

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

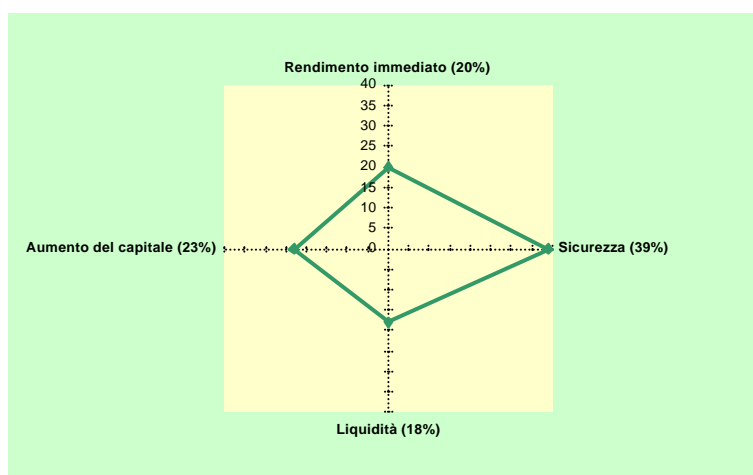
5 dicembre 2002
n. 22 - 2002

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

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

Il diamante del risparmio (1982-2002)



Determinanti primarie delle decisioni di risparmio
Fonte: Rapporto BNL-Centro Einaudi

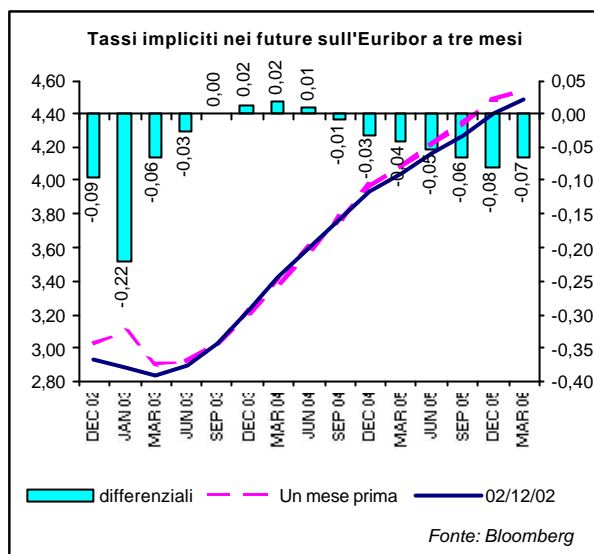
- ✓ La globalizzazione delle economie avanza, ma le propensioni al risparmio continuano ad essere significativamente differenziate sulla scena mondiale. Le diversità discendono da una pluralità di fattori di ordine sia congiunturale sia strutturale. Seppur muovendo da livelli diversi tra i singoli paesi, in quasi tutto il Mondo la propensione al risparmio denuncia segni di risalita o, quantomeno, non scende.
- ✓ A diverse propensioni al risparmio corrispondono diverse "propensioni" al deposito bancario. L'Italia, ad esempio, registra un rapporto tra depositi bancari e PIL significativamente inferiore alla media rilevata nell'area dell'Euro. Nel nostro paese l'ammontare dei depositi non supera il 60% del prodotto nazionale lordo contro il 100% della media di Eurolandia.

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, i dati economici usciti dopo il taglio della Fed del 6 novembre sono stati in prevalenza migliori delle attese. La tenuta delle spese per consumo delle famiglie (+0,4% m/m in ottobre) e il calo delle richieste di sussidi di disoccupazione hanno allontanato i timori di una ricaduta in recessione. Questa impressione viene confermata dall'aumento degli ordinativi di beni durevoli saliti in ottobre del 2,8% m/m. L'Ism di novembre è restato tuttavia sotto quota 50 (49,2). Gli Usa stanno imboccando la strada di uno sviluppo moderato, che potrebbe accelerare nella seconda metà del 2003. Nel trimestre in corso, la crescita del Pil è attesa molto modesta (intorno allo 0,5% t/t annualizzato). In media d'anno il Pil dovrebbe aumentare del 2,4% nel 2002 e del 2,5% nel 2003, mantenendosi al di sotto del potenziale di sviluppo non inflazionistico del paese. Gli squilibri accumulati nella seconda metà degli anni novanta, tra cui i sovra-investimenti delle imprese, l'elevato indebitamento delle famiglie e il basso tasso di risparmio, contribuiscono a frenare la ripresa. Con l'allontanarsi dei pericoli di deflazione e in presenza di una bassa crescita, la Fed dovrebbe mantenere i tassi di interesse invariati per buona parte del prossimo anno.



- Dai dati preliminari dei principali paesi di Eurolandia emerge che la crescita economica di luglio-settembre è in moderato rallentamento rispetto ai due trimestri precedenti, con un incremento congiunturale nell'ordine dello 0,3%. Inoltre, i principali indici anticipatori puntano a una situazione di stallo nei prossimi mesi. In settimana, si sono susseguiti l'Ifo tedesco di novembre in moderato calo a 87,3; l'indice di fiducia della Commissione europea che in novembre è sceso a 98,6 da 98,9, segnando il livello più basso da cinque anni (giugno 1997); il Pmi del settore manifatturiero di novembre a 49,5 che, pur essendo in leggera risalita rispetto al mese prima (49,14), rimane sotto il livello di 50 considerato lo spartiacque tra espansione e contrazione dell'economia. Le vendite al dettaglio di settembre sono calate pesantemente del 2,1% m/m, pari allo 0,5% a/a. Alla persistente debolezza economica si è sommato il primo segnale di raffreddamento dell'indice dei prezzi che in novembre è sceso al 2,2% secondo le stime preliminari di Eurostat. Questo sarà probabilmente l'elemento decisivo che concorrerà a ricomporre le diverse anime del Consiglio direttivo della Bce in favore di un taglio dei saggi guida al meeting del 5 dicembre. Il mercato attribuisce maggiore probabilità a una riduzione di 25 centesimi del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale. Questa ipotesi sembra la più verosimile. Infatti, quando la Bce taglia di 50 centesimi in genere vuol segnalare al mercato che non intende andare oltre questa misura nel prevedibile futuro. Questo messaggio potrebbe essere tatticamente controproducente in un momento che il Bollettino economico definisce di grande "incertezza sul vigore dell'attesa ripresa". Il fattore incertezza potrebbe suggerire alla Bce di non dare per scontata la fine della manovra monetaria espansiva, mantenendo vive le aspettative di ulteriori tagli dei saggi guida così da indurre il mercato ad anticiparli nei prezzi, anticipando anche parte del lavoro dei banchieri centrali.
- Dopo tre trimestri di crescita, il Giappone potrebbe chiudere il IV° trimestre del 2002 con una contrazione congiunturale del Pil. Segnali sfavorevoli vengono dal calo in ottobre della produzione industriale (-0,3% m/m) e dal crollo delle vendite al dettaglio (-2% m/m). Il sostegno dei consumi viene meno a causa dello sfavorevole andamento delle retribuzioni e dell'occupazione (il tasso di disoccupazione è a un massimo del 5,5%). Le esportazioni risentono del rallentamento della domanda estera. La manovra correttiva del governo a sostegno dell'economia (circa \$40 mld) potrebbe non fronteggiare l'aumento della disoccupazione e dei fallimenti derivanti dal risanamento del sistema bancario. La Banca del Giappone ha mantenuto i tassi vicino allo zero, immesso ulteriore liquidità innalzando i fondi liquidi a disposizione delle banche e incrementando gli acquisti mensili di titoli pubblici. Il deprezzamento dello yen in atto da metà novembre sosterrà la ripresa.

Previsioni	dato storico 03/12/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	125	126	124	126	127
dollaro-euro	0,996	1,000	0,999	0,995	0,993
yen-euro	124	126	124	125	126
sterlina-euro	0,637	0,639	0,641	0,644	0,646
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,45	1,45	1,48	1,50	1,95
euro	3,02	3,02	3,05	3,10	3,30
yen	0,02	0,05	0,05	0,07	0,09
sterlina	4,02	4,08	4,10	4,30	4,75
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,18	4,22	4,25	4,50	5,15
Germania	4,47	4,50	4,60	4,80	5,20
Giappone	1,03	1,05	1,15	1,25	1,35
Italia	4,69	4,72	4,82	5,02	5,40
Gran Bretagna	4,67	4,66	4,74	4,93	5,40

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
2001	107,2	107,5	108,1	108,8	109,3	109,5	109,2	109,1	109,4	109,5	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,8	111,4	111,5	111,5	111,3	111,4	111,7	112,0	111,9	112,0	111,3
2003	112,3	112,4	112,9	113,3	113,5	113,6	113,5	113,6	114	114,2	114,1	114,2	113,5
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,5	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2	2,2	2,2
2003	2,0	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,8	103,9	102,6
2003	104,0	103,5	103,7	104,3	104,8	104,9	104,7	104,5	104,8	105,4	105,6	105,7	104,7
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,2	0,1	0,2
2003	0,1	-0,5	0,2	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8	2,6
2003	2,9	2,7	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,6	1,7	1,7	1,7	2,0

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
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	118,8	119,0	119,3	119,6	120,0	120,1	118,8
2003	120,3	120,5	120,6	120,8	121,0	121,1	121,2	121,3	121,4	121,8	122,0	122,1	121,2
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,5	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – cristiana.mazio@bnlmail.com (per Usa)

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com (per Euro-12)

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com (per Italia)

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	1,0	0,1	0,6	0,7	0,9	1,0
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	4,0	0,6	2,3	2,7	3,7	3,9
var.% anno su anno	0,3	2,4	2,5	1,4	2,2	3,2	2,7	2,0	2,4	2,3	3,2

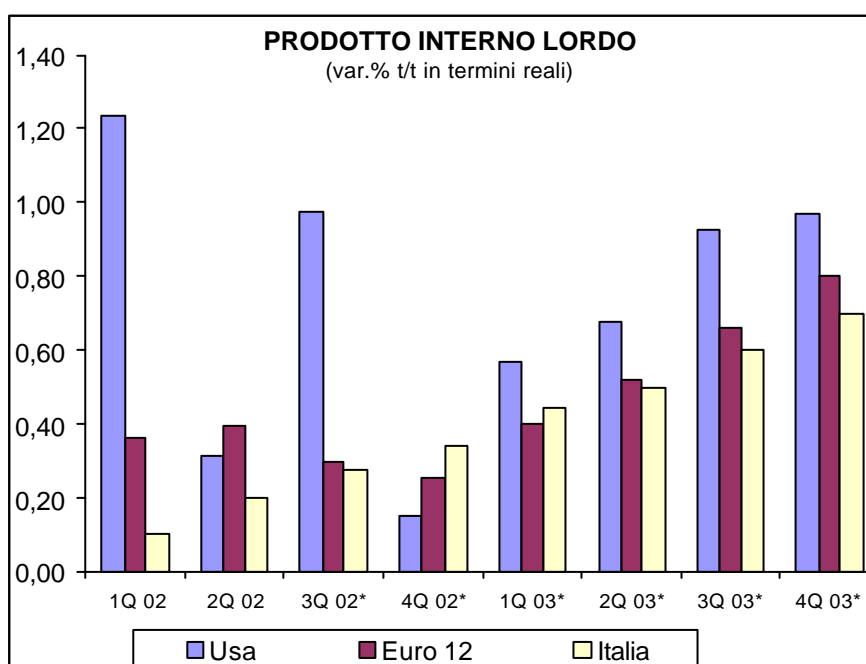
AREA EURO

	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8
var.% trim su trim annualizzato				1,4	1,6	1,2	1,0	1,6	2,1	2,7	3,2
var.% anno su anno	1,5	0,8	1,8	0,3	0,7	0,8	1,3	1,3	1,5	1,8	2,4

ITALIA

	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
var.% trim su trim annualizzato				0,4	0,8	1,1	1,4	1,8	2,0	2,4	2,8
var.% anno su anno	1,8	0,4	1,8	0,0	0,2	0,4	1,0	1,3	1,6	1,9	2,3

PIL 2001 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218



PIÙ CICALI CHE FORMICHE FRA LE FAMIGLIE USA

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

- Sul finire del 2001 il tasso di risparmio delle famiglie è iniziato a salire, fino a portarsi al 4,2% del reddito disponibile nell'ottobre scorso dallo 0,3% di un anno prima.
- Il rialzo è stato intenso ma il livello raggiunto resta modesto.
- A partire dal 2000, il calo del patrimonio netto delle famiglie, il primo nella storia, ha influito moderatamente sulla loro propensione al risparmio perché ha corretto solo in minima parte il cospicuo rialzo del patrimonio dei 5 anni precedenti.
- A mitigare il crollo del valore del portafoglio azionario ha contribuito l'aumento della ricchezza immobiliare.
- Negli ultimi tre anni le famiglie americane hanno spostato parte dei loro risparmi dall'azionario ai depositi bancari, saliti dall'11,6% della ricchezza finanziaria nel 1999 al 15,8% nel giugno scorso.

La recessione economica, lo sgonfiamento della bolla sull'azionario, oltre all'elevato indebitamento e alla particolare configurazione della ricchezza finanziaria delle famiglie costituivano le premesse per una significativa ripresa della propensione al risparmio negli Stati Uniti. Nel 2001 il tasso di risparmio delle famiglie è invece continuato a scendere fino a raggiungere un minimo dello 0,3% all'indomani degli attentati terroristici dell'11 settembre, risultando così il più basso dall'epoca della Grande Depressione. Sul finire del 2001 il tasso ha finalmente cominciato a salire fino a portarsi al 4,2% nell'ottobre scorso. Il rialzo è stato intenso, ma il livello raggiunto resta storicamente molto modesto e notevolmente inferiore alla media della prima metà degli anni novanta (7,3%), prima del boom del mercato azionario.

Il recente rialzo della propensione al risparmio è in gran parte dovuto agli ingenti sgravi fiscali dell'Amministrazione Bush che, assieme al buon andamento della produttività, hanno permesso un'elevata crescita del reddito reale disponibile delle famiglie, favorendo contemporaneamente la tenuta dei consumi e la crescita del risparmio. Il tasso di risparmio degli americani in realtà è più elevato di quello che sembra, se si tiene conto che dal calcolo del risparmio personale vengono esclusi gli ingenti contributi che i lavoratori americani versano nei fondi pensione aziendali e personali. Tuttavia, il trend di lungo periodo è quello di una decisa riduzione del tasso di risparmio. Questo fenomeno è strutturale, oltre che ciclico, perché riflette il processo di disinflazione e lo sviluppo e la liberalizzazione dei mercati finanziari degli ultimi vent'anni, che facilitano

l'indebitamento e riducono la necessità di risparmiare. Tuttavia, il marcato calo del tasso di risparmio registrato tra la fine del 1994 e il dicembre del 1999 (-5 punti percentuali, dal 6,6% all'1,6%) si riconduce soprattutto all'"effetto ricchezza" derivante dalla forte crescita del patrimonio delle famiglie. Alla fine del 1999, la ricchezza complessiva delle famiglie, al netto dell'indebitamento, ha infatti toccato un massimo storico di \$42,4 mila miliardi, equivalente a 6,4 volte il reddito disponibile. È stato determinante il consistente aumento di valore del portafoglio azionario che nel 1998 e nel 1999 ha superato il valore della proprietà immobiliare.

Con lo sgonfiamento della bolla sull'azionario, che tra la fine del 1999 e il giugno del 2002 ha provocato un crollo del 34% circa del valore delle azioni detenute dalle famiglie, sia direttamente (-45%) sia attraverso il risparmio gestito (-23%), il patrimonio delle famiglie ha registrato un calo per la prima volta nella storia, scendendo nel giugno del 2002 a \$40,1 mila miliardi (5,1 volte il reddito disponibile). Tuttavia, questo fenomeno ha solo in parte influito sui consumi e, di converso, sulla propensione al risparmio delle famiglie, perché la riduzione del patrimonio ha corretto solo in minima parte il suo cospicuo rialzo dei cinque anni precedenti. L'"effetto ricchezza" negativo dovuto al calo delle quotazioni azionarie è stato in gran parte mitigato dal continuo marcato rialzo del valore della proprietà immobiliare. Tra la fine del 1999 e il giugno del 2002 l'aumento del valore degli immobili (+\$2.728 mld) ha in buona parte compensato il calo della ricchezza finanziaria delle famiglie (-\$4.080 mld). La diversa distribuzione della ricchezza finanziaria rispetto alla ricchezza reale ha, a sua volta, calmierato gli effetti negativi sui consumi e frenato la ricostituzione del risparmio nonostante le maggiori incertezze sull'andamento dell'economia. La proprietà immobiliare è infatti maggiormente diffusa: mentre il 50% circa delle famiglie possiede azioni sia direttamente sia attraverso il risparmio gestito, il 67,8% è proprietaria di un'abitazione. La ricchezza azionaria è inoltre concentrata nelle fasce di reddito più elevato, dove le perdite si riflettono con maggiore lentezza sulle decisioni di consumo e di risparmio. Si tratta in particolare di "baby boomers" con età compresa tra i 45 e i 54 anni, di razza bianca, con livelli di istruzione medio alta. Inoltre, il bassissimo livello dei tassi sui mutui ipotecari, favorito da una politica monetaria molto espansiva, e l'aumento del valore delle case di proprietà hanno consentito alle famiglie di rinegoziare i mutui, ottenere nuovi finanziamenti e mantenere così pressoché invariato il tenore di vita degli anni precedenti, allontanando quelle preoccupazioni che avrebbero potuto portare a un forte aumento del tasso di risparmio.

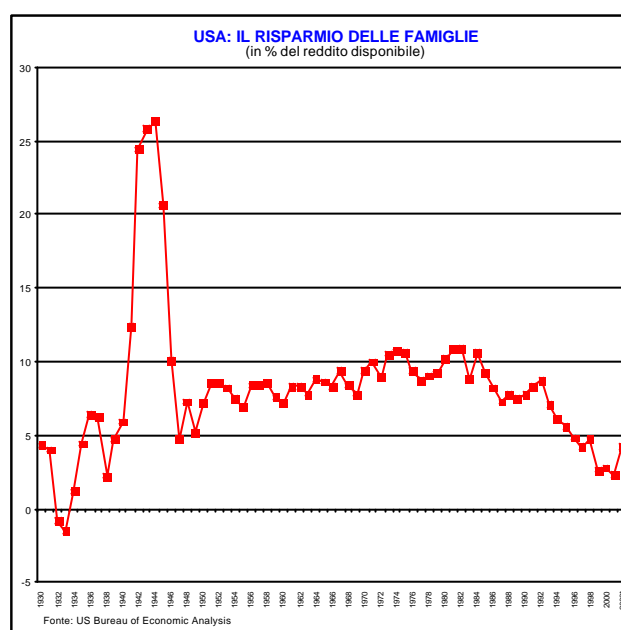
La ricomposizione della ricchezza finanziaria registrata negli ultimi tre anni riduce il grado di rischiosità degli investimenti delle famiglie. Dopo aver destinato una parte crescente del risparmio ad investimenti sull'azionario, la quota detenuta in azioni è scesa da un massimo del 49% del totale delle attività finanziarie nel 1999 al 38% circa nel giugno di quest'anno. Allo stesso tempo sono aumentati gli investimenti in obbligazioni (dal 3,9% al 5,2%) e soprattutto i depositi bancari saliti da un minimo dell'11,6% al 15,8%.

USA: LA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

	1990	1995	1999	2000	2001	giu-02	giu-02
	in % del totale						mld di \$
Tot.attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	31.009
Depositi bancari	22,0	15,3	11,6	13,1	14,9	15,8	4.895
Titoli di Stato	3,7	4,3	3,4	3,0	2,6	2,5	764
-Tesoro	3,3	3,8	2,4	1,9	1,8	1,6	511
-Agenzie gov.	0,4	0,5	1,0	1,1	0,8	0,8	253
Obbligazioni	6,3	4,6	3,9	4,1	4,5	5,2	1.601
Azioni	12,0	19,1	26,0	22,0	18,8	16,2	5.035
Fondi comuni	3,1	5,4	8,9	9,1	9,1	9,2	2.840
Polizze vita	2,6	2,6	2,2	2,4	2,7	2,9	915
Fondi pensione	22,8	26,2	25,8	26,7	26,8	26,9	8.349
Gestioni fiduciarie	3,7	3,7	3,2	3,0	2,8	2,7	842
Partecipazioni	21,4	16,6	13,0	14,1	15,1	16,0	4.972
Altre attività	2,4	2,2	2,1	2,4	2,7	2,6	799
Per memoria: tot azioni (*)	21,1	35,2	49,2	45,0	40,1	n.d.	n.d.

(*) - Totale azioni detenute sia direttamente sia attraverso il risparmio gestito, pari a \$12.990 mld a fine 2001.

Fonte: Federal Reserve

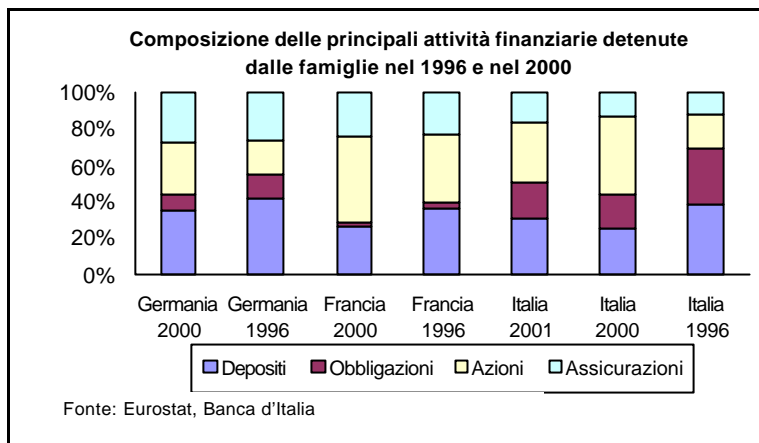


Fonte: US Bureau of Economic Analysis

AD OGNI PAESE IL SUO PORTAFOGLIO

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

- La ricchezza delle famiglie è aumentata in misura consistente dalla seconda metà degli anni '90 anche grazie allo sviluppo dei mercati finanziari.
- Nell'area dell'euro, a differenza di quanto accade negli Stati Uniti e nel Regno Unito, i consumi non risultano strettamente legati all'andamento dei corsi azionari sia per il diverso rapporto fra ricchezza e consumo, sia per la quota di ricchezza detenuta sotto forma di azioni.



La struttura finanziaria dei paesi dell'area dell'euro appare profondamente modificata rispetto alla metà degli anni '90. Con un portafoglio di attività finanziarie pari a 13.000 miliardi di euro, le famiglie dell'area dell'euro detengono a fine 2000 attività pari a più del doppio del PIL dell'area. A livello nazionale la percentuale varia notevolmente, da un minimo del 135% dell'Austria al 227% per l'Italia e fino ad un massimo del 314% del Belgio.

Nel 1996 nell'area dell'euro i depositi costituivano lo strumento finanziario più rilevante (37%), seguito dalle azioni (25%) dalle riserve assicurative (22%) e dalle obbligazioni (13%). Ma nel 2000 la quota investita in azioni (37%) ha superato la quota dei depositi (29%).

Se analizziamo i dati per paese non riscontriamo un'omogenea allocazione delle risorse. Nel 2000 l'Italia mostrava il più elevato aumento nell'investimento in azioni. Lo stesso trend, seppure con variazioni minori, si è avuto in Francia ed in Germania. Il Regno Unito, ha mantenuto pressoché invariata la composizione delle attività con quasi il 50% delle attività finanziarie detenute sotto forma di riserve tecniche; ciò si spiega prevalentemente con l'elevato sviluppo raggiunto dal mercato dei capitali.

Rispetto agli anni '90 la quota di azioni nei portafogli delle famiglie è dunque in crescita in tutti i paesi, grazie soprattutto allo sviluppo dei fondi comuni d'investimento e ai rialzi dei mercati finanziari degli anni precedenti.

Nell'area dell'euro, a differenza degli Stati Uniti, i consumi non appaiono così strettamente legati alle variazioni dei prezzi azionari. Come confermano stime della Banca d'Italia nel nostro paese solo una quota compresa tra l'1 e il 2 per cento dell'incremento di ricchezza finanziaria viene destinata a maggiori consumi, contro valori negli Stati Uniti compresi tra il 3 ed il 6 per cento.

A risultati simili giungono gli esperti del Fondo monetario internazionale, i quali, considerando il crollo delle borse tra marzo e settembre 2002 registrato negli Stati Uniti (23%) e nell'area dell'euro (20%), hanno stimato che tali flessioni potrebbero causare in due anni una riduzione dell'1% della spesa degli americani contro uno 0,25% per l'area dell'euro. Inoltre la propensione marginale al consumo rispetto al totale della ricchezza finanziaria è pari al 4% negli Stati Uniti ed all'1% nell'area dell'euro.

Ciò che più rileva nella determinazione dell'effetto ricchezza è dunque il rapporto fra ricchezza e consumo e la quota della stessa detenuta sotto forma di azioni. Infatti in Francia, Germania ed Italia l'effetto ricchezza è simile in quanto le percentuali di attività finanziarie detenute sotto forma di azioni (comprese tra il 15% ed il 20%) sono di gran lunga inferiori a quelle inglesi (42%) e a quelle statunitensi. A conferma di ciò in altri paesi europei, dove tali percentuali risultano più elevate, quali l'Olanda (30%) e la Svezia (43%), l'effetto ricchezza sembra più rilevante.

In Italia l'effetto ricchezza viene mitigato sia dal limitato peso delle attività finanziarie sulla ricchezza complessiva, pari al 23,1% nel 2000 contro il 62,2 detenuto sotto forma di immobili, sia dalla scarsa diffusione del possesso azionario. Infatti, come si rileva dal Bollettino economico della Banca d'Italia, il peso delle azioni sulle attività finanziarie delle famiglie, aumentato nella seconda metà degli anni novanta, a giugno di quest'anno è sceso al 16,7% (23,7% a giugno 2001).

Inoltre, diversamente dai paesi finanziariamente più evoluti, in Italia le famiglie detentrici di azioni sono quasi totalmente concentrate nella fascia di reddito più elevata, la cui spesa per consumi risente in misura inferiore delle variazioni della ricchezza.

PROPENSIONE AL RISPARMIO, PROPENSIONE AL DEPOSITO

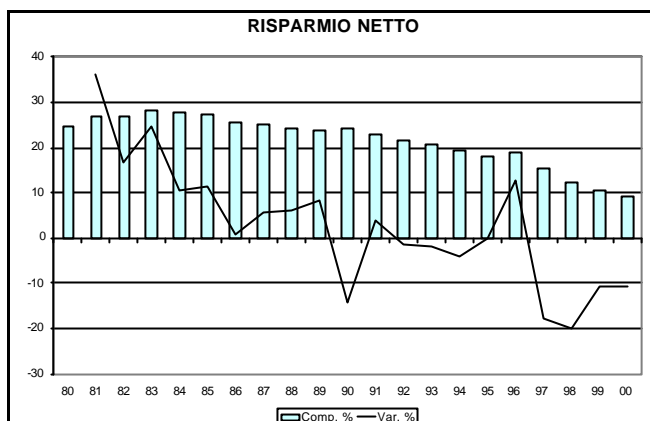
C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

- La quota dei risparmi degli italiani si è quasi dimezzata nell'arco degli ultimi venti anni. Era il 28,4% nel 1983 è prevista dall'Ocse al 15,8% nel 2002.
- L'allocazione del risparmio si è differenziata nei decenni secondo le varie fasi congiunturali.
- In ottobre il valore della capitalizzazione di borsa (450 mld.) è risultato inferiore all'ammontare dei depositi (654 mld.). Vengono preferiti strumenti liquidi o a rendimento garantito.

Lo sviluppo delle banche ebbe origine già nel tardo Medio Evo con il principale compito di provvedere alla "custodia delle ricchezze" tanto che la prima denominazione fu quella di "banchi di deposito e giro". In Italia l'articolo 47 della Costituzione prevede l'incoraggiamento e la tutela del risparmio in tutte le sue forme. In effetti gli italiani sono da sempre tra i popoli più virtuosi per la loro capacità di sottrarre una parte del proprio reddito ai consumi, contendendosi la prima posizione con i giapponesi.

Nel 1980 la quota di reddito risparmiata arrivava ad essere circa un quarto di quello netto disponibile e nel 1983 si è registrata la percentuale più alta degli ultimi venti anni: 28,4%. Da allora è iniziata una lenta erosione che ha delineato il concomitante cambiamento nelle abitudini degli italiani ovvero la maggiore propensione al consumo. In poco più di venti anni quindi il livello si è quasi dimezzato ma il decadimento più rapido si è avuto negli ultimi cinque anni. Nello stesso periodo anche i tassi di crescita tendenziali hanno segnato dinamiche fortemente negative. Recenti previsioni compiute dall'Ocse però indicano la possibilità che il tasso di risparmio possa tornare a crescere e presentano per il prossimo biennio un saggio superiore al 16%, dopo aver toccato un punto di minimo nel 2000.

Negli anni si sono differenziate le modalità di allocazione del risparmio. Gli anni (e i redditi) relativi al dopoguerra furono dedicati alla ricostruzione e le prime somme destinate al risparmio si riferiscono agli anni '60. La banca e gli uffici postali avevano l'esclusiva della raccolta delle attività finanziarie e i prodotti offerti erano limitati al deposito in conto oppure alle cartelle fondiarie. D'altra parte anche le esigenze della clientela non erano particolarmente sofisticate: anzi il rapporto con la banca o la posta costituiva già un approccio "evoluto" in considerazione della cultura fino ad allora dominante della conservazione del risparmio "sotto il materasso". Gli anni '70 furono contraddistinti da una inflazione galoppante che rischiava di erodere rapidamente i risparmi se non opportunamente remunerati. Sono gli anni dei tassi a due cifre: inflazione e tassi di rendimento al 20%. L'attenzione si sposta verso i beni rifugio alternativi, come le prime e le seconde case, che sono in grado di garantire un rendimento reale positivo. Nascono e si diffondono i titoli del debito pubblico, in particolare quelli a tassi indicizzati. Grazie ad essi le maxi emissioni di obbligazioni dello Stato riscuotono successi mentre la Borsa rimane un ambiente riservato a pochi operatori. Nel 1983 vengono istituiti i primi fondi comuni di investimento italiani e si delineano le prime forme di risparmio gestito. Gli anni più recenti sono stati un succedersi di rapidi cambiamenti. La discesa dei tassi dei titoli pubblici e la contestuale ricerca di alternative più soddisfacenti da una parte, la maggiore informazione del pubblico e la creazione di nuovi strumenti finanziari dall'altra hanno modificato sia la domanda che l'offerta di allocazione del risparmio. Nella seconda metà degli anni '90 la rapida ascesa delle quotazioni di qualsiasi titolo azionario ha illuso i risparmiatori. L'investimento azionario era realizzato più per speculazione di breve periodo piuttosto che in considerazione delle possibilità di sviluppo delle imprese e la percezione del rischio veniva annullata dai facili guadagni. L'introduzione di nuove tecnologie e l'ampliamento dei mercati hanno ulteriormente favorito la diversificazione di impiego delle somme risparmiate. L'inizio del nuovo millennio, per varie ragioni, ha segnato quasi un ritorno alle origini: il consistente incremento dei depositi in conto corrente, l'investimento immobiliare e in titoli (di Stato, bancari e postali) a rendimento garantito trovano di nuovo il favore dei risparmiatori. Nonostante la recente accelerazione dei depositi bancari la loro incidenza sul Pil italiano, rispetto agli altri paesi dell'unione monetaria, risulta nelle ultime posizioni e anche l'indicatore dei depositi pro capite indica l'Italia quale fanalino di coda (12mila contro 22mila dell'area dell'euro). Il processo di accumulazione del risparmiatore italiano avrebbe quindi spazio per crescere.



DEPOSITI BANCARI IN % DEL PIL

Paesi	1997	1998	1999	2000	2001
Lussemburgo	1.328	1.221	1.029	1.059	1.024
Belgio	105	117	122	118	127
Paesi Bassi	103	107	108	113	124
Germania	105	108	111	111	115
Irlanda	91	101	111	111	114
Portogallo	107	107	112	112	110
Grecia	75	91	95	103	109
Spagna	88	87	93	101	109
Gran Bretagna	100	92	100	99	108
Austria	92	95	95	94	100
Francia	72	72	70	69	72
Italia	61	58	56	55	56
Danimarca	148	152	158	53	54
Finlandia	55	51	53	50	51
Svezia	50	40	44	45	-
Area dell'euro	90	91	92	93	97
Unione europea	91	91	93	92	-

DEPOSITI BANCARI PRO CAPITE - Euro

Paesi	1997	1998	1999	2000	2001
Lussemburgo	487.623	479.511	434.386	491.004	492.579
Germania	23.788	25.255	26.598	27.449	28.960
Regno Unito	19.797	19.750	22.849	25.667	28.674
Francia	15.236	15.980	16.102	16.563	17.806
Spagna	11.078	11.526	13.223	15.395	17.633
Svezia	12.020	9.540	11.228	12.466	-
Italia	10.835	10.683	10.705	11.127	11.778
Area dell'euro	17.118	18.053	18.964	20.043	21.640
Unione europea	17.766	18.488	19.815	20.714	-

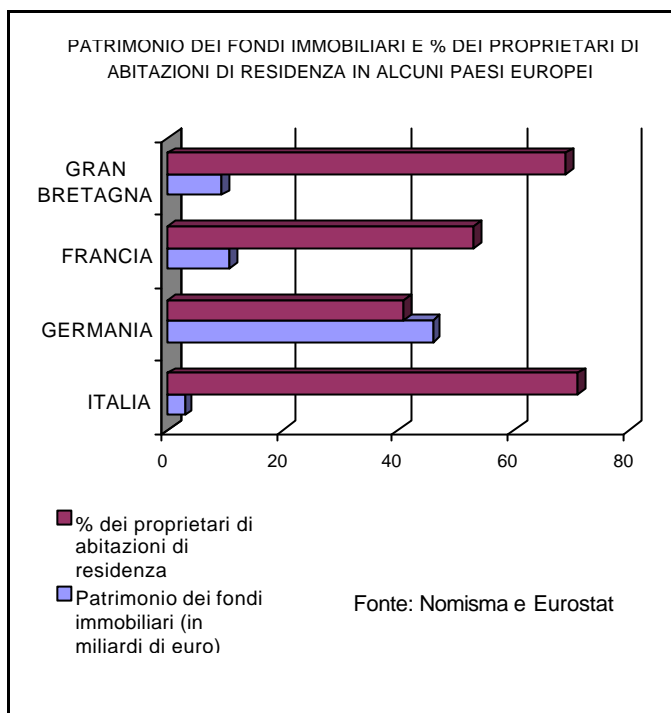
Fonte: Bce, Ministero dell'Economia e delle Finanze.

IL RISPARMIO NEL MATTONE

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

- Le attività immobiliari rappresentano una percentuale consistente della ricchezza delle famiglie europee: circa il 55%.
- La propensione all'investimento immobiliare si riflette anche in una elevata percentuale di possessori dell'abitazione di residenza, pari in Europa al 59%.
- L'Italia è tra i paesi in cui la quota di residenti che vive in abitazioni di proprietà è tra le più elevate. Il proprietario "tipo" percepisce un reddito medio-alto, ha un livello di istruzione elevata e vive in appartamenti medio-grandi.

Nella composizione della ricchezza delle famiglie europee, la componente non finanziaria rappresenta ancora una parte preponderante: circa il 55% del portafoglio è investito in attività immobiliari. Tra i singoli paesi, in testa compare l'Italia, dove le attività immobiliari toccano il 58% circa, una quota che è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi anni, seguono poi la Germania (57%), in leggera flessione, la Gran Bretagna (54%), la Francia (53%) e infine la Spagna (51%). La forte propensione all'investimento immobiliare sembra riflettersi anche nella percentuale di possesso dell'abitazione, che nel complesso dei paesi europei è piuttosto elevata (circa il 59% delle famiglie possiede la casa in cui vive). Tra i diversi paesi le percentuali più elevate si osservano in Spagna (82%), in cui l'acquisto della casa è visto come un investimento ma soprattutto come un diritto, e in Belgio (78%).



Le famiglie francesi che occupano un'abitazione di proprietà sono il 53%, ma esse detengono il 78% circa del patrimonio residenziale, il resto è diviso tra assicurazioni, imprese, fondi, banche e amministrazioni pubbliche. In Italia infine i proprietari dell'abitazione di residenza secondo stime Eurostat sono circa il 71%. La Germania è invece il paese con il valore più basso (41%), nonostante il valore dei beni immobili scambiati ogni anno sia il più alto in Europa grazie al settore residenziale, al terziario-uffici e al commerciale.

In Europa il settore immobiliare conta un valore delle compravendite dell'ordine di 560 miliardi di euro (circa il 12% del Pil della Ue) di cui quasi il 60% realizzato nel solo settore residenziale. A fine anno l'aumento del fatturato del settore dovrebbe attestarsi in media al 4,2%; il prossimo anno al 5%. Il comparto residenziale, in particolare, sta vivendo una fase di crescita sia nei prezzi, sia nel numero delle transazioni, favorite dall'abbassamento dei tassi d'interesse sui mutui e, in alcuni Paesi, dalle agevolazioni fiscali.

Quasi ovunque le quotazioni delle abitazioni sono aumentate più dell'inflazione. L'unica eccezione, in Europa, è rappresentata dalla Germania, dove i prezzi sono fiacchi dal 1992. La Gran Bretagna guida la classifica con incrementi superiori al 20% a luglio (e con un picco del 24% a/a a settembre), seguita dalla Spagna (16% circa). In Irlanda, Svezia e Paesi Bassi, nel primo semestre 2002 si è registrata una crescita positiva, ma decisamente rallentata rispetto al 2001. Anche in Spagna i prezzi delle case hanno raggiunto livelli record. In termini reali, essi hanno infatti raggiunto il livello del picco registrato in occasione della bolla del 1991, che fu il preludio a due anni di recessione. Tuttavia, oggi, a differenza di allora, i tassi di interesse sono più bassi di quanto non fossero nel 1991. La fase di boom del settore immobiliare non sembra destinata a continuare a lungo: l'aumento dei posti di lavoro registrato nel decennio, che ha permesso a molti giovani spagnoli di acquistare una casa, si è arrestato, ed è improbabile che si ripeta allo stesso ritmo nei prossimi anni.

In Italia, nonostante i prezzi delle abitazioni continuino a segnare incrementi sostenuti, il numero delle compravendite rimane elevato. 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.

Sono 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.

All'interesse degli italiani per il mattone non corrisponde per il momento un analogo apprezzamento per i fondi immobiliari. Oggi il patrimonio dei fondi italiani è pari a 3 miliardi di euro, contro i 10,7 della Francia e i 46 della Germania. Nel nostro paese inoltre i fondi privilegiano soprattutto gli uffici (74%), seguiti dalla logistica e dal commerciale (10%), mentre negli altri paesi europei la quota investita nel commerciale seppure seconda agli uffici (54%) ha una rilevanza maggiore (23%).

CRESCONO LE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE ITALIANE NEL 2002

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

- Anche in uno scenario di mercato non facile le famiglie italiane continuano a risparmiare. Nel I semestre 2002 il flusso di nuovo risparmio ammonta a 39,8 mld. di euro.
- La composizione delle attività finanziarie delle famiglie vede un aumento nel peso dei titoli a medio e lungo termine e una contrazione delle azioni e delle quote di fondi comuni.
- Gli aumenti di efficienza e le politiche di offerta hanno sostenuto il risparmio, ma il vero volano di sviluppo resta la ripresa dei mercati.

I dati sui conti finanziari delle famiglie hanno mostrato come nel I semestre del 2002 le famiglie italiane abbiano accumulato risparmio per 39,8 mld. di euro, pur in una situazione economica non favorevole. Questo nuovo flusso di risparmio deriva da un incremento delle attività pari a 54,5 mld. di euro a fronte di un aumento di passività pari a 14,7 mld. di euro, legato quasi esclusivamente a indebitamento bancario a medio e lungo termine.

Alla fine di giugno 2002 lo stock delle attività finanziarie delle famiglie ammontava a oltre 2.500 mld. di euro.

Nel I semestre dell'anno in corso l'andamento negativo dei corsi azionari e il perdurare di timori sulle prospettive a breve termine dei mercati hanno incentivato il mantenimento di strategie volte a una ricomposizione del portafoglio verso attività meno rischiose.

La quota di azioni e partecipazioni è diminuita da gennaio del 2,1 per cento (dal 15,5 al 13,4 per cento), mentre quella dei fondi comuni dell'1,3 per cento (dal 14,6 al 13,3 per cento).

Su tali valori hanno inciso oltre alle scelte di allocazione del risparmio anche le minusvalenze registrate sulle posizioni in essere.

Tra i diversi comparti l'aggregato che segna la maggior variazione è dato dai titoli a medio e lungo termine che aumentano in soli tre mesi del 4,3 per cento, con un peso sul portafoglio complessivo che passa dal 16,8 al 21,1 per cento.

Su un totale di 528,7 mld. di euro di titoli a medio e lungo termine, oltre 222 mld. di euro sono costituiti da titoli pubblici.

Le posizioni sull'estero pur contando ancora per l'8,8 per cento del totale hanno perso lo 0,6 per cento in parte per effetto dei capitali rientrati con lo scudo fiscale, in parte per il minor peso di azioni e quote di fondi comuni.

Restano invece stabili al 15,6 per cento le altre attività finanziarie, costituite quasi per intero dalle riserve assicurative dei rami danni e vita e le quote dei fondi pensione. Pur non essendo stato diffuso il dato disaggregato relativo alle riserve assicurative per il mese di giugno 2002, a dicembre 2001 tali riserve ammontavano a 364,5 mld. di euro.

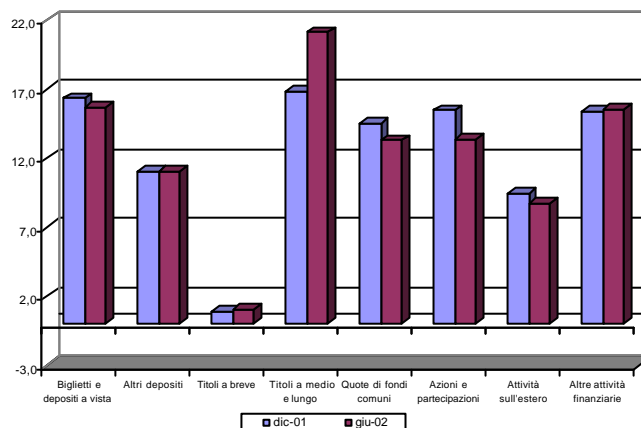
Nel complesso le attività finanziarie delle famiglie continuano a crescere anche per effetto dello sviluppo degli investitori istituzionali, della maggiore efficienza operativa dei mercati e per le politiche degli intermediari sempre più attenti alle esigenze del risparmiatore. Per tornare agli elevati tassi di sviluppo che hanno caratterizzato la seconda metà degli anni novanta, non si può tuttavia prescindere da uno scenario di ripresa dei mercati che valorizzi le consistenze e incentivi la canalizzazione del risparmio verso strumenti a maggior contenuto azionario, in grado di produrre un effetto leva più ampio.

In attesa di ciò il segnale positivo che emerge è che gli italiani pur in un contesto non facile continuano a esercitare la virtù del risparmio, con un occhio sempre più attento alla qualità dei prodotti e dei servizi di investimento offerti da banche e intermediari finanziari.

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
(Dati in mln. di euro)

	dic-01	giu-02	Diff.
Biglietti e depositi a vista	403.591	392.502	-11.089
Altri depositi	273.829	277.590	3.761
Titoli a breve	22.292	27.174	4.882
Titoli a medio e lungo	415.344	528.683	113.339
Quote di fondi comuni	360.477	332.935	-27.542
Azioni e partecipazioni	382.725	335.014	-47.711
Attività sull'estero	232.843	219.505	-13.338
Altre attività finanziarie	379.910	389.367	9.457
Totale	2.471.011	2.502.770	31.759

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
(Quote percentuali)



Fonte: Banca d'Italia

GIOIELLI, INVESTIMENTO D'ELITE

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

- Negli ultimi anni, l'oggetto prezioso ha perso il valore di bene rifugio attribuitogli negli anni scorsi dai consumatori. Più che il valore intrinseco dell'oggetto prezioso è il suo aspetto intangibile ad attrarre oggi l'acquirente che ha gradualmente sostituito i gioielli con nuove categorie di beni voluttuari (telefoni, hi-fi, informatica, viaggi).
- Il gioiello come investimento riguarda maggiormente i preziosi di pregiata fattura corredati da una firma prestigiosa a livello internazionale o di rilevante valore storico. Oggetti che attraggono una categoria "sostificata" di investitori, in genere collezionisti, come dimostrano i fatturati delle principali case d'aste che, dopo l'11 settembre, hanno assistito a un susseguirsi di vendite sempre molto positive.
- Il mercato riflette i mutamenti intervenuti nella domanda: secondo i dati del World Gold Council il mercato mondiale dell'oro ha registrato, nel terzo trimestre di quest'anno, una contrazione del 7,5% (era stata del 14 nel primo semestre). Il settore più colpito è quello della domanda al dettaglio di monete e lingotti, diminuito del 32%.

Nel 2002, la domanda mondiale di oro ha mostrato una dinamica molto debole. Secondo le stime rilasciate alcune settimane fa dal World Gold Council, la domanda complessiva del metallo giallo ha registrato, nel terzo trimestre di quest'anno, una contrazione del 7,5% (era stata del 14 nel primo semestre). Il settore colpito più duramente è apparso quello della domanda al dettaglio di monete e lingotti, diminuito del 32%, mentre la gioielleria ha evidenziato una flessione meno marcata, perdendo il 4,3%. In India, primo consumatore mondiale, la domanda di gioielleria ha mostrato una caduta del 43%. Anche in Italia il mercato dei preziosi è risultato in contrazione: -3,4% nei primi sei mesi del 2002, con un'accentuazione della flessione nel terzo trimestre pari al 4,3%. Pur restando ai vertici della produzione mondiale con una quota del 15%, quest'anno il giro d'affari è diminuito in Italia del 25% circa rispetto a tre anni fa. Le stime per la produzione del 2002 si aggirano intorno ai 5,2 miliardi di euro contro i 5,7 del 2001, con una perdita dell'8,8%.

La situazione del mercato riflette i profondi cambiamenti intervenuti negli ultimi anni nella domanda. Innanzitutto, l'oggetto prezioso ha perso il valore di bene rifugio attribuitogli sino ad anni addietro dai consumatori. Le attuali statistiche sul risparmio delle famiglie italiane non rendono visibili, tra le varie destinazioni del risparmio, l'acquisto di prodotti preziosi, vista la relativa stabilità assunta nel corso degli ultimi anni da questa voce. Da anni, comunque, il bisogno voluttuario, l'oggetto prezioso è gradualmente scemato d'importanza in molti paesi industrializzati anche a causa della scarsa offerta di prodotti nuovi. Tale orientamento si presenta con maggior evidenza negli acquirenti più giovani, attratti da altre tipologie, sia di prodotti (come quelli telefonici, informatici e dell'hi-fi), sia di servizi (viaggi, tempo libero ecc.). Anche i consumatori maturi e dall'elevato potere di acquisto hanno diversificato le loro scelte. Ancorato il prezioso di valore a ricorrenze speciali o tradizionali, il focus dell'acquisto si è spostato su prodotti esclusivi dal prezzo elevato e che rappresentino comunque uno *status symbol*, dal cui possesso discenda un senso di gratificazione e di distinzione.

Il gioiello come investimento riguarda un segmento più ristretto di preziosi le cui connotazioni sono l'elevata qualità, il design eccezionale, una firma prestigiosa a livello internazionale o un rilevante valore storico. Oggetti che attraggono una categoria ristretta e "sostificata" di investitori, in genere collezionisti, come dimostrano i fatturati delle principali case d'aste che, dopo l'11 settembre, hanno assistito a un susseguirsi di vendite sempre molto positive.

Il consumatore medio appare quindi attratto dagli aspetti prevalentemente intangibili dell'oggetto prezioso, più che dal suo valore intrinseco. Ne consegue una domanda di prodotti dell'oreficeria cambiata nella sua struttura e temporalmente assai mutevole in quanto legata, in gran parte, ai cambiamenti della moda, delle tendenze, dei simboli del successo, nonché all'attrazione del marchio che, oltre a certificare la qualità, assicura una sorta di accettazione sociale. Tra il 1995 e il 2000 i preziosi di marca hanno registrato tassi di crescita annui del 12% contro il 5% del mercato anonimo.

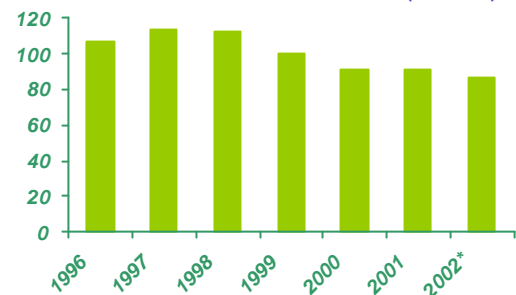
Queste nuove caratteristiche della domanda di preziosi implicano da parte delle aziende del settore un'attenzione costante ai mercati e risposte rapide, per cogliere e sfruttare a proprio vantaggio i mutamenti di gusto dei consumatori. Tanto più l'azienda orafa sarà vicina al mercato e renderà flessibile il suo apparato produttivo, quanto più agevoli risulteranno il presidio delle quote di mercato e l'acquisizione di nuove. I mutamenti di fondo intervenuti nel contesto internazionale e nella domanda dei consumatori hanno assunto intensità e profondità tali da prescindere dalle fluttuazioni congiunturali del ciclo economico. Con questo nuovo assetto è destinato a confrontarsi il settore orafa italiano nei prossimi anni.

DOMANDA MONDIALE DI ORO

	tonnellate		var% annue
	III trim 2001	III trim. 2002	
Consumi famiglie	761,6	694	-8,9
- gioielleria	638,5	610,6	-4,3
- lingotti e monete	123,1	83,2	-32,4
Uso industriale	64,2	68,6	6,9
Uso dentistico	17	17,2	0,7
DOMANDA TOTALE	842,8	779,8	-7,5

Fonte: World Gold Council

DOMANDA DI ORO IN ITALIA 1996-2002 (tonnellate)



stima

Fonte: World Gold Council

IL RISPARMIO ALLA RICERCA DEL TORO

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

Le deludenti *performance* dei mercati azionari nell'ultimo triennio oltre a segnare l'eccezionalità dell'evento con un *record* statistico (appena il 5% nella storia borsistica) hanno contribuito in modo determinante all'evoluzione della dinamica del risparmio, esaltandone le doti protettive.

Il diffuso *sentiment* di incertezza ed il livello estremo di volatilità hanno infatti limato energicamente la propensione al rischio dell'investitore, diluendo abbondantemente la componente *equity* con sempre maggiori dosi di liquidità (conti correnti e fondi monetari). Al graduale deterioramento degli scenari macroeconomici le famiglie hanno risposto con una pronta riallocazione degli *asset*, oltre i consueti *switch* verso fondi meno rischiosi.

La perdita dai tradizionali canali azionari è stata così assorbita solo in parte dal maggior ricorso al reddito fisso (principalmente la parte a breve della curva) per confluire soprattutto nel rifugio ben più rassicurante del risparmio. Anche a livello di fondi e di investitori istituzionali la liquidità, malgrado la recente fase rialzista in atto ormai dal 10 ottobre scorso, resta disinvestita, a margine del mercato, in compagnia di un'evanescente rotazione settoriale.

L'effetto-Natale (miglior periodo dell'anno insieme a gennaio) non è riuscito infatti a coinvolgere pienamente nel *rally* i diversi comparti del listino, premiando tecnologici e finanziari a danno di una salutare compartecipazione dell'intero paniere, tuttora latitante. Dai minimi di ottobre, inoltre, il *trend* del dollaro sembra aver abbandonato Wall Street. Il rialzo degli indici di borsa non è stato infatti come sempre accompagnato dal contemporaneo rafforzamento della valuta americana. Da oltre due mesi, la forza dell'azionario non si è così trasmessa sul mercato valutario e viceversa, congelando quel processo virtuoso che stimolava e autoalimentava le fasi Toro. Pur considerando le asimmetrie fisiologiche dovute all'allargamento del differenziale dei tassi Usa-Europa (determinato dalle ultime divergenti decisioni di politica monetaria delle rispettive banche centrali) l'anomalia sul *cross* euro/dollaro tradisce comunque un congelamento del flusso di capitali verso gli Stati Uniti poco redditizio per Wall Street.

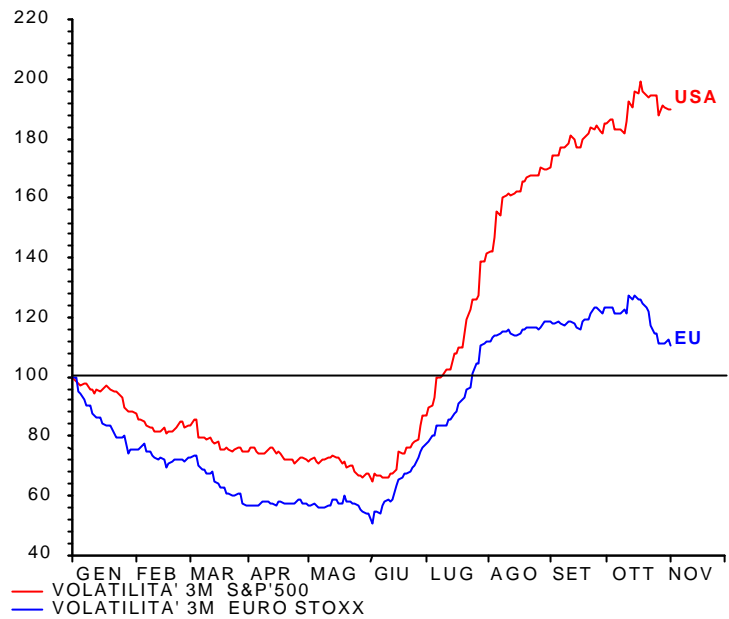
In attesa della naturale convergenza "dollaro/Wall Street", le prospettive del mercato azionario restano esposte, oltre alle turbolenze geopolitiche e alla spada di Damocle dell'Irak, ai rischi sullo stato di salute della *Corporate America*, la cui scarsa visibilità degli utili sui prossimi trimestri rende ancor più cagevole.

Più che risolvere la dicotomia tra economia reale e finanziaria, in evidente anticipo, il Toro preferisce comprare lo scenario migliore (forte ripresa) e affidarsi all'entusiasmo dell'analisi inter-market (equity contro bond) approfittando dello scarso rendimento alternativo dell'obbligazionario e dei tassi ormai estremamente ridotti sull'interbancario.

Tuttavia, prima che il recente rialzo si tramuti in un classico *panic buying*, il *driver* rialzista dovrà conquistarsi il pieno appoggio dei fondamentali macro (*in primis* i consumi) necessari a traghettare l'economia alla florida stagione natalizia senza eccessivi vuoti d'aria, quei "*soft patch*" cari a Greenspan.

Graficamente, nonostante gli indici principali (Dow Jones, S&P500 e Nasdaq) continuino a corteggiare le resistenze chiave (9.000, 940 e 1.500 punti rispettivamente), i segnali di rottura fin qui espressi dovranno essere confermati dai necessari *pull-back* (trasformazione di resistenze in supporti). I numerosi *gap* (vuoti, salti di prezzo in apertura di seduta), pericolosamente lasciati aperti durante il *trend* di ascesa, rafforzano inoltre le possibilità di ritracciamento degli indici, complice un prolungato rischio di *downside*, non più marginale come ai primi di ottobre.

Differenziale di volatilità Usa-Eu (effetto Irak)



Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

	Dati storici					Variazioni percentuali					
	2/12/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	19.024	18.566	17.366	22.497	29.834	28.094	2,5	9,5	-15,4	-36,2	-32,3
MIB 30	26.115	25.576	23.462	31.736	42.906	41.477	2,1	11,3	-17,7	-39,1	-37,0
DOW JONES IND.	8.863	8.849	8.518	9.852	10.646	11.358	0,1	4,0	-10,0	-16,8	-22,0
NASDAQ	1.485	1.482	1.361	1.931	2.292	4.131	0,2	9,1	-23,1	-35,2	-64,1
STANDARD & POOR'S	935	933	901	1.139	1.283	1.455	0,2	3,7	-18,0	-27,2	-35,8
NIKKEI 225	9.174	8.944	8.686	10.697	13.786	18.934	2,6	5,6	-14,2	-33,4	-51,5
FTSE100	4.154	4.122	3.997	5.204	6.175	6.930	0,8	3,9	-20,2	-32,7	-40,1
CAC40	3.299	3.296	3.110	4.476	5.799	5.917	0,1	6,1	-26,3	-43,1	-44,3
DAX30	3.380	3.299	3.165	4.990	6.290	6.751	2,5	6,8	-32,3	-46,3	-49,9
MADRID	699	682	643	824	879	1.012	2,5	8,7	-15,2	-20,4	-30,9
SINGAPORE	1.397	1.424	1.428	1.479	1.896	2.583	-1,9	-2,2	-5,5	-26,3	-45,9
HONG KONG	10.205	10.101	9.408	11.279	14.870	17.370	1,0	8,5	-9,5	-31,4	-41,2
DJ EURO STOXX50	2.662	2.638	2.488	3.658	4.702	4.849	0,9	7,0	-27,2	-43,4	-45,1
MSCI WORLD	832	828	799	998	1.202	1.422	0,5	4,1	-16,7	-30,8	-41,5
MSCI EMU	137	136	128	184	233	243	1,4	7,2	-25,3	-41,0	-43,4
MSCI FAR EAST	1.637	1.634	1.611	1.935	2.572	3.605	0,2	1,6	-15,4	-36,3	-54,6
MSCI NORTH AMERICA	938	936	903	1.149	1.302	1.525	0,2	3,9	-18,4	-27,9	-38,5

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 5 AL 12 DICEMBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Giovedì 5	Regno Unito: incontro di politica monetaria (annuncio tassi) Area Euro: incontro di politica monetaria BCE (annuncio tassi). Segue conferenza stampa. 📞 Area Euro/Stati Uniti: conferenza Bundesbank. Interventi di Welteke (bundesbank), Issing (BCE), Wellink (De Nederlandsche Bank), Poole (Federal Reserve) e Eichel (Ministro delle Finanze tedesco)
Giovedì 12	Area Euro: pubblicazione bollettino BCE Danimarca: riunione del Consiglio Europeo (12-13/12)

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Giovedì 5	Germania	Ordini industriali 📞	ottobre	-1,0% m/m	-1,0% m/m
	Spagna	Produzione industriale	ottobre	1,3% a/a	0,3% a/a
Venerdì 6	Regno Unito	Produzione industriale	ottobre	-0,3% m/m; -2,7% a/a	0,2% m/m; -1,0 a/a
		Produzione manifatturiera	ottobre	-0,4% m/m; -2,6% a/a	0,2% m/m; -1,6% a/a
	Area Euro	Indice anticipatore OCSE	ottobre	113,6	113,5
STATI UNITI E GIAPPONE					
Giovedì 5	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	30 nov.	364.000	370.000
Venerdì 6	Giappone	Indicatore anticipatore	ottobre	63,6%	44,4%
		Indicatore coincidente	ottobre	90%	88,9%
	Stati Uniti	Tasso di disoccupazione 📞	novembre	5,7%	5,8%
		Nuovi occupati non agricoli 📞	novembre	-5.000	30.000
		Salari medi orari	novembre	0,2% m/m	0,2% m/m
		Credito al consumo	ottobre	\$ 10,0 mld	\$ 7,2 mld
Martedì 10	Stati Uniti	Vendite all'ingrosso	ottobre	0,1%	0,2%
		Vendite al dettaglio	novembre	0,0%	0,5%
		Vendite al dettaglio (escluse auto)	novembre	0,7%	0,4%