% dell'intera produzione mondiale, ottenuto con l'introduzione di importanti innovazioni di processo e la messa a coltura di aree marginali verso la fine degli anni Novanta.

Sempre nel 2002, la politica monetaria in Brasile dovrebbe mantenersi piuttosto rigida a causa delle probabili pressioni sul cambio. Le elezioni presidenziali di ottobre stanno ritardando il processo di riforme strutturali in materia fiscale, *in primis* la riforma delle pensioni, necessaria anche per risanare un debito pubblico che sfiora l'80% del Pil. Non verranno inoltre rimosse le forti rigidità ancora presenti sul mercato del lavoro né alcune barriere commerciali, fattori che impediscono la realizzazione di maggiori guadagni di produttività e una più elevata competitività dei prodotti esportati. Le pressioni sul *real* dovrebbero continuare nel 2002, ma ridotte di intensità. Le riserve internazionali potrebbero subire una perdita compresa tra i 2 e i 4 miliardi di dollari. La fluttuazione del cambio introdotta a partire dal 1999 ha contribuito a ridurre sensibilmente il debito estero a breve termine del Brasile, che nel 2002 dovrebbe ammontare a non oltre 25 miliardi di dollari, dai circa 45 del 1997. Il debito estero totale resterà intorno al 45% del Pil. In definitiva, la vulnerabilità dal lato sia della bilancia dei pagamenti sia dei conti pubblici rappresenta senz'altro una criticità per il Brasile. Solo una equilibrata quanto avveduta conduzione della politica economica e monetaria potrà prevenire un significativo rallentamento dell'economia.

IL SOGNO DELLA CASA

S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

- **La voglia di casa di proprietà, in Italia, non è frenata dall'aumento dei prezzi. La ricerca di condizioni abitative migliori si scontra spesso con una offerta carente sia dal punto di vista quantitativo, sia da quello qualitativo.**
- **Attualmente, in Italia le case di proprietà prevalgono in percentuale nei piccoli centri, nelle regioni del sud e nelle isole. Nelle grandi città (oltre 500.000) gli acquirenti hanno sinora preferito le zone centrali. Le famiglie con i redditi più elevati, con capofamiglia imprenditore o libero professionista, sono le principali acquirenti.**
- **Il numero di anni necessari a comprare un'abitazione (date le condizioni attuali di reddito delle famiglie italiane) differisce notevolmente tra le varie regioni e città. Un esercizio da noi svolto mostra come per i romani acquistare una casa implichi uno sforzo doppio rispetto a chi decide di acquistarla a Bari.**

Nonostante i prezzi delle abitazioni in Italia continuano a segnare incrementi sostenuti (le ultime stime, relative agli ultimi 11 anni e alle principali aree urbane, parlano di aumenti medi annui per abitazioni nuove e da ristrutturare dell'ordine del 4%),

la casa è ancora in cima ai desideri degli italiani. Nel nostro paese il 68% degli abitanti risiede in case di proprietà, ma la domanda abitativa è ancora molto forte, soprattutto da parte di una buona fetta di proprietari che intende migliorare le proprie condizioni abitative. Secondo un'indagine condotta su un campione di neo-proprietari rappresentativi delle diverse aree geografiche, il 19% di coloro i quali acquistano una nuova casa lo fanno per disporre di un appartamento migliore. Non tutti riescono però a soddisfare le loro esigenze; dopo l'acquisto sono infatti ancora molti (21% del campione) quelli che non si ritengono soddisfatti, a causa di imperfezioni riscontrate nell'immobile o di fattori esterni prima non valutati.

In Italia la proprietà della casa prevale nelle famiglie che percepiscono le fasce di reddito più elevate: tra i 30 e i 40mila euro l'80,5% dei nuclei familiari possiede l'abitazione in cui vive, mentre oltre i 40mila euro la percentuale sale all'87,2%. Nelle fasce di reddito più basse (fino a 10mila euro) la percentuale scende sotto il 50%. Le abitazioni di proprietà prevalgono nei piccoli centri urbani (fino a 20.000 abitanti), mentre nelle grandi città (oltre 500.000 abitanti) la percentuale di proprietari supera appena il 50% del totale. La casa di proprietà prevale inoltre nelle zone centrali delle città, e soprattutto nei tagli di lusso di dimensioni medio-grandi: le abitazioni oltre i 120 mq sono abitate dai proprietari nell'87,5% dei casi.

Interessanti anche le caratteristiche rilevate per i proprietari di case (rappresentati dalla tipologia del capofamiglia identificato come maggiore percettore di reddito). Gli immobili di valore più elevato risultano di proprietà di soggetti di età compresa tra i 41 e i 50 anni, in possesso di laurea e di professione imprenditori o liberi professionisti. Per contro, ai proprietari con oltre 65 anni di età, senza titolo di studio di professione operai, fanno capo le abitazioni di minor valore. Queste ultime sono situate con maggior frequenza alle periferie dei piccoli comuni delle regioni meridionali e nelle isole.

Quanto si è detto fa quindi riferimento a chi già possiede un'abitazione, ma quali sono le prospettive per chi al contrario si affaccia sul mercato immobiliare in questi anni di grande richiesta? Per cercare di rispondere a questa domanda, è stato svolto un esercizio al fine di verificare qual è la spesa media che una famiglia "tipo" italiana deve sostenere date le attuali condizioni dei prezzi e di reddito. L'esercizio non tiene conto delle condizioni di offerta, che pure sono rilevanti in un momento in cui gli operatori lamentano un'offerta scarsa e di qualità poco elevata. Si è quindi calcolato, con riferimento a 8 grandi città, lo sforzo finanziario ipotetico che una famiglia composta da tre persone deve sostenere per acquistare una casa di 105 metri quadrati (taglio che le statistiche ufficiali riportano come tipico per questa tipologia di nucleo familiare). Per la famiglia in questione si è ipotizzato un reddito di 30.434 euro l'anno (seguendo le statistiche Banca d'Italia del 2000, le ultime disponibili), lo stesso per tutte le regioni (nonostante vi sia un certo grado di dispersione). Per ognuna delle otto città si è calcolato il prezzo medio delle abitazioni per metro quadrato senza considerare l'ubicazione dell'immobile (centro, intermedio, periferia conto), elementi che pure influiscono considerevolmente sul prezzo. Si è quindi calcolato il prezzo dell'immobile rappresentativo e lo si è rapportato al reddito annuale. In tal modo è stato ricavato un indicatore sintetico (che non tiene conto dell'aumento del costo dell'abitazione che naturalmente si ha quando si ricorre al mutuo o dell'eventuale ricchezza delle famiglie impiegata nell'acquisto). I risultati dell'esercizio sono riportati nella tabella. Roma risulta la città in cui la famiglia media impiega più tempo per divenire proprietaria della casa in cui vive, circa 12 anni, mentre per gli abitanti di Bari questa operazione può essere portata a termine nella metà del tempo.

Il notevole sforzo economico necessario alle famiglie per acquistare una casa porta molti a scegliere la via dell'affitto. Nelle grandi città (con oltre 500.000 abitanti) il 35% degli abitanti vive in case prese in affitto, mentre questa percentuale scende al 14,9% dei centri con meno di 20.000 abitanti. La modalità dell'affitto prevale soprattutto nelle regioni del centro (23,6% contro il 18% del sud e isole) e nelle periferie delle città, l'appartamento privilegiato, infine, è di piccole dimensioni: fino a 60 metri quadrati.

NUMERO DI ANNUALITÀ* DI REDDITO NECESSARIE A UNA FAMIGLIA DI TRE PERSONE PER ACQUISTARE UNA CASA

MILANO	12,13
ROMA	12,25
TORINO	7,16
GENOVA	7,25
BOLOGNA	8,86
FIRENZE	9,43
NAPOLI	8,11
BARI	6,73

* Le annualità sono calcolate con riferimento a un prezzo medio degli immobili per ogni città senza distinzioni tra abitazioni nuove, vecchie e da ristrutturare.

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, Nomisma, ANCE

IL FALSO: UN'INDUSTRIA VERA

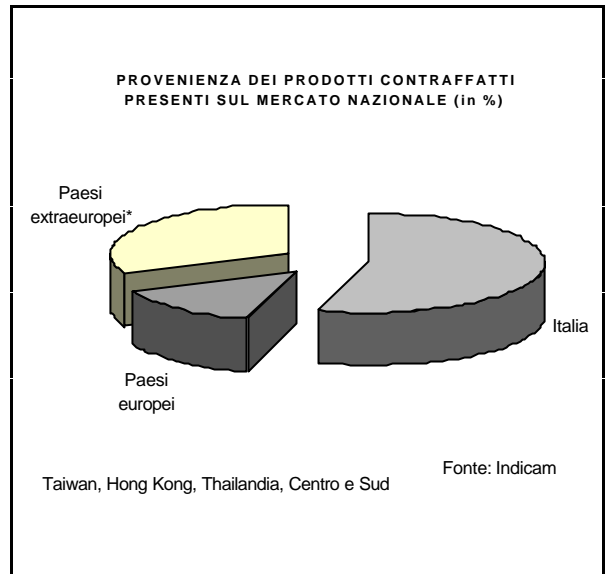
P. Di Falco ☎ 06-47028442 – pulisia.difalco@bnlmail.com

- L'industria del falso è un fenomeno mondiale, un vero e proprio sistema economico parallelo che, tra produzione, distribuzione e vendita al dettaglio, movimentata milioni di dollari all'anno. Grazie anche al progresso tecnologico, oggi si falsifica di tutto: dall'abbigliamento alla pelletteria, dagli accessori ai profumi, dalle video e musicassette ai compact disc e cd-rom, dagli orologi ai gioielli e, aspetto più grave, dai prodotti alimentari, e farmaceutici ai ricambi per autoveicoli e aerei.
- Il 70% circa della produzione mondiale di contraffazioni proviene dal Sud-Est asiatico e il restante 30% dal bacino mediterraneo, dove i paesi "produttori" sono l'Italia, la Spagna, la Turchia, il Marocco. L'Italia ricopre il 3° posto nella classifica mondiale (dopo Corea del Sud e Taiwan) e il 1° in quella europea dei paesi produttori di beni contraffatti. L'Italia è anche prima in Europa come consumatore di "falsi".

Fino agli anni Settanta il fenomeno era contenuto in una dimensione artigianale: i produttori di falsi erano titolari di aziende in crisi che imitavano i prodotti in commercio solo occasionalmente. A partire dagli anni Ottanta si è assistito all'industrializzazione e internazionalizzazione di quest'attività: oggi si tratta di un vero e proprio settore con operatori dedicati e strutture organizzative internazionali estremamente efficienti. Il fenomeno è andato aumentando in maniera esponenziale tra il 1990 e il 2000 quando la contraffazione di prodotti ha registrato un incremento del 1.300%, causando perdite sulle vendite per un ammontare annuo per oltre 100 miliardi di dollari. Si calcola, inoltre, che negli ultimi dieci anni siano andati perduti oltre 250 mila posti di lavoro a causa della contraffazione (in favore del lavoro nero), di cui circa 100.000 nella sola Unione Europea. La quota di merci contraffatte è arrivata a costituire una quota del 5-7% del commercio mondiale, la quale varia sensibilmente da settore a settore: si passa dal 5% degli orologi al 6% dei farmaci, dal 10% dei profumi al 25% dell'audiovideo, fino al 35% del *software*. All'Italia spetta il poco esaltante primato di *leader* europeo della contraffazione, e terzo paese del mondo dopo Corea del Sud e Taiwan, con un giro d'affari stimato tra i 3 e i 5 miliardi di euro.

La straordinaria crescita di questo fenomeno, soprattutto nel sistema moda, è legata ai cambiamenti economici e sociali cui si è assistito negli ultimi anni, tra cui la crescente importanza degli attributi immateriali e delle proprietà intellettuali dei prodotti, la tendenza del consumatore a conciliare prodotto di marca e risparmio, lo sviluppo tecnologico e l'accessibilità delle nuove tecnologie. Una spinta notevole è giunta anche dalla delocalizzazione delle aziende: la ricerca di nuove soluzioni per ridurre ulteriormente i costi produttivi ha portato all'internazionalizzazione del terzismo con relativa esportazione del *know-how*. In questi paesi a minor costo di manodopera, la contraffazione ha raggiunto una qualità talmente elevata da far supporre agli inquirenti un diretto coinvolgimento delle stesse fabbriche che realizzano i capi originali commissionati dalle case produttrici occidentali. Inoltre, la struttura produttiva del sistema moda italiano, estremamente polverizzata e parcellizzata, facilita la produzione del falso e rende più difficile il controllo dei fornitori. I prodotti più sensibili alle contraffazioni sono i vestiti, le borse, gli orologi, i cappelli e gli occhiali da sole, soprattutto se si tratta di *status symbol*. Hong Kong è la fucina dei *falsi made in Italy*. D&G-Dolce & Gabbana, Versace, Prada, Gucci, Fendi sono i marchi più bersagliati in un mercato della contraffazione che in Cina, soltanto per i prodotti tessili e di abbigliamento, è stimato globalmente in 4,5 miliardi di dollari, pari a 4 miliardi di euro. Ma la moda non è la sola produzione interessata dai "falsi". Anzi, il settore maggiormente investito dalla contraffazione è il cinema e audiovideo, seguito dalla pelletteria e calzature e dal tessile casa. Per quanto riguarda la provenienza dei falsi, oltre il 50% dei prodotti viene fabbricato nel nostro paese (il 69% proviene dal Sud ed il restante 31% dalle regioni settentrionali) un altro 31% proviene da Taiwan, Hong Kong, Thailandia, Centro e Sud America e Turchia e un ulteriore 14% dai paesi europei.

Ogni anno in Italia la contraffazione di prodotti video e musicali genera un volume d'affari illecito superiore ai 260 milioni di euro (20% al nord, 30-40% al Sud). Al florido mercato pirata di videocassette si sono aggiunte le smart card (circa 1 milione in circolazione) per la visione senza abbonamento di Stream tv e Telepiù. Per quanto riguarda il *software*, basti pensare che, a fronte di un aumento del 15% registrato nel 2000 dalle vendite di personal computer, quello del *software* è stato solo del 5%. Il 10% di differenza si spiega mediante i *download* di programmi da Internet e con la creazione di *compilation* di programmi copiati o di cd-rom contraffatti distribuiti, poi, tramite punti vendita autorizzati. Il falso ha contaminato anche prodotti che comportano maggior pericolo per i consumatori, come i ricambi per auto e i farmaci. Nel campo dei ricambi si va dalla semplice copia di pezzi e falsificazione di telai e targhe fino alla installazione nel veicolo (senza il consenso del proprietario) di pezzi in grado di ridurne la funzionalità e danneggiare i passeggeri. A tale proposito, si ricordano i falsi cofani della Renault 19 che, progettati per attutire l'impatto in caso di urto, sono stati riprodotti senza rispettare gli standard progettuali originali trasformandosi in lame al momento dell'impatto. O ancora i ferodi dei freni la cui capacità di frenata è stata ridotta, in quelli contraffatti, del 50%. Ancora più allarmante la situazione nel settore farmaceutico dove il mercato del falso ha sviluppato, secondo l'Oms, un fatturato di 7 mld di euro, pari al 7% dei farmaci in circolazione. I falsi medicinali, giungono prevalentemente da Turchia, Cipro, Medio Oriente, Sudamerica e Africa e sono diretti in prevalenza nei paesi in via di sviluppo. Metà dei medicinali acquistati dai paesi poveri nel 2001 risultava alterato nel principio attivo. Nell'alimentare, il danno all'export del settore e all'immagine del *made in Italy* è significativo: il numero di prodotti che evocano specialità italiane è in crescente aumento: il parmesan, i pomodori San Marzano della California, il pecorino romano del Wisconsin, il Chianti argentino. Spesso queste imitazioni si impongono sui mercati stranieri dove i titolari dei marchi contraffatti ostacolano l'ingresso di quelli originali. Nel 18° secolo, in Francia, i contraffattori venivano bolliti vivi. Oggi le strategie per combattere questo *business* planetario passano attraverso la repressione, misure tecnologiche, come le etichette speciali e, soprattutto, l'educazione del consumatore che non sempre è consapevole di commettere un reato acquistando un "falso".



BUONA LA TENUTA DEI CORPORATE BONDS

P. Verduci ☎ 06-47027281 – paola.verduci@bnlmail.com

- La crescita del mercato europeo dei corporate bonds è dovuta principalmente alla vivacità nelle emissioni del settore finanziario e non.
- L'intensa attività di espansione degli anni precedenti ha appesantito la struttura debitoria delle imprese aggravando nel 2001 la loro capacità di credito in un contesto di rallentamento economico e di mancata ripresa dei mercati azionari.
- Per il 2002 ci si aspetta un ulteriore peggioramento dei ratings, sia pure frenato dal miglioramento delle attese sugli utili e dalle favorevoli prospettive di crescita dell'economia.

A febbraio 2002 il mercato dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha continuato a crescere ad un tasso pari all'8,4% a/a, analogo a quello dell'anno precedente con l'euro che si conferma valuta dominante con una quota superiore al 90% del totale.

Anche se il mercato dei titoli di debito è dominato, sia in termini di emissioni (64%) che di consistenze (38,6%), dalle Istituzioni Finanziarie Monetarie (banche centrali, istituti di credito, fondi di mercato monetario), la crescita complessiva è dovuta principalmente al settore privato finanziario e non.

Infatti, nonostante il rallentamento dell'economia registrato nel 2001 e l'ampliamento degli *spreads* per le obbligazioni societarie, tale settore mostra tassi di crescita in continuo aumento. La quota di

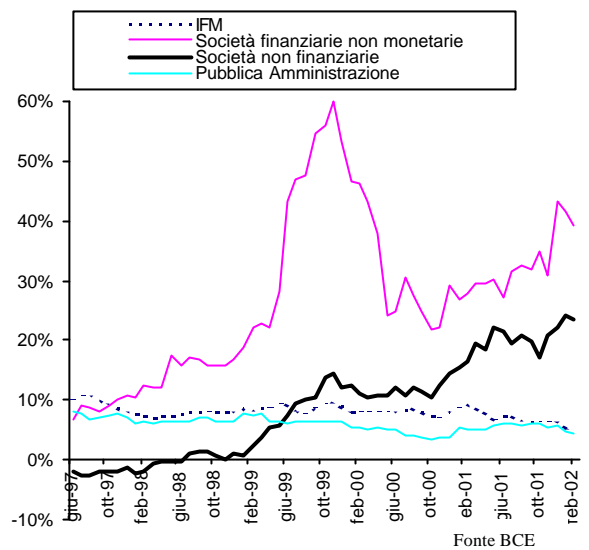
titoli emessi dalle società finanziarie non bancarie e dalle società non finanziarie sul totale delle consistenze è passata dall'8% del febbraio 1999 al 12% del febbraio 2002. L'aumento nel ricorso al finanziamento tramite titoli di debito si giustifica con un'attività di ristrutturazione delle imprese e con una minore appetibilità del mercato azionario quale fonte di finanziamento a causa dell'elevata volatilità e del trend discendente delle quotazioni. Inoltre, le attese di un prossimo aumento dei tassi di interesse stanno inducendo le imprese europee a convertire il debito a lungo termine.

Il 2001 è stato per l'Europa anche l'anno caratterizzato dal più elevato livello di *downgrades* degli ultimi 10 anni, sia in termini numerici che di valore. Nel prendere atto di ciò si deve ovviamente considerare che negli ultimi cinque anni il numero di società dotate di rating si è più che triplicato. L'agenzia di rating Moody's ha effettuato solo per il settore non finanziario ben 123 *downgrades* per un valore complessivo di \$458,2 miliardi contro appena 16 *upgrades* per un valore di \$24,1 miliardi.

Fatta eccezione per la SwissAir, il cui rating è stato ridotto di 13 livelli, il settore più colpito è quello delle telecomunicazioni, caratterizzato da un elevato indebitamento a seguito dell'intensa attività di fusioni e acquisizioni del 2000 e dell'assegnazione delle licenze UMTS, risultata particolarmente onerosa in Germania e Inghilterra. E' proprio il crollo dell'attività di fusioni e acquisizioni, che negli anni precedenti era stata la determinante degli *upgrades*, a rappresentare la motivazione principale dei *downgrades*. Il peggio per gli operatori europei delle telecomunicazioni sembrava passato, ma la revisione del rating della statunitense WorldCom di tre livelli (da Baa2 a Ba2) accresce i timori anche per l'Europa. Con \$28 miliardi emessi, WorldCom è il titolo del settore più diffuso sul mercato dei bonds. A peggiorare le prospettive del settore si aggiunge il declassamento del debito a breve di France Telecom e i risultati peggiori delle attese di Deutsche Telecom. Anche il settore delle utilities statunitensi appare sotto pressione; con un ampliamento degli *spreads* da inizio anno tra i 200 e i 400 *basis points*; nonostante alcuni abbiano ancora il rating di *investment grade*, sono trattati sul mercato a livello di *junk bonds*.

La riduzione dei profitti, comunque, ha comportato solo una leggera riduzione dei tassi di crescita dell'indebitamento sul mercato obbligazionario anche a causa dell'andamento negativo del mercato azionario, che ha determinato il rinvio di numerosi collocamenti. Per il 2002 ci si aspetta un continuo peggioramento della capacità di credito delle imprese, seppur a tassi inferiori a seguito del miglioramento delle attese sugli utili e sulla ripresa economica. Nella seconda parte del 2002 la parte più rilevante delle nuove emissioni dovrebbe provenire soprattutto imprese industriali di alto profilo e con solidi *cash flows*; l'andamento dei volumi dipenderà chiaramente dai tempi e modi in cui si manifesterà la ripresa dell'economia.

Consistenze delle obbligazioni a lungo termine denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro (variazioni % sui dodici mesi)



Fonte BCE

Western European Rating Revisions

Non-Financial Corporations
Number of Actions and Billions of Dollars of Debt Affected by Rating Changes

Fonte Moody's

	Investment-Grade		Speculative-Grade		Total							
	Upgrades	Downgrades	Upgrades	Downgrades	Upgrades	Downgrades						
	#	\$	#	\$	#	\$	#	\$				
1990	1	\$ 1.0	4	\$ 1.1	0	\$ -	2	\$ 1.4	1	\$ 1.0	6	\$ 2.5
1991	3	\$ 2.5	14	\$ 5.2	0	\$ -	2	\$ 0.9	3	\$ 2.5	16	\$ 6.1
1992	1	\$ 0.1	21	\$ 19.2	0	\$ -	2	\$ 1.2	1	\$ 0.1	23	\$ 20.4
1993	2	\$ 1.0	23	\$ 16.2	1	\$ 0.4	3	\$ 2.1	3	\$ 1.4	26	\$ 18.2
1994	1	\$ 2.4	9	\$ 3.2	0	\$ -	2	\$ 1.2	1	\$ 2.4	11	\$ 4.5
1995	9	\$ 12.4	16	\$ 27.2	1	\$ -	1	\$ 0.2	10	\$ 12.4	17	\$ 27.5
1996	8	\$ 11.1	20	\$ 28.4	2	\$ 0.4	1	\$ 0.3	10	\$ 11.4	21	\$ 28.6
1997	9	\$ 17.0	20	\$ 28.7	3	\$ 1.7	1	\$ 0.2	12	\$ 18.6	21	\$ 28.9
1998	6	\$ 9.2	17	\$ 12.0	7	\$ 2.2	12	\$ 4.0	13	\$ 11.4	29	\$ 15.9
1999	17	\$ 11.1	27	\$ 57.2	9	\$ 3.3	16	\$ 3.1	26	\$ 14.4	43	\$ 60.3
2000	8	\$ 13.5	43	\$ 269.1	15	\$ 11.8	12	\$ 4.8	23	\$ 25.3	55	\$ 273.9
2001	11	\$ 22.4	71	\$ 400.6	5	\$ 1.7	52	\$ 57.6	16	\$ 24.1	123	\$ 458.2

ASSICURAZIONI VITA: UN MERCATO IN SALUTE

S.Ambrosetti ☎ 06-4702 8055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

- Il mercato dei prodotti assicurativi vita è il comparto del risparmio gestito che ha fatto registrare negli ultimi anni la dinamica più elevata.
- Le riserve tecniche sono attese in crescita nel triennio 2002-2004 a una media prossima al 20% annuo dopo aver segnato un rallentamento nel 2001.
- Alla scadenza molte polizze a premio unico di durata tra i cinque e i sette anni, sottoscritte all'inizio del boom assicurativo (1997), potrebbero essere reinvestite stimolando ulteriormente la crescita del mercato.
- Resterà importante il peso degli sportelli bancari nella distribuzione di prodotti assicurativi. Nel 2001 le banche hanno raccolto circa il 57% dei premi vita totali.

Dopo anni di mercato in costante ascesa, il 2001 ha posto nuove importanti sfide agli operatori del settore vita per via del verificarsi congiunto di una serie di eventi: andamento negativo dei mercati finanziari, nuova fiscalità, nuovi modelli di offerta.

Da un mercato in cui tutti risultavano vincitori si è passati ad uno composto da vincitori e vinti. Le difficoltà hanno portato a una selezione tra operatori capaci di fronteggiare il mercato con successo e altri che non hanno saputo adeguare prontamente il loro modello di business.

Dopo un primo semestre 2001 difficile il mercato si è ripreso nel secondo semestre, proprio nel momento in cui le difficoltà legate all'11 settembre dominavano i mercati finanziari. L'introduzione delle polizze a capitale garantito ha costituito il volano della ripresa. Le garanzie sul capitale hanno incontrato il favore dei risparmiatori e sostenuto il mercato vita facendo registrare nell'ultimo trimestre dell'anno una crescita nell'ordine del 27% rispetto al corrispondente trimestre del 2000.

La nuova produzione nel 2001 è cresciuta complessivamente del 14% per un ammontare di nuovi premi pari a 35,8 mln. euro. Tra i canali di distribuzione continua a crescere il ruolo delle banche. I premi raccolti dagli sportelli bancari sono passati (v. fig.) dal 20% del totale nel 1995 al 57% nel 2001. Questo processo è stato fortemente correlato a un fenomeno di riallocazione delle attività detenute dai risparmiatori italiani. In un mercato caratterizzato da tassi di interesse decrescenti, specie nel biennio 1997-1999, le banche hanno infatti incentivato i risparmiatori a muoversi da investimenti in titoli di stato verso altre forme di investimento tra cui le polizze vita di tipo linked.

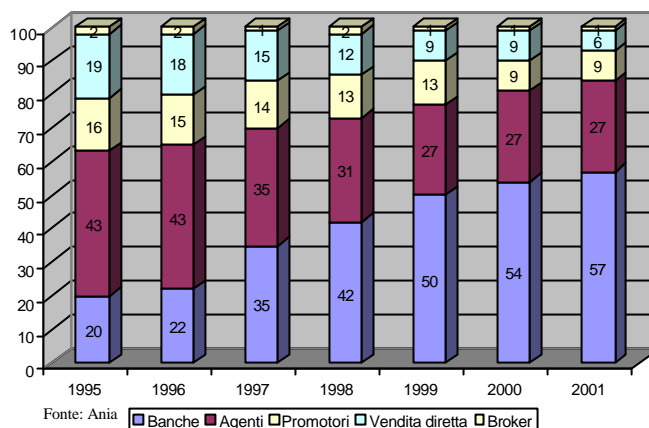
Le prospettive del settore vita per i prossimi anni continuano a essere buone. Il tasso di crescita delle riserve tecniche nel 2001 è stato del 13,9%, più contenuto rispetto agli anni precedenti, ma di gran lunga superiore rispetto agli altri comparti del risparmio gestito. La crescita media nel triennio 2002-2004 sarà prossima al 20%, per il 2002 si prevede un tasso del 19%.

Tra i diversi prodotti, continuerà ad essere sostenuto l'interesse per le polizze a capitale garantito fintanto che la ripresa dei mercati non sarà consolidata. Si prevede inoltre lungo l'orizzonte di previsione un ritorno di interesse per le polizze a contenuto finanziario e una maggior diffusione di quelle a contenuto assicurativo/previdenziale.

Nel triennio 2002-2004 ulteriori stimoli al mercato potrebbero provenire da:

1. Il reinvestimento di molte polizze a premio unico di durata tra i cinque e i sette anni, sottoscritte all'inizio del boom assicurativo (1997) e prossime alla scadenza.
2. Il completamento della riforma pensionistica. La destinazione del Tfr a schemi previdenziali collettivi, creerà il secondo pilastro della previdenza. Una volta completato il secondo pilastro i lavoratori potranno dedurre ulteriori contributi dal proprio reddito per sottoscrivere prodotti previdenziali integrativi (fondi pensione o polizze vita) formando il cosiddetto terzo pilastro della previdenza. Secondo alcune stime di settore, a regime, il 20%-30% dei flussi annuali di Tfr potrebbero essere destinati alle polizze vita, creando le premesse per un buon andamento del mercato anche negli anni a venire.

PREMI PER CANALI DI VENDITA 1995-2001



PREVISIONI DI CRESCITA DEL MERCATO VITA 2002-2004

Riserve vita	2001	2002	2003	2004
Patrimonio	190,0	226,1	273,6	329,4
Var. % annue patrimonio	13,9%	19,0%	20,1%	20,4%

LA BOLLA DEGLI UTILI FANTASMA

G. Pedone ☎ 06-4702 7055
 giovanni.pedone@bnlmail.com

Dopo i vani tentativi di ripresa della scorsa ottava ed una breve escursione verso le più facili resistenze, i listini internazionali sono costretti ad adeguarsi alla legge dei fondamentali, che riporta gli indici a ridosso dei supporti chiave più volte testati.

Con la pretestuosa complicità dei rinnovati timori di attentati terroristici i grandi fondi d'investimento approfittano così del pesante *downgrade* da parte di Goldman Sachs su un settore così nodale come quello dei *microchip* per alleggerire posizioni non solo tecnologiche.

Il mercato azionario deve confrontarsi da tempo con multipli eccessivi e valutazioni ormai "scompenstate", drogate da anomalie profonde nelle procedure di analisi. Negli ultimi dodici mesi, a fronte dell'importante cedimento subito dagli indici azionari, il livello di *price earning* avrebbe dovuto seguire le orme ribassiste dei relativi listini e mostrare quindi chiari segni di decelerazione.

Invece, l'andamento del parametro si rivela in forte ascesa (cfr. primo grafico), addirittura diametralmente opposto al sottostante, e tale quindi da incorporare stime di utili elevatissime, difficilmente riscontrabili nell'attuale congiuntura aziendale. Solo la presenza prolungata di un tasso di crescita esponenziale dei profitti potrebbe infatti giustificare un simile *ratio*.

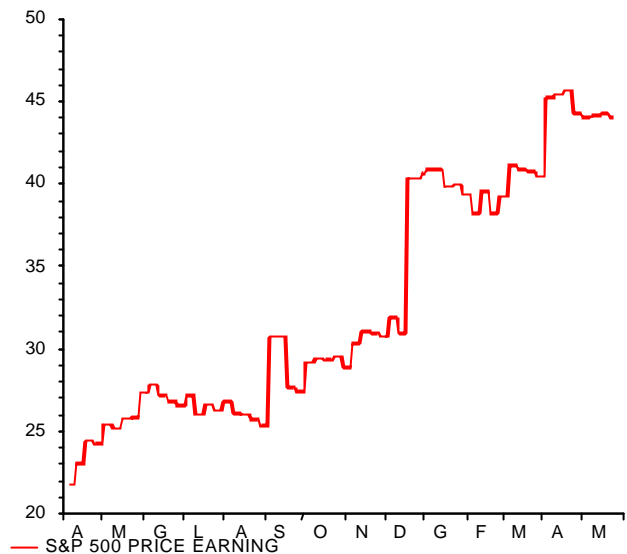
Lo *screening* dell'analisi reddituale è di maggiore impatto per i settori dallo spiccato taglio tecnologico, come i TMT, dove è ancor più scarsa, e a volte persino inesistente, la visibilità degli utili. All'anemia patrimoniale dei telefonici si deve infatti aggiungere anche il peso di una deludente raccolta pubblicitaria per i *media*.

Per questo, i panieri ad alto contenuto *high-tech*, come il Nasdaq, esprimono valori quasi sempre triplicati rispetto agli indici ciclici ed industriali, come il Dow Jones. Comunque, per scovare multipli alterati in questa fase del ciclo non è necessario concentrarsi sui listini tecnologici, ma è sufficiente allargare lo sguardo ad indicatori più imparziali.

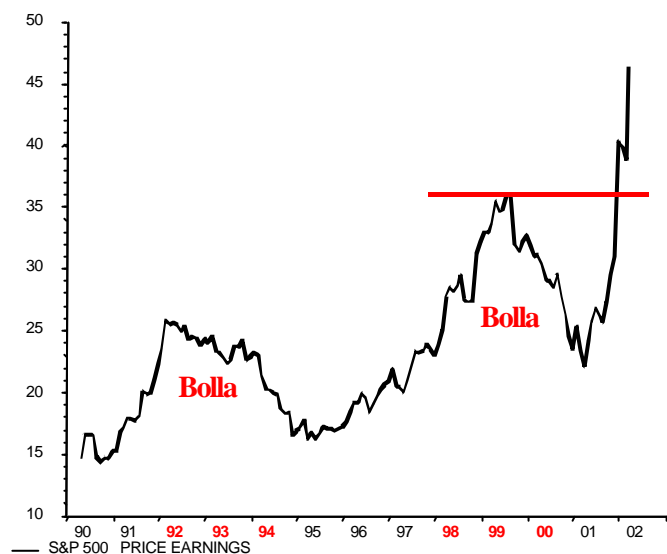
L'indice più equilibrato e rappresentativo - lo Standard & Poor's 500 - con un P/e corrente di oltre 44 viaggia ben al di sopra della media storica (19,3) e soprattutto dei valori pre-bolla (*top* a 36,5).

Quindici mesi di ribassi sui mercati azionari mondiali non hanno quindi scalfito l'ostinata ascesa del P/e e contribuiscono piuttosto a rafforzarne il paradosso. L'analisi viene confermata anche assumendo che la discesa dei tassi d'interesse di lungo periodo da una parte e il contenimento delle pressioni inflazionistiche dall'altra, agevolino il processo di distorsione e giustifichino valori di P/e non costanti ma crescenti nel tempo.

Un anno di P/e: trend inarrestabile



S&P 500: P/e da bolla



Wall Street: analogie con la crisi '87



Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, NYSE.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 28/5 AL 3/6)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 28	Stati Uniti: incontro NATO-Russia (intervento del Presidente Bush)
Giovedì 30	Italia: la Banca d'Italia pubblica la Relazione Annuale

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
--------	-------	-------------	---------	------------	------------

UNIONE EUROPEA

Martedì 28	Area Euro	Vendite al dettaglio	marzo	0,5% m/m;1,3% a/a	0,2% m/m;1,8% a/a
Mercoledì 29	Francia	Indice di fiducia delle imprese	maggio	97,0	99,0
	Spagna	Pil (reale ds)	I tr. 02	0,2% t/t;2,3% a/a	0,4% t/t;2,1% a/a
Giovedì 30	Italia	Prezzi al consumo (prel.)(NIC incl.tab.)	maggio	0,3% m/m;2,4% a/a	0,2% t/t;2,3% a/a
		Prezzi al consumo armonizzati	maggio	0,7% m/m;2,5% a/a	0,3% m/m;2,4% a/a
	Area Euro	Bilancia partite correnti	marzo	2,1 mld di euro	1,5 mld di euro
	Italia	Prezzi alla produzione	aprile	0,1% m/m;-1,3% a/a	0,4% m/m;-1,1% a/a
30-31	Regno Unito	Crediti al consumo	aprile	£ 1451 mld	£ 1817 mld
	Area Euro	Pil (1 st.)	I tr. 02	-0,2% t/t;0,6% a/a	0,3% t/t;0,4% a/a
Venerdì 31	Germania	Dettagli settoriali dell'IFO	maggio	-5,6%	-2,5%
	Francia	Tasso di disoccupazione	aprile	9,1%	9,1%
		Prezzi alla produzione	aprile	0,7% m/m;-0,7% a/a	0,3% m/m;-0,7% a/a
	Italia	Retribuzioni contrattuali	aprile	0,5% m/m;3,2% a/a	0,1% m/m;2,5% a/a
	Area Euro	M3 a/a ☺	aprile	7,3% a/a	7,1% a/a
	M3 (media ultimi 3 mesi) ☺	aprile	7,5% m/m	7,3% m/m	
		Prezzi al consumo armonizzati (flash) ☺	maggio	0,5% m/m;2,4% a/a	0,2% m/m;2,0% a/a

STATI UNITI GIAPPONE

Martedì 28	Stati Uniti	Redditi delle famiglie	aprile	0,4% m/m	0,2% m/m	
		Spese delle famiglie	aprile	0,4% m/m	0,7% m/m	
		Vendita unità abitative esistenti	aprile	5,4 mln	5,3 mln	
		Indice di fiducia dei consumatori	maggio	108,8	110,5	
Mercoledì 29	Giappone	Produzione industriale (prel.)	aprile	0,8% m/m	0,6% m/m	
Giovedì 30	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	25 maggio	416.000	410.000	
Venerdì 31	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	marzo	-1,2% a/a	-1,2% a/a	
		Prezzi al consumo (Tokyo)	aprile	-1,3% a/a	-1,1% a/a	
		Tasso di disoccupazione	febbraio	5,2%	5,2%	
			Nuovi cantieri	aprile	-6,2% a/a	-4,1% a/a
			Ordini alle costruzioni	aprile	-12,9% a/a	-13,0% a/a
	Stati Uniti	Costo unitario del lavoro (finale)	I tr. 02	-5,4%	-5,5%	
		Produttività (non agricola) (finale)	I tr. 02	8,6%	8,7%	
		Ordini all'industria	aprile	0,4% m/m	0,7% m/m	
			Indice di fiducia Università Michigan	maggio	96	96
		PMI (Chicago) ☺	maggio	54,7	54,5	