

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

4 febbraio 2003
n. 4 - 2003

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

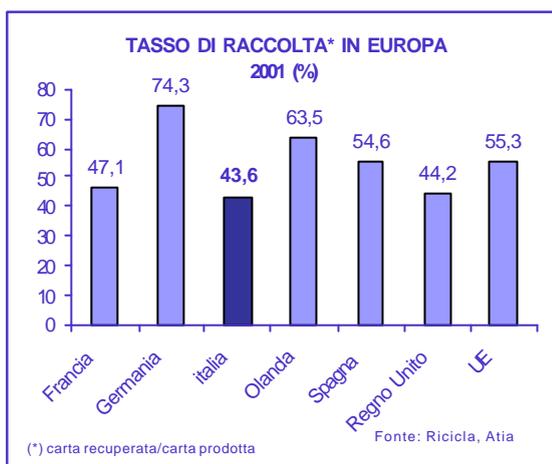
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

RACCOLTA DIFFERENZIATA DI CARTA IN ITALIA

	1999	2000	2001	var % 01/00
<i>migliaia tonnellate</i>				
Italia	1246	1348	1500	11,3
Nord	934	982	1057	7,6
Centro	235	268	290	8,2
Sud	78	99	154	55,6

Fonte: Comieco



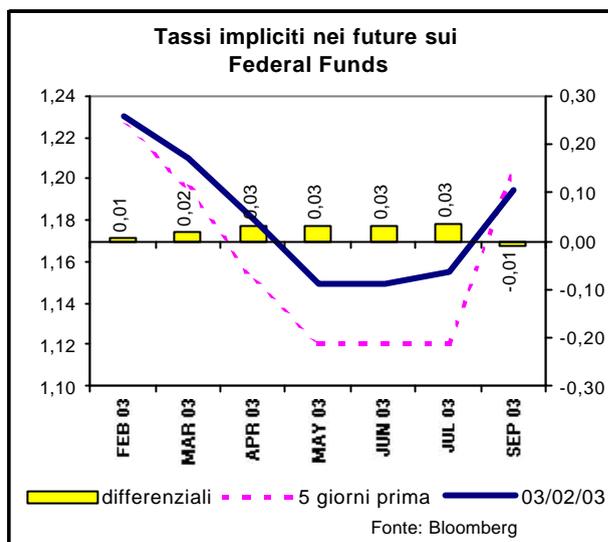
- ✓ Contribuire ad uno sviluppo sostenibile vuol dire aumentare il tasso di riciclo delle materie prime utilizzate nelle produzioni. In Italia, oltre il 50% della produzione nazionale di carta avviene con carta da macero. L'Italia è quarta in Europa nella classifica relativa all'utilizzo della carta da macero. Circa un terzo della carta da macero proviene dalla raccolta differenziata che sottrae alle discariche circa 1,5 milioni di tonnellate di carta, cartone e cartoncino all'anno.
- ✓ Una non brillante stagione turistica e la riduzione degli introiti relativi ai passaggi nel canale di Suez hanno contribuito ad accrescere le pressioni sulla lira egiziana. Il 29 gennaio 2003 la divisa del paese arabo ha abbandonato l'ancoraggio con il dollaro che durava dal 1991.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

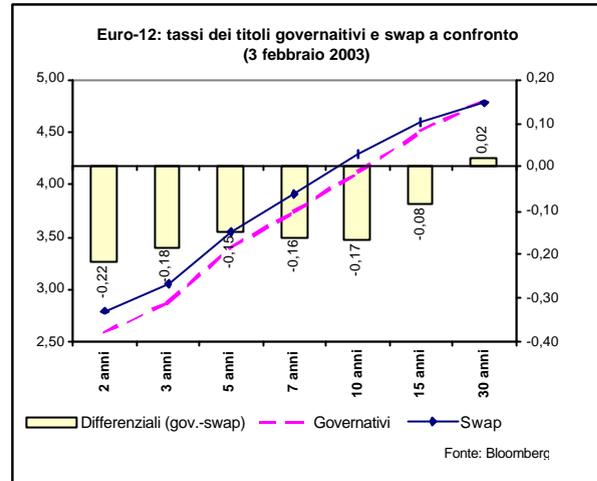
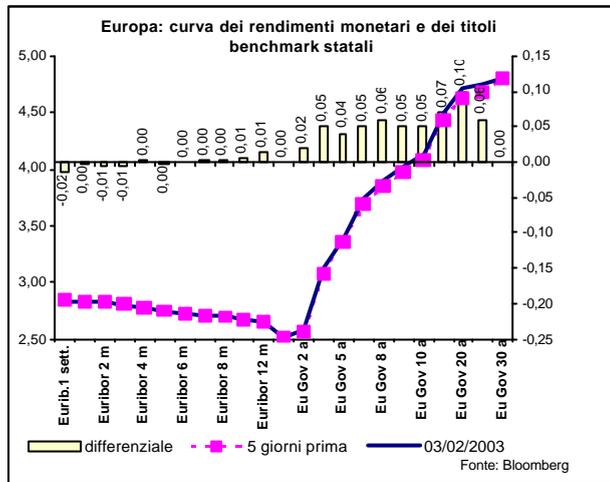
- Negli Stati Uniti, la Fed ha lasciato il tasso guida invariato all'1,25% al Fomc del 29 gennaio, assumendo un atteggiamento di attesa. La scelta di mantenere l'orientamento "neutrale" sembra poggiare sull'ipotesi che la politica monetaria e fiscale siano in grado di favorire la ripresa, una volta superate le attuali tensioni geopolitiche. Si tratta di una visione ottimistica che trova qualche fondamento nel basso livello delle scorte, nella tenuta dei consumi e soprattutto dell'edilizia residenziale e nel timido risveglio degli investimenti produttivi. I consumi personali, sia pure in forte rallentamento nel quarto trimestre del 2002 (+1% annuo t/t da +4,2% nel terzo), hanno mostrato una certa vivacità sul finire dell'anno. A sostegno della crescita del Pil del IV trimestre, in aumento dello +0,7% annualizzato t/t dal +4% del trimestre precedente, hanno giocato soprattutto la spesa pubblica (+4,6%) e, per la prima volta, anche gli investimenti produttivi (+1,5%). Questi ultimi sono stati sostenuti dal buon andamento delle spese in macchinari e software (+5%), risultati in aumento per il terzo trimestre consecutivo. Negativo è stato invece il contributo delle scorte e delle esportazioni nette, nonostante il calo del dollaro.
- In Europa, gli indici di fiducia danno segnali contrastanti e puntano nell'insieme a una stabilizzazione dell'economia su livelli modesti. In gennaio si è deteriorato il clima di fiducia nell'area dell'euro, monitorato dalla Commissione Europea sia per le famiglie che per le imprese. Invece, il PMI manifatturiero è salito in Europa a 49,3 in gennaio da 48,4 di dicembre, ma rimane comunque sotto la soglia psicologica di 50 che funge da spartiacque tra espansione e contrazione economica. L'indice PMI è salito nei principali paesi della Ue: in Germania da 47 a 48,3; in Italia da 51,1 a 51,4. In diminuzione le vendite al dettaglio tedesche di dicembre con un -0,7 m/m e un -3,2% a/a, nella media del 2002 sono arretrate del 2,3%: il calo più marcato degli ultimi 20 anni. Il dato si è contrapposto al moderato miglioramento dell'Ifo. Intanto, il governo tedesco ha rivisto al ribasso le stime di crescita dell'economia portandole all'1% nel 2003, dall'1,5% ipotizzato a novembre. Dopo aver registrato un incremento del Pil dello 0,2% nel 2002 e un deficit/Pil del 3,7%, la Germania si propone di riportare il disavanzo al 2,85% del Pil nel 2003. Ma la probabile guerra in Irak e l'incertezza sull'adozione delle misure correttive gettano perplessità su questo programma.
- La scorsa settimana i tassi monetari, quelli impliciti nei *future* su Euribor e Federal Funds e sui titoli di Stato sono rimasti mediamente stabili, con leggera tendenza a risalire sulla scia di un'ampia offerta di corporate bond e di borse in recupero. Questi movimenti hanno favorito un arretramento dell'euro sul dollaro, rafforzato dalle considerazioni di Welteke sfavorevoli a un eccessivo apprezzamento della divisa europea.
- Gli interventi dei banchieri centrali sembrano suggerire un'invarianza dei saggi guida alla riunione della Bce del 6 febbraio, in attesa di chiarire gli sviluppi sul fronte geopolitico. Anche se la curva dei tassi impliciti nell'Euribor a tre mesi si è leggermente alzata, tagli da 50 centesimi sono scontati entro giugno con una probabilità superiore al 60%.
- In Gran Bretagna, giovedì 6 febbraio la Banca centrale dovrebbe lasciare il tasso guida invariato al 4%. Il Pil continua crescere (2,2% a/a nel IV trim) vicino suo potenziale di lungo periodo, sostenuto dal basso livello dei tassi di interesse e da una politica fiscale espansiva. Il forte aumento delle vendite al dettaglio di dicembre (1,1% m/m) e del prezzo delle case di gennaio (25% a/a) confermano la tenuta dei consumi e il boom del mercato immobiliare, i due pilastri della crescita del paese.
- Lo yen si è deprezzato nei confronti del dollaro quando è apparso chiaro che in gennaio BoJ ha fatto interventi da circa \$5,5 mld per deprimere lo yen e restituire competitività alle esportazioni, a fronte di timori di un calo della domanda interna dovuto all'aumento della disoccupazione (5,5%) e alla persistente deflazione (-0,3% a/a).



Previsioni	dato storico 04/02/2003	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	121	119	120	126	127
dollaro-euro	1,073	1,095	1,080	1,040	1,000
yen-euro	129	130	130	131	127
sterlina-euro	0,654	0,661	0,660	0,659	0,656
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,36	1,35	1,40	1,55	2,15
euro	2,84	2,75	2,55	2,60	2,90
yen	0,02	0,05	0,06	0,07	0,10
sterlina	3,97	3,99	4,00	4,10	4,25
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,01	4,00	4,10	4,55	5,05
Germania	4,08	4,00	4,05	4,40	4,70
Giappone	0,81	0,80	0,85	0,90	1,05
Italia	4,29	4,18	4,23	4,58	4,88
Gran Bretagna	4,31	4,20	4,26	4,61	4,92

PANORAMA TASSI & EURO

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



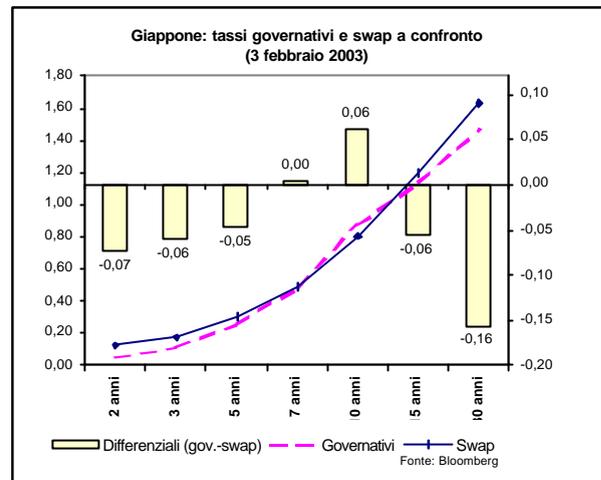
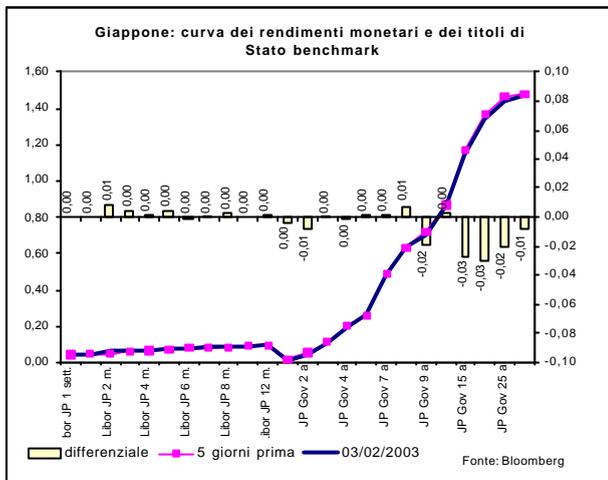
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	31/1/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,082	1,078	1,049	0,864	1,049	1,179	0,3	3,1	25,2	3,1
Canada	1,656	1,645	1,655	1,367	1,655	1,800	0,7	0,1	21,1	0,1	-8,0
Australia	1,840	1,824	1,856	1,698	1,856	1,910	0,9	-0,9	8,4	-0,9	-3,7
Nuova Zelanda	1,982	1,966	1,998	2,072	1,998	2,223	0,8	-0,8	-4,3	-0,8	-10,8
Giappone	129.170	127.400	124.390	114.730	124.390	133.730	1,4	3,8	12,6	3,8	-3,4
Argentina	3,462	3,477	3,531	1,700	3,531	1,180	-0,4	-2,0	103,6	-2,0	193,4
Svizzera	1,468	1,467	1,452	1,475	1,452	1,617	0,1	1,1	-0,5	1,1	-9,2
Gran Bretagna	0,656	0,661	0,651	0,611	0,651	0,711	-0,7	0,8	7,3	0,8	-7,8
Svezia	9,229	9,250	9,153	9,170	9,153	9,470	-0,2	0,8	0,6	0,8	-2,5
Danimarca	7,437	7,438	7,429	7,428	7,429	7,450	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2
Norvegia	7,452	7,457	7,276	7,841	7,276	8,855	-0,1	2,4	-5,0	2,4	-15,8
Cipro	0,579	0,579	0,573	0,576	0,573	0,582	0,1	1,1	0,5	1,1	-0,5
Repubblica Ceca	31,572	31,335	31,577	31,902	31,577	35,107	0,8	0,0	-1,0	0,0	-10,1
Estonia	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	243,980	246,870	236,290	243,320	236,290	251,480	-1,2	3,3	0,3	3,3	-3,0
Lettonia	0,626	0,624	0,614	0,555	0,614	0,667	0,3	1,9	12,6	1,9	-6,2
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,454	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,420	0,421	0,418	0,398	0,418	0,443	-0,1	0,5	5,7	0,5	-5,2
Slovacchia	41,741	42,155	41,503	42,451	41,503	42,991	-1,0	0,6	-1,7	0,6	-2,9
Slovenia	231,073	230,847	230,158	222,264	230,158	189,045	0,1	0,4	4,0	0,4	22,2
Polonia	4,1345	4,148	4,021	3,599	4,021	4,071	-0,3	2,8	14,9	2,8	1,6
Russia	34,189	34,392	33,528	26,458	33,528	25,321	-0,6	2,0	29,2	2,0	35,0
EURO	85,660	86,070	84,460	77,650	84,460	93,300	-0,5	1,4	10,3	1,4	-8,2

Fonte : Datastream.

PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	31/1/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,520	1,519	1,572	1,589	1,572	1,598	-0,1	3,4	4,6	3,4	5,1
Australia (*)	0,588	0,592	0,562	0,508	0,562	0,516	-0,7	4,8	15,8	4,8	14,0
Nuova Zelanda (*)	0,545	0,550	0,524	0,416	0,524	0,425	-0,9	3,9	30,9	3,9	28,1
Giappone	119,9	117,8	118,8	134,7	118,8	131,8	-1,7	-1,0	12,3	-1,0	9,9
Corea	1.171	1.178	1.200	1.315	1.200	1.320	0,7	2,6	12,3	2,6	12,8
Filippine	53,85	53,57	53,60	51,25	53,60	51,60	-0,5	-0,5	-4,8	-0,5	-4,2
Indonesia	8.870	8.885	8.950	10.313	8.950	10.370	0,2	0,9	16,3	0,9	16,9
Singapore	1,738	1,725	1,734	1,838	1,734	1,849	-0,8	-0,2	5,7	-0,2	6,3
Thailandia	42,76	42,66	43,11	44,05	43,11	44,05	-0,2	0,8	3,0	0,8	3,0
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	47,80	47,84	47,97	48,52	47,97	48,27	0,1	0,4	1,5	0,4	1,0
Argentina	3,21	3,22	3,36	1,83	3,36	1,00	0,3	4,8	-43,0	4,8	-68,9
Brasile	3,50	3,62	3,54	2,41	3,54	2,30	3,3	1,0	-31,1	1,0	-34,5
Cile	735,3	734,9	720,3	678,7	720,3	646,3	-0,1	-2,0	-7,7	-2,0	-12,1
Colombia	2.948	2.930	2.867	2.268	2.867	2.297	-0,6	-2,7	-23,1	-2,7	-22,1
Messico	10,89	10,82	10,46	9,16	10,46	9,11	-0,7	-4,0	-15,9	-4,0	-16,4
Perù	3,48	3,50	3,50	3,48	3,50	3,44	0,4	0,5	-0,3	0,5	-1,2
Uruguay	28,03	27,30	27,20	14,33	27,20	14,75	-2,6	-3,0	-48,9	-3,0	-47,4
Venezuela	1,922	1,922	1,387	766	1,387	759	0,0	-27,8	-60,2	-27,8	-60,5
Israele	4,80	4,87	4,75	4,59	4,75	4,48	1,5	-1,1	-4,4	-1,1	-6,6
Sud Africa	8,51	8,76	8,57	11,44	8,57	12,37	2,9	0,7	34,4	0,7	45,4
Turchia	1.639.474	1.657.255	1.643.699	1.308.488	1.643.699	1.429.847	1,1	0,3	-20,2	0,3	-12,8
Eurolandia (*)	1,082	1,078	1,049	0,864	1,049	0,904	0,3	3,1	25,2	3,1	19,7
Gran Bretagna (*)	1,647	1,634	1,610	1,411	1,610	1,439	0,8	2,3	16,8	2,3	14,5
Svizzera	1,364	1,353	1,383	1,720	1,383	1,650	-0,8	1,4	26,1	1,4	21,0
Danimarca	6,91	6,85	7,08	8,65	7,08	8,28	-0,9	2,4	25,1	2,4	19,9
Norvegia	6,91	6,91	6,97	9,08	6,97	8,87	0,0	0,7	31,3	0,7	28,2
Svezia	8,58	8,54	8,69	10,65	8,69	10,28	-0,4	1,3	24,2	1,3	19,8
Russia	31,82	31,81	31,78	30,69	31,78	30,14	0,0	-0,1	-3,6	-0,1	-5,3
Polonia	3,82	3,86	3,81	4,17	3,81	3,96	0,9	-0,3	9,2	-0,3	3,6
Repubblica Ceca	29,15	29,09	30,14	36,97	30,14	35,27	-0,2	3,4	26,9	3,4	21,0
Ungheria	226,5	228,0	224,9	283,0	224,9	272,9	0,7	-0,7	24,9	-0,7	20,5
DOLLARO USA	108,9	108,0	110,5	124,6	110,5	122,0	0,8	-1,4	-12,6	-1,4	-10,7

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

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
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	112,1	111,3
2003	112,4	112,5	112,9	113,3	113,5	113,6	113,5	113,6	113,8	114,1	114,1	114,2	113,5
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,2	0,2
2003	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,3	2,2
2003	2,1	2,1	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	1,9	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	103,9	104,1	102,6
2003	104,2	103,7	104,3	104,9	105,0	105,0	104,8	104,6	105,0	105,5	105,7	105,8	104,9
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,3	0,2	0,2
2003	0,1	-0,5	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	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	2,9	3,0	2,6
2003	3,1	2,9	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,7	1,6	2,2

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	120,5	120,7	120,8	121,0	121,2	121,3	121,4	121,5	121,6	122,0	122,2	122,3	121,4
<i>variazioni congiunturali</i>													
	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	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	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
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	2,7	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	1,9	2,0	1,8	1,8	2,2

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	0,2	0,3	0,7	1,0	1,1
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	4,0	0,7	1,3	2,9	4,0	4,5
var.% anno su anno	0,3	2,4	2,4	1,4	2,2	3,3	2,8	1,8	2,2	2,2	3,2

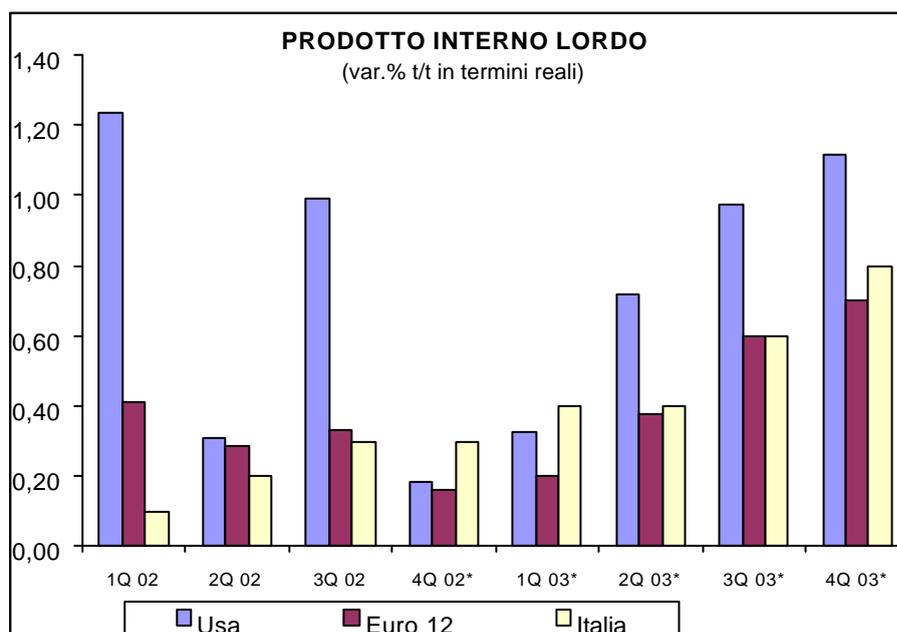
AREA EURO

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

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	0,4	0,6	0,8
var.% trim su trim annualizzato				0,4	0,8	1,1	1,2	1,6	1,6	2,4	3,2
var.% anno su anno	1,8	0,4	1,6	0,0	0,2	0,5	0,9	1,2	1,4	1,7	2,1

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



NORME MENO RIGIDE NEL MERCATO DEL LAVORO

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

- **Nell'ultimo triennio, il mercato del lavoro in Italia sta riguadagnando terreno, collocandosi tra i paesi europei che creano maggiore occupazione. Nel 2002, a fronte di una crescita inferiore al mezzo punto percentuale, il numero degli occupati è cresciuto di circa l'1,5%.**
- **Recenti riforme delle normative che regolano il mercato del lavoro hanno reso lo stesso maggiormente flessibile. L'incidenza dell'occupazione temporanea sul totale dell'occupazione dipendente ha sfiorato nel 2001 il 10%, contro il 15,5% dell'area dell'euro.**

Il mercato del lavoro in Italia ha mostrato, nel più recente periodo, segni di miglioramento, tanto più significativi in quanto maturati anche nelle regioni del Centro e del Mezzogiorno. Il 2002 si è caratterizzato per un crescita dell'occupazione dell'1,5%, pari a 315 mila unità in più nel confronto con il 2001. Per la prima volta dagli anni Settanta, l'occupazione è aumentata a un tasso superiore a quello fatto

registrare dal Pil (0,4% circa). L'occupazione dipendente a tempo pieno e indeterminato ha registrato, rispetto all'anno precedente, una crescita di 218 mila unità; quella a termine e/o a tempo parziale ha segnato un aumento di circa la metà. Nel totale, l'occupazione femminile è aumentata del 2,2%; quella maschile dell'1%. Dall'analisi per settori emerge che nella media 2002 le costruzioni hanno segnato la variazione positiva degli occupati più consistente (+2,4%); il terziario segue con +1,9%; quindi l'industria, che nel complesso ha registrato un incremento dell'1%. In flessione l'agricoltura (-2,7%). Nel 2002, l'Italia ha contribuito per oltre la metà all'aumento dell'occupazione complessiva dell'area dell'euro. Il rapporto tra gli occupati e la popolazione in età lavorativa si è posizionato al 55,4% (54,6 nel 2001), che resta tuttavia il più basso dell'Unione europea. E' in crescita la partecipazione delle donne al mercato del lavoro: il tasso di occupazione femminile è passato dal 35,5% del 1995 al 42% del 2002. Il tasso di disoccupazione del 2002 si è posizionato al 9% dal 9,5% del 2001. Il tasso di disoccupazione giovanile (15 – 24 anni) è poco oltre il 27%. I disoccupati nel Nord Italia rappresentano il 3,9% della forza lavoro. Al Centro il 6,6%, mentre al Sud il tasso di disoccupazione, pur restando sopra il 18%, è sensibilmente diminuito dal 22% del biennio 1998-99. Nell'area dell'euro, il 2002 è stato l'anno in cui il tasso di disoccupazione ha ripreso, sia pur lentamente a salire, dopo tre anni di continue flessioni. In media d'anno si colloca intorno all'8,4%, dall'8% di un anno prima.

Se gran parte dell'attuale appesantimento può essere addebitata alla fase ciclica negativa attraversata – pur con modalità diverse da paese a paese – dal Vecchio continente, appare tuttavia indubbio come le rigidità presenti nelle normative del diritto del lavoro di numerosi stati concorrano ad accentuare il deterioramento del quadro occupazionale. Di qui, iniziative nazionali – dietro sollecitazioni da parte di istituzioni internazionali e comunitarie - volte a riformare aspetti portanti del mercato del lavoro e rendere più fluido ed immediato l'incontro tra domanda e offerta. La modalità principale attraverso cui molti paesi dell'Unione hanno aderito a queste sollecitazioni riguarda le riforme volte a una più ampia applicazione dei contratti a tempo determinato rispetto a quelli a tempo indeterminato. Gli impatti di queste riforme, adottate in Gran Bretagna già dalla seconda metà degli anni Ottanta, sono stati in genere positivi e hanno prodotto un aumento di posti di lavoro e del tasso di occupazione anche in contesti contraddistinti da una crescita economica assai moderata come appunto quello italiano. Meno sensibili i risultati avvertiti in Germania. In sintesi, si è osservata un'incidenza crescente dell'occupazione temporanea proprio nei paesi con maggiori rigidità normative. Nel corso dell'ultimo decennio, la quota di contratti a tempo determinato è aumentata di circa 2,5 punti percentuali in Germania, di 4 punti in Francia, di oltre 4 punti nei Paesi Bassi e di circa 3,5 punti in Italia. Nel nostro paese, l'incidenza del lavoro a termine sul totale degli occupati dipendenti si è attestata nel 2002 al 9,9%, un punto percentuale in più rispetto al 2001; quella del lavoro a tempo parziale è passata dall'8,9% al 9,1. Continua a crescere anche il ruolo delle agenzie di lavoro temporaneo, con un significativo aumento della conversione dei contratti a termine in contratti a tempo indeterminato. Si conferma così la tendenza delle imprese a favorire rapporti stabili dopo un periodo di prova.

INCIDENZA DELL'OCCUPAZIONE TEMPORANEA SULL'OCCUPAZIONE DIPENDENTE NEI PAESI EUROPEI: ANNI 1993-2001

(valori percentuali)

	2001	1998	1995	1993
Unione europea	14,0	12,7	11,5	10,0
Area dell'euro	15,5	14,2	12,5	11,0
Belgio	8,8	7,8	5,3	5,1
Danimarca	9,4	10,1	12,1	10,7
Francia	14,9	13,9	12,3	10,9
Germania	12,7	12,3	10,4	10,3
Italia	9,8	8,6	7,3	6,1
Olanda	14,3	12,7	10,9	10,0
Regno Unito	6,7	7,1	7,0	5,9
Spagna	31,5	32,9	35,0	32,2

Fonte: Eurostat Istat

EGITTO: IL NUOVO CORSO DELLA LIRA EGIZIANA

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

- **L'economia egiziana, in difficoltà ormai da tre anni a causa della debolezza della domanda interna, rischia di rallentare ulteriormente per le tensioni nell'area, che deprimono soprattutto il redditizio settore turistico.**
- **La decisione di eliminare l'ancoraggio della lira egiziana al dollaro, che ha determinato di fatto una svalutazione, potrebbe ridare slancio alle esportazioni restituendo competitività al paese.**

Dopo numerosi anni di crescita sostenuta, l'economia egiziana ha mostrato segni di marcato rallentamento negli ultimi tre anni. Nel giugno 2002 (l'anno fiscale si chiude a giugno) il PIL è cresciuto di appena l'1,6% contro il 3,3% del 2000/01 ed il 6% del non lontano 1998/99. Per l'anno 2002/03 ci aspettiamo una crescita non superiore al 2%.

Tale declino ha coinciso principalmente con il rallentamento nell'attuazione delle riforme, con l'ampliamento del deficit di bilancio e con una domanda interna depressa. Il tasso di crescita della domanda interna risulta infatti in netto calo dal 7,9% del 1997/98 al 2,2% del 2001/02.

Le tensioni nell'area e i timori legati alla probabile guerra in Iraq ed al terrorismo hanno inciso negativamente sulla bilancia dei pagamenti deprimendo le due voci principali: il turismo ed i ricavi del canale di Suez. Infatti, oltre al ruolo di esportatore di petrolio, l'Egitto ha un'importanza strategica per il trasporto del greggio grazie al Canale di Suez e all'oleodotto Sumed, due vie per l'esportazione del petrolio dal Golfo Persico al Mediterraneo, i cui ricavi si sono notevolmente ridotti negli ultimi dieci anni.

La produzione di petrolio nel 2002 è stata di circa 600.000 barili al giorno (b/g), in netto declino rispetto ai 748.000 b/g del 2000 ed ai 922.000 b/g del 1996. Il calo produttivo interessa soprattutto l'area del Golfo di Suez, dai cui giacimenti viene estratto il 60% della produzione totale.

La riduzione è dovuta alla debole domanda interna ed internazionale, all'esaurirsi delle riserve ed al crescente utilizzo del gas naturale compresso come sostituto della benzina, il cui peso sulle esportazioni è destinato a crescere nel prossimo decennio.

Le esportazioni, dopo la flessione registrata nel 2001 (-12,8%) sembrano in ripresa con un +13,5% nei primi nove mesi del 2002 grazie alla svalutazione del cambio e all'aumento dei prezzi del petrolio. I principali mercati di destinazione delle esportazioni sono gli Stati Uniti (15%) e l'Italia (14,9%).

Il settore del turismo, che rappresenta il 12% del PIL ed occupa 2,2 milioni di persone, rischia di essere pesantemente colpito dagli effetti

di un conflitto in Iraq, soprattutto se prolungato. Il ministro per gli Affari Esteri ha dichiarato che una guerra in Iraq costerebbe all'Egitto tra i sei e gli otto miliardi di dollari in termini di mancati introiti da turismo ed altre attività. Dopo un calo del 12,2% a/a nella prima metà del 2002, il numero di turisti in Egitto è aumentato del 16,9% a/a nel terzo trimestre 2002.

Il deficit di bilancio continua a peggiorare, passando dal 3,9% dell'anno fiscale 1999/00 al 5,8% del 2001/2002, e non è destinato a ridursi nell'anno in corso. L'aggravarsi del deficit è dovuto principalmente ai mancati tagli della spesa pubblica, che hanno portato la spesa corrente ad un aumento del 6% a/a, e alla riduzione dei ricavi di parte corrente (-2% a/a).

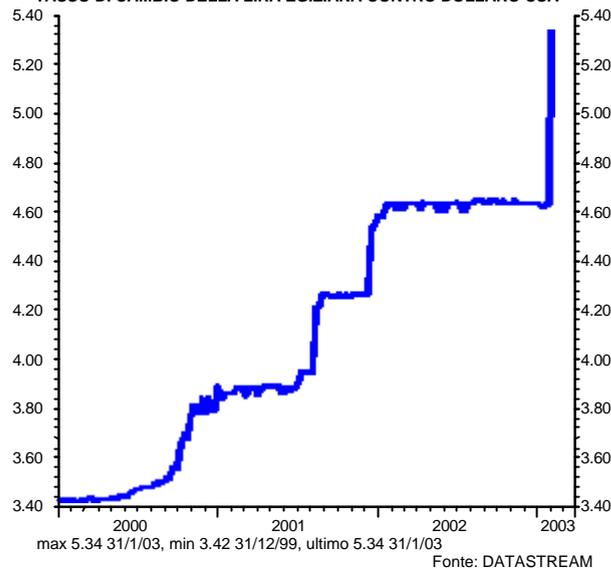
Sul fronte valutario, ponendo fine ad un ancoraggio al dollaro in vigore dal 1991, le autorità monetarie, il 29 gennaio 2003 hanno deciso di lasciar fluttuare liberamente la valuta, dopo ben quattro svalutazioni negli ultimi tre anni. Fino a questa data per la lira egiziana era prevista una banda di oscillazione del +/-3% intorno al valore di 4,51 contro dollaro. La decisione, da tempo raccomandata dal Fondo Monetario Internazionale, segue un deprezzamento della valuta contro dollaro di circa il 35% tra la metà del 2000 ed il 2002 e le forti pressioni sulla valuta egiziana registrate dopo l'11 settembre, a seguito della riduzione dei flussi in dollari dovuta al calo del turismo. Il primo giorno di libero scambio la valuta ha perso il 15% raggiungendo il livello di quotazione del mercato nero intorno a 5,30 contro dollaro, un mercato parallelo sul quale sembrano operare anche le banche.

Per il 2003 segnali di miglioramento, improbabili dall'esterno a causa del basso livello della domanda mondiale e del ridursi degli investimenti diretti dall'estero, dovranno essere necessariamente legati ad una ripresa del turismo, ad investimenti nel settore energetico e ad un recupero della fiducia in grado di rafforzare e stimolare la spesa per consumi e gli investimenti del settore privato. La riduzione della disoccupazione, che stime non ufficiali danno intorno al 15%-20% (circa il doppio di quella indicata dalle stime governative) rimane uno degli obiettivi principali di medio periodo in presenza di una forza lavoro in rapido aumento. La ripresa dell'economia egiziana richiede dunque l'applicazione di un programma governativo che migliori il clima degli investimenti e favorisca la modernizzazione industriale del paese. Di rilievo è la recente firma di un accordo di *partnership* siglato tra Egitto ed Unione Europea per aumentare la capacità di concorrenza dei prodotti egiziani.

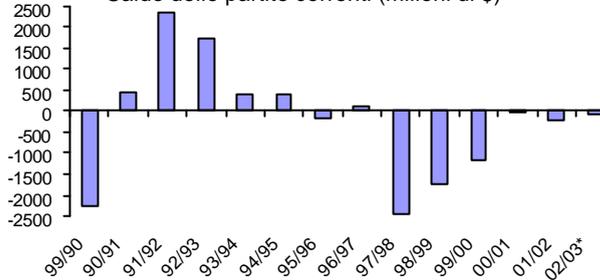
Egitto	00/01	01/02	02/03p
Popolazione (milioni di abitanti)	65,3		
Pil pro capite (in US\$)	2.158		
Pil (var. % annua)	3,3	1,6	2,0
Prezzi al consumo (var. % annua)	2,3	2,5	2,8
Cambio contro US\$	3,964	4,645	5,110

Fonte: ns elaborazioni su dati Economist Intelligence Unit

TASSO DI CAMBIO DELLA LIRA EGIZIANA CONTRO DOLLARO USA



Saldo delle partite correnti (milioni di \$)



LE MOLTE VITE DELLA CARTA

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

- Nel 2001, oltre il 50% della produzione nazionale di carta è stata ottenuta con carta da macero. Di questa il 32% è provenuta dalla raccolta differenziata che ha registrato, nello stesso anno, una crescita dell'11%, sottraendo alle discariche 1,5 milioni di tonnellate di carta, cartone e cartoncino.
- La sensibilizzazione a differenziare la raccolta (finora appannaggio delle regioni settentrionali) ha registrato una forte diffusione anche al Sud che, nel 2001, ha mostrato un incremento del 55% con particolare riferimento alla Campania (140%) e a Napoli (849%).
- L'Italia è tra i paesi che maggiormente utilizzano il macero (il quarto in Europa), ma il tasso di raccolta nazionale (carta recuperata/carta prodotta) è ancora uno dei più bassi, circa il 44% contro quasi il 74% della Germania e il 63% dell'Olanda.

La cultura del recupero della carta, che ha mostrato un grande sviluppo in Italia negli ultimi anni, non ha soltanto un valore ambientale ma anche un importante significato economico. Grazie alla particolare proprietà della cellulosa di poter essere utilizzata più volte per produrre carta, è possibile sostituire, per quasi tutti i tipi di fabbricazioni, le fibre vergini di cellulosa, derivanti direttamente dagli alberi, con fibre riciclate provenienti dalla carta recuperata. L'utilizzo della carta da macero presenta anche altri importanti vantaggi come la riduzione dei consumi energetici ed idrici. Per certe tipologie di carta, ottenere la stessa quantità di prodotto finito partendo dal 100% di carta da macero, piuttosto che dall'albero, consente un considerevole risparmio del consumo d'acqua (fino all'80%) e del fabbisogno energetico (fino al 50%).

Inoltre, grazie alla crescente diffusione tra le famiglie della raccolta differenziata e l'utilizzo della carta usata da parte dell'industria cartaria, l'Italia ha sensibilmente ridotto la sua cronica dipendenza dall'importazione di carta da macero. Se fino a metà anni 90 eravamo importatori netti per 1,5 milioni di tonnellate di carta straccia, nel 2001 abbiamo ridotto gli acquisti a sole 400 mila tonnellate. L'Italia è entrata inoltre nel novero delle nazioni esportatrici, giungendo a vendere all'estero più di 200 mila tonnellate di carta straccia, con un incremento del 70% su base annua. In particolare, è divenuto significativo il trend di crescita dell'export italiano verso Slovenia e Croazia e alcuni paesi dell'Estremo Oriente (Cina, India e Indonesia).

Come il legno e il vetro, anche la filiera della carta è a circuito chiuso: sono le stesse cartiere a trasformare e imballare la carta già utilizzata che rientra successivamente nel ciclo produttivo. Gran parte della produzione cartaria viene realizzata con materiale riciclato (per esempio il 90% dei cartoni ondulati) con una soddisfacente riduzione dei costi, viste le frequenti fluttuazioni verso l'alto del prezzo della cellulosa. Ma nella filiera c'è spazio anche per chi cura la raccolta. Per i rifiuti urbani il compito è svolto dalle municipalizzate, mentre per quelli prodotti dalle aziende l'incarico è affidato delle imprese maceriste, un centinaio circa, che si occupano anche della selezione, la pulitura e la consegna dei materiali alle cartiere. Il macero viene impiegato prevalentemente, ovvero per l'83%, nel settore degli imballaggi (le carte ed i cartoni da imballaggio prodotti in Italia sono fabbricati per il 99,8% con materiale di recupero). Gli altri usi del macero sono: 7% nel settore delle carte per usi grafici-editoriali, 6% nel settore delle carte per uso igienico-sanitario e 4% in settori vari del comparto cartario.

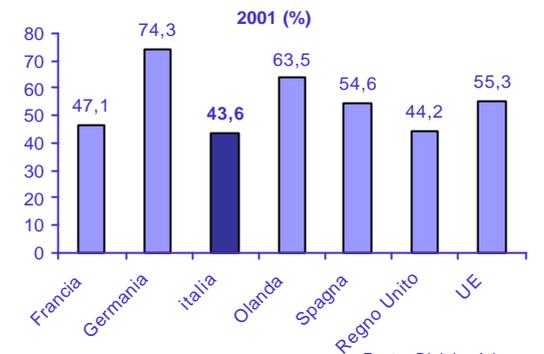
Nel 2001, la produzione cartaria italiana è stata di quasi 9 milioni di tonnellate; per produrre questo materiale, sono stati utilizzati 4,6 milioni di tonnellate di carta straccia, di cui 1,5 milioni sono provenuti dalla raccolta differenziata, circa 2,7 milioni dalle raccolte industriali e commerciali e 600 mila tonnellate dalle importazioni. L'incremento dell'uso di macero da parte delle cartiere è stato reso possibile dalla maggiore disponibilità di macero nazionale, generata negli ultimi anni dalla raccolta differenziata che, nel 2001, ha registrato una crescita dell'11% su base annua, sottraendo alle discariche quasi 1,5 milioni di tonnellate di carta, cartone e cartoncino. L'Italia è tra i paesi che maggiormente utilizzano il macero (il quarto in Europa), ma il tasso di raccolta nazionale (carta recuperata/carta prodotta) è ancora uno dei più bassi a livello europeo, circa il 44% contro quasi il 74% della Germania e il 63% dell'Olanda. Negli ultimi anni si sono registrati sensibili miglioramenti, e anche gli interventi a livello legislativo sono andati nella direzione di incoraggiare sempre più il recupero di carta usata. Se in termini assoluti le Regioni del Nord confermano il proprio primato nella raccolta differenziata di carta e cartone, sono le regioni del Sud e, in parte, quelle del Centro, a registrare i maggiori incrementi rispetto all'anno precedente. Il Meridione, vero motore della crescita della raccolta, ha superato il 55,2% contro l'8,2% delle regioni del Centro e il 7,6% di quelle del Nord, che mantengono però il primato in termini assoluti. Particolarmente attiva è risultata Napoli con un incremento dell'849%. In quantità assoluta, la Regione che ha riciclato più carta è la Lombardia con 500 mila tonnellate, seguita dal Veneto con 180 mila e dalla Toscana con 165 mila.

RACCOLTA DIFFERENZIATA DI CARTA IN ITALIA

	1999	2000	2001	var % 01/00
migliaia tonnellate				
Italia	1246	1348	1500	11,3
Nord	934	982	1057	7,6
Centro	235	268	290	8,2
Sud	78	99	154	55,6

Fonte: Comieco

TASSO DI RACCOLTA* IN EUROPA



(* carta recuperata/carta prodotta)

Fonte: Ricicla, Atia

IL MERCATO IMMOBILIARE DEGLI ALBERGHI RALLENTA IN EUROPA

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

- In Europa dopo la flessione registrata nella prima parte del 2002, negli ultimi mesi dell'anno il numero delle compravendite di hotel di importo superiore ai 7,5 milioni di euro ha ricominciato a salire, colmando in parte il ritardo rispetto al 2001.
- In tutti i principali paesi europei il maggior numero di compravendite di alberghi di lusso si concentra nelle capitali (Londra, Parigi, Roma). Quello inglese, sebbene in frenata, rimane ancora il mercato più liquido.
- Il *sale & lease back* è lo strumento finanziario con cui negli ultimi anni sono state concluse la maggior parte delle operazioni di acquisto.

Il mercato immobiliare degli alberghi di lusso nel corso del 2002 ha subito un rallentamento dovuto in larga misura alla brusca frenata dei primi sei mesi. Nella seconda parte dell'anno una serie di importanti compravendite ha permesso di recuperare in parte il ritardo rispetto al 2001. Gli investimenti in singoli immobili con valore superiore ai 7,5 milioni di euro, infatti, dopo il boom registrato nel corso dell'anno precedente, sono scesi del 45% circa (settembre 2002 su settembre 2001) pari a meno 1,1 miliardi di euro. Nonostante ciò il prezzo per singola stanza è sceso solo del 4%. Tale cifra si deve alla vendita di due hotel di lusso (ANA Grand Hotel a Vienna e l'Hilton London Park Lane) che da soli hanno

rappresentato circa 1/3 del valore totale delle transazioni del periodo considerato. Escludendo queste due compravendite, la caduta del prezzo per stanza sarebbe stata del 26% circa. Negli ultimi anni, l'andamento è risultato molto differenziato tra i vari paesi europei. In Francia gran parte delle transazioni riguarda l'area di Parigi, dopo tre anni caratterizzati da una discreta crescita nel numero delle compravendite, nel 2002 si è registrato un calo a causa della forte dipendenza del mercato parigino da quello americano e del generale rallentamento economico. Fino a settembre, le transazioni rilevate sono state solo due, rispettivamente di importo pari a 32 milioni di euro (46.000 euro per stanza) e circa 24 milioni di euro (74.000 euro per stanza). La rigida regolamentazione all'ulteriore sviluppo urbanistico della città fa tuttavia ipotizzare una ripresa delle compravendite a partire da quest'anno. In Germania si sono registrati due anni di forte crescita: nel 2000 gli investimenti nel settore hanno raggiunto il livello record di 610 milioni di euro, scesi poi a 350 nel 2001. Al buon andamento dell'attività di investimento hanno contribuito soprattutto significativi acquisti di quote di alberghi a quattro e cinque stelle da parte dei fondi chiusi e aperti che tuttavia si sono interrotte nel 2002, quando solo una è stata la compravendita rilevata (sempre nella categoria superiore ai 7,5 milioni di euro): si tratta di un immobile del valore di 32,5 milioni di euro che comprende 12.000 metri quadrati utilizzati anche dalla Deutsche Bank. Nel prossimo futuro la ripresa del mercato immobiliare alberghiero tedesco appare condizionata da quella più generale dell'economia del paese. Un nuovo aumento delle transazioni potrebbe comunque realizzarsi nel breve periodo anche in assenza di una consistente ripresa del ciclo economico. Nel caso di un persistente andamento negativo della borsa, infatti, gli investimenti immobiliari grazie alla loro natura di lungo termine (soprattutto nel caso degli alberghi) potranno essere favoriti.

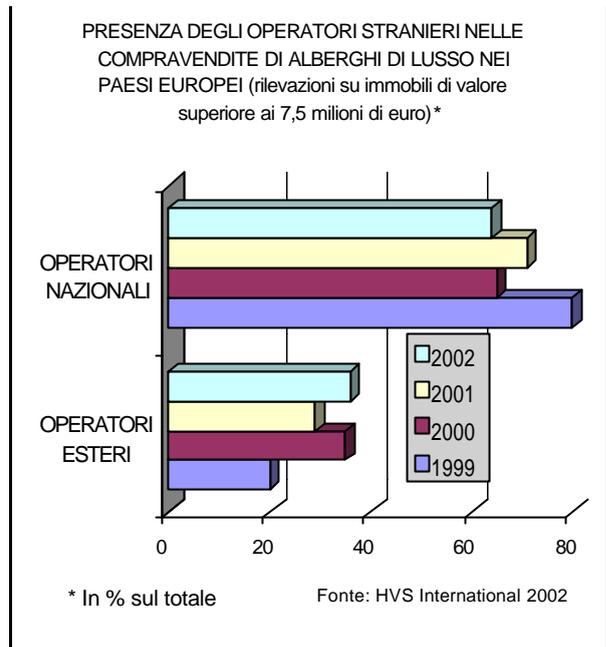
In Italia il mercato immobiliare degli alberghi è tradizionalmente poco liquido. Negli ultimi anni è infatti possibile rilevare una sola grande operazione per anno. Nei primi nove mesi del 2002 due grandi alberghi hanno cambiato proprietà in Sicilia e a Napoli (per un importo complessivo pari a circa 24 milioni di euro, 119.000 euro a stanza).

In Spagna il mercato si sviluppa soprattutto nelle aree di Madrid e Barcellona, tuttavia alberghi di elevato valore e un buon numero di transazioni si rilevano anche nei luoghi di villeggiatura. Nonostante quello spagnolo sia un mercato tradizionalmente "domestico", è in crescita l'interesse degli operatori stranieri, soprattutto inglesi e tedeschi. Nel 2002 le compravendite di rilievo sono state sei, per un valore complessivo di 145 milioni di euro (ben lontani dai 600 del 2001). In Spagna, inoltre, a differenza degli altri paesi, esiste un vivace mercato di alberghi ancora in costruzione.

Il Regno Unito rappresenta in Europa una realtà a parte, si tratta infatti di un mercato molto liquido che da solo copre circa il 37% di tutte le transazioni annue rilevate in Europa (anche se tale quota è in declino). Londra rappresenta il teatro principale delle compravendite, negli ultimi anni tuttavia il mercato nelle provincie ha mostrato una forte crescita (+84% a/a nel 2001, arrivando a totalizzare 395 milioni di euro di compravendite). Nel corso del 2002 il mercato è stato piuttosto debole, e il numero di alberghi che hanno cambiato proprietario è sceso notevolmente, soprattutto a causa dell'ampia disparità tra prezzi di domanda e offerta.

Complessivamente, in tutti i paesi europei il mercato (sempre con riferimento a singole operazioni) risulta dominato dalle transazioni domestiche; tuttavia di recente è aumentata la presenza degli operatori stranieri che da una quota del 20% del numero complessivo di compravendite nel 1999 è arrivata nel 2002 al 36%.

Negli ultimi anni gli operatori del settore (soprattutto nel Regno Unito, Germania e Francia) hanno fatto un progressivo ricorso al *sale & lease back*, un'operazione con cui l'impresa trasferisce la proprietà di un immobile ad una società di leasing e stipula con la stessa un contratto di locazione del bene ceduto. In questo modo la società reperisce liquidità monetizzando un asset del quale in effetti non si priva. Nel complesso, le operazioni portate a termine con questa procedura negli ultimi due anni ammontano a circa 3,5 miliardi di euro.



L'EVOLUZIONE DEI PRESTITI SINDACATI NEL 2002

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

- A livello mondo, nel 2002, i volumi dei prestiti sindacati hanno riportato una contrazione del 14% a/a con andamenti divergenti negli Stati Uniti (-10% a/a) e in Europa (+3% a/a). L'Italia con \$35 mln. (+10% a/a) ha una quota pari al 6,7 del mercato europeo e al 2% di quello mondiale.
- Tra le prime 50 banche con incarico di "arranger" figurano solamente due operatori italiani.
- In Europa i tassi applicati hanno riportato, per il settore privato, un incremento di 22 centesimi attestandosi a +177 bp sull'Euribor. Nel settore pubblico il livello risulta costante ormai da 3 anni (+82 pb sul tasso Euribor).

Il rallentamento del ciclo economico ha determinato una riduzione dei prestiti sindacati quale fonte di finanziamento per le imprese. Nel 2002, infatti il loro ammontare è diminuito del 14% e circa il 36% di essi è stato utilizzato per rifinanziare debiti già esistenti.

Le rilevazioni provenienti dalla società Dealogic relative all'anno appena trascorso indicano che a livello globale i prestiti sindacati sono passati da circa \$2.000 mld. a poco più di \$1.700 mld. per effetto di una forte flessione negli Stati Uniti (\$967 mln., -10% a/a) e di un lieve incremento in Europa (\$509 mln., +3% a/a). Negli Usa l'ultimo trimestre dello scorso anno ha segnato il più basso ammontare dei prestiti deliberati dall'inizio del 1995. In ambito europeo si sono distinte le dinamiche vivaci di Francia e Germania (+24,9% e 65,5% a/a rispettivamente), mentre la Gran Bretagna ha segnato una riduzione del 4,5% a/a. In questo quadro l'Italia si colloca nella parte bassa della graduatoria con un ammontare di operazioni in pool pari a \$35,6 mln. (+10% a/a) ovvero il 6,7% del mercato europeo. Due operazioni relative ad imprese italiane rientrano tra le prime 10 concluse nel 2002 in Europa. La prima ha riguardato l'acquisizione del 70% della società Autostrade da parte del gruppo Benetton, mentre la seconda è costituita dal rifinanziamento di un debito pregresso di Telecom Italia. Rimane contenuta l'attività delle banche italiane: tra i primi 50 istituti di credito con incarico di "arranger" solamente due sono italiani.

Negli anni passati le società che maggiormente sono ricorse a questa tipologia di finanziamento sono risultate quelle legate al settore energetico, dei trasporti, delle telecomunicazioni. In quest'ultimo comparto ingenti finanziamenti sono stati richiesti dall'intensità del processo di innovazione e dalla forte competitività che il nuovo business dei telefoni cellulari ha generato. Molti prestiti sindacati sono stati utilizzati per finanziare operazioni di fusione/acquisizione nel periodo 1997-2000, prestiti la cui scadenza si propone proprio in questi anni.

Il mercato europeo rimane di dimensione più contenuta rispetto a quello americano. Alcune novità già operative negli Usa stanno ora arrivando in Europa. Tali innovazioni sono tese al superamento di alcune criticità quali la mancanza di un mercato secondario e di conseguenza la rigidità delle condizioni applicate alle operazioni. In effetti una caratteristica preminente del mercato europeo è il "relationship pricing", ovvero la determinazione delle condizioni delle operazioni più in funzione delle relazioni tra operatori che dalle condizioni di mercato (approccio market oriented). Questa tendenza sta lentamente riducendosi sulla spinta di diversi fattori: richieste degli azionisti, maggiore attenzione al costo del capitale, le nuove regole di Basilea 2 che quando saranno operative potranno condurre ad una valutazione diversa del rapporto con il richiedente.

Ulteriore novità è rappresentata dall'interesse mostrato per i prestiti sindacati da parte di investitori istituzionali non bancari quali fondi di investimento, fondi pensione e compagnie di assicurazione che partecipano a consorzi per finanziare operazioni soprattutto di leverage buy-out. La presenza di queste istituzioni è passata dal 3% del 2000 all'11% del 2001.

L'assegnazione di un rating ai nuovi prestiti sindacati potrebbe poi favorire la nascita di un mercato secondario. Attualmente chi partecipa ad un prestito sindacato mantiene il proprio impegno senza cederlo anche per la presenza di restrizioni al trasferimento. Negli ultimi anni lo European Loan Market Association ha lavorato per poter rendere uniforme e semplificare la documentazione richiesta. L'avvento di più sofisticate tecniche di valutazione del rischio unite al dinamismo nella gestione del portafoglio dovrebbero contribuire allo sviluppo di un mercato secondario efficiente e trasparente.

Nel 2002 riguardo alle condizioni applicate si rileva in Europa, per il settore privato, un incremento di 22 centesimi attestandosi a +177 bp sull'Euribor. Nel settore pubblico il livello dei tassi risulta costante ormai da 3 anni (+82 pb sul tasso Euribor).

Aree	Consistenze	Comp. %
Stati Uniti	989,9	57,9
Canada	40,2	2,4
Messico	6,8	0,4
Brasile	5,1	0,3
Argentina	2,0	0,1
Altri	5,2	0,3
AMERICA	1049,2	61,4
Gran Bretagna	160,8	9,4
Germania	86,0	5,0
Francia	71,0	4,2
Italia	35,6	2,1
Paesi Bassi	31,4	1,8
Russia	5,4	0,3
Ungheria	1,7	0,1
Polonia	1,1	0,1
Croazia	1,0	0,1
Romania	0,8	0,0
Altri	114,1	6,7
EUROPA	508,9	29,8
Giappone	73,0	4,3
Australia	19,5	1,1
Hong Kong	15,3	0,9
Sud Corea	9,7	0,6
Taiwan	8,2	0,5
Altri	25,5	1,5
ASIA	151,2	8,8
Prestiti sindacati globali	1709,3	100,0

Fonte: Loanware Dealogic

IN ATTESA DEL TORO

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

I mercati azionari riflettono le crescenti tensioni internazionali con una apparente fase di stallo.

Gli investitori, immobilizzati in posizioni di liquidità malgrado vengano comunque corrose dai rendimenti reali, restano ancora disorientati, più che dagli sviluppi della crisi irachena, dalle reali potenzialità di ripresa dell'economia americana, appesantita dal disavanzo record e da una *Corporate America* in debito d'ossigeno (incognite sugli utili del prossimo trimestre).

Il flop dell'atteso effetto-gennaio ha confermato l'inaffidabilità del forte rally di fine anno, funzionale solo a riaggiustamenti di portafoglio e politiche di *window dressing* in chiusura di bilanci.

Il fallimento dell'inversione di tendenza con il cedimento prolungato dei listini indica quindi che l'uscita dal canale ribassista non è ancora matura e passa attraverso il *test* dei minimi dello scorso anno toccati nella prima metà di ottobre.

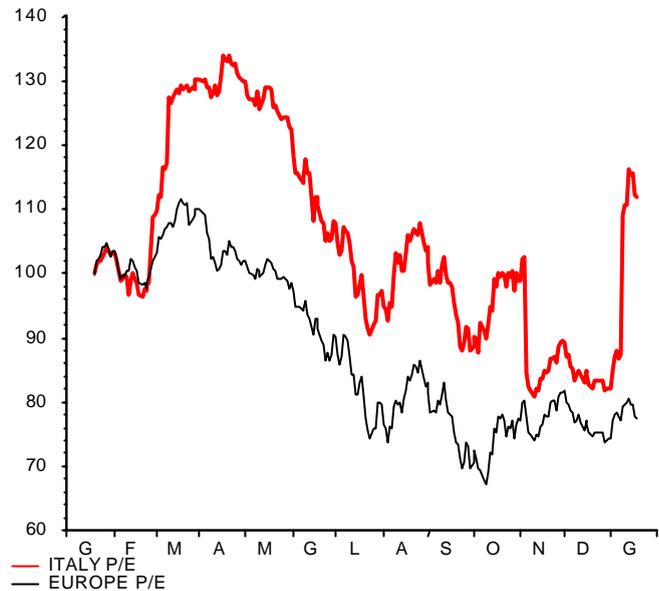
Dall'analisi storica dei P/e (cfr. secondo grafico) si può notare come il mercato sia proiettato, nel rispetto del *trend* di lungo periodo, verso un ulteriore ridimensionamento del parametro, prezzi più bassi o utili più alti.

Poiché la congiuntura economica lavora contro la seconda ipotesi, risulta molto più probabile un riallineamento delle quotazioni su livelli inferiori agli attuali.

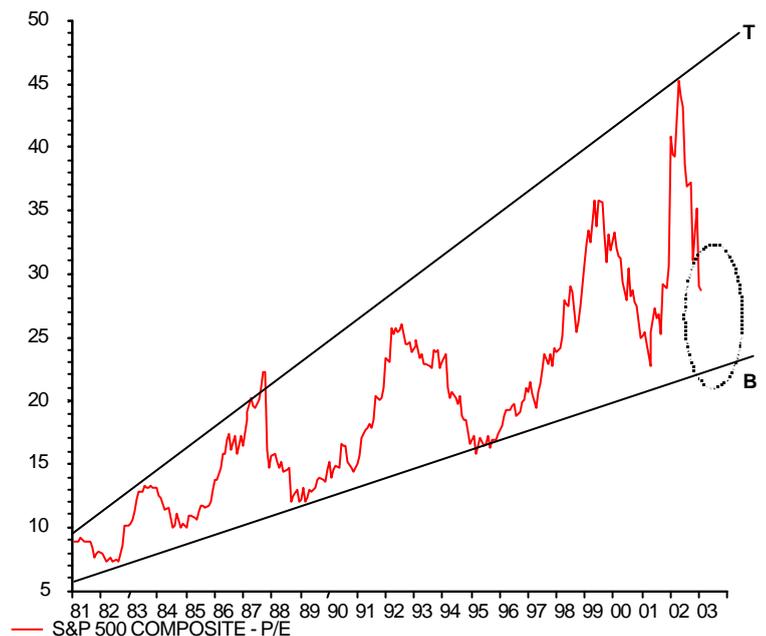
La forza di gravità dei cicli storici spinge infatti il multiplo in prossimità del limite inferiore ("B") del canale, dove l'economicità marginale ed il basso livello di valutazione raggiunto dal mercato concorreranno a realizzare l'inversione di tendenza. Considerate quindi la prospettiva di *bottom* ed il lento esaurirsi della spinta ribassista, un approccio aggressivo può avvantaggiarsi anticipatamente di un inserimento graduale sull'*equity* nelle fasi acute di debolezza.

Questo in un clima di elevata volatilità e conseguente vulnerabilità estrema degli indici a stimoli esogeni anche contrapposti, che tende a favorire il mantenimento degli *asset* in liquidità, la migliore allocazione per poter sfruttare con tempestività il prossimo cambio di scenario.

Azioni italiane più care in Europa



Wall Street: onde cicliche all'interno del fascio di luce del P/e



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

	Dati storici				Variazioni percentuali						
	31/1/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	16.801	16.638	17.485	22.844	29.834	28.094	1,0	-3,9	-26,5	-43,7	-40,2
MIB 30	22.974	22.634	23.886	31.989	42.906	41.477	1,5	-3,8	-28,2	-46,5	-44,6
DOW JONES IND.	8.054	8.131	8.342	9.920	10.646	11.358	-0,9	-3,5	-18,8	-24,4	-29,1
NASDAQ	1.321	1.342	1.336	1.934	1.934	4.131	-1,6	-1,1	-31,7	-42,4	-68,0
STANDARD & POOR'S	866	861	880	1.130	1.283	1.455	-0,7	-2,7	-24,3	-33,3	-41,2
NIKKEI 225	8.340	8.732	8.579	9.998	13.786	18.934	-4,5	-2,8	-16,6	-39,5	-56,0
FTSE100	3.567	3.604	3.940	5.165	6.175	6.930	-1,0	-9,5	-30,9	-42,2	-48,5
CAC40	2.938	2.899	3.064	4.462	5.799	5.917	1,4	-4,1	-34,2	-49,3	-50,4
DAX30	2.748	2.718	2.893	5.108	6.290	6.751	1,1	-5,0	-46,2	-56,3	-59,3
MADRID	624	653	634	803	879	1.012	-4,5	-1,6	-22,3	-29,0	-38,3
SINGAPORE	1.291	1.358	1.341	1.787	1.896	2.583	-4,9	-3,7	-27,7	-31,9	-50,0
HONG KONG	9.259	9.461	9.321	10.725	14.870	17.370	-2,1	-0,7	-13,7	-37,7	-46,7
DJ EURO STOXX50	2.248	2.235	2.386	3.670	4.702	4.849	0,6	-5,8	-38,7	-52,2	-53,6
MSCI WORLD	767	778	792	972	1.202	1.422	-1,3	-3,1	-21,1	-36,1	-46,0
MSCI EMU	117	117	124	186	233	243	-0,1	-5,5	-37,0	-49,8	-51,9
MSCI FAR EAST	1.554	1.651	1.615	1.712	2.572	3.605	-5,9	-3,8	-9,2	-39,6	-56,9
MSCI NORTH AMERICA	862	868	883	1.139	1.302	1.525	-0,7	-2,3	-24,3	-33,8	-43,5

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 4 AL 10/2/2003)

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

EVENTI

GIORNO

Martedì 4	Stati Uniti: audizione di Glenn Hubbard al Senate Finance Committee
Mercoledì 5	Stati Uniti: riunione del consiglio di sicurezza ☹
	Stati Uniti: audizione di M. Daniels, direttore OMB, al Senate Budget Committee
Giovedì 6	Regno Unito: Comitato di Politica Monetaria della Banca d'Inghilterra (annuncio tassi) Area Euro: consiglio direttivo BCE (annuncio tassi). Segue conferenza stampa.
Venerdì 7	Stati Uniti: discorso di Broaddus sullo scenario economico

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 4	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	gennaio	-17	-18
	Italia	Prezzi al consumo armonizzati	gennaio	0,2% m/m;3,0% a/a	0,0% m/m;3,0% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo armonizzati (stima flash)	gennaio	2,3%	2,1%
		Vendite al dettaglio	novembre	0,7% m/m;1,6% a/a	-0,9% m/m;-0,7% a/a
Mercoledì 5	Italia	PMI (servizi)	gennaio	55,0	54,5
	Germania	Numero di disoccupati (variazione)	gennaio	28.000	30.000
		Tasso di disoccupazione (sa)	gennaio	10,1%	10,2%
	Area Euro	PMI (servizi)	gennaio	50,6	50,6
Giovedì 6	Germania	Ordini all'industria ☹	dicembre	1,4 m/m;5,6 a/a	-1,0% m/m;1,4% a/a
	Area Euro	PIL (2^ rev.)	III tr. 02	0,3% t/t;0,7% a/a	0,3% t/t;0,8% a/a
Venerdì 7	Regno Unito	Produzione industriale	dicembre	-0,5% m/m;-1,1% a/a	0,1% m/m;-1,0% a/a
		Produzione manifatturiera	dicembre	-0,4% m/m;-1,0% a/a	-0,1% m/m;-0,9% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 4	Stati Uniti	Ordini all'industria	dicembre	-0,8%	0,5%
Mercoledì 5	Stati Uniti	ISM (non manifatturiero)	gennaio	54,2	54,7
	Giappone	Indice anticipatore	dicembre	70,0	50,0
Giovedì 6	Stati Uniti	Produttività (settore non agricolo)	IV tr. 02	5,1%	1,3%
		Costo unitario del lavoro	IV tr. 02	-0,2%	3,0%
		Richieste sussidio di disoccupazione	1 febbraio	397.000	390.000
Venerdì 7	Giappone	Consumi reali delle famiglie	dicembre	-2,0% a/a	-2,5% a/a
	Stati Uniti	Tasso di disoccupazione ☹	gennaio	6,0%	6,0%
		Variazione occupati non agricoli	gennaio	-101.000	80.000
		Scorte all'ingrosso	dicembre	0,2%	0,2%
		Credito al consumo	dicembre	-\$ 2,2 mld	\$ 3,4 mld