

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

26 novembre 2002
n. 21 - 2002

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

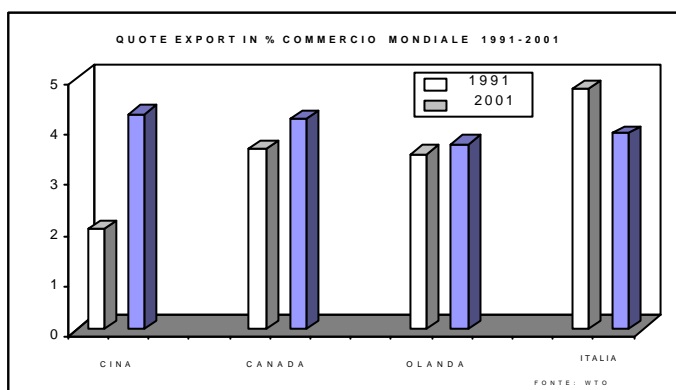
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma
Direttore Responsabile:
Giovanni Ajassa
Aut. Del Tribunale di Roma
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

PRIMI DIECI ESPORTATORI MONDIALI NEL 2001

<i>paesi esportatori</i>	<i>quota in % commercio mondiale</i>
Stati Uniti	11,9
Germania	9,3
Giappone	6,6
Francia	5,2
Regno Unito	4,4
Cina	4,3
Canada	4,2
Italia	3,9
Olanda	3,7
Hong Kong	3,1

Fonte: WTO



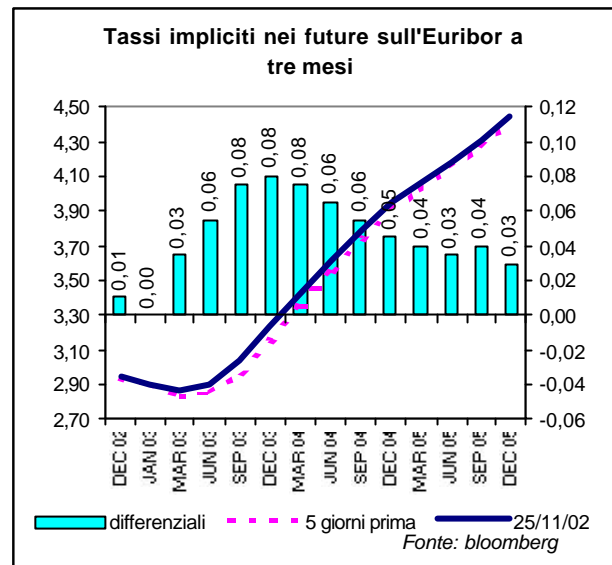
- ✓ **L'Italia perde terreno sul fronte dell'export. I dati negativi della prima metà del 2002 si combinano con una tendenza all'arretramento delle nostre posizioni visibile già da qualche anno. Nel 1991 l'Italia era il sesto paese esportatore di merci al Mondo. Nel 2001 siamo scesi all'ottava posizione. Dopo il sorpasso del Canada e della Cina, potrebbe venire in futuro il turno dei Paesi Bassi.**
- ✓ **Dopo venti anni di successi, l'economia olandese segna una battuta d'arresto. Il "polder model" non sembra, almeno nel 2002, sufficiente ad arginare i contraccolpi negativi sui Paesi Bassi delle difficoltà economiche accusate dal grande vicino e partner tedesco.**

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, i timori di deflazione si sono attenuati dopo l'accelerazione registrata dall'indice "core" dei prezzi al consumo di ottobre (0,2% m/m da 0,1% del mese precedente) e dei prezzi alla produzione di settembre (0,5% da -0,4%). Restano le preoccupazioni per la ripresa che nel quarto trimestre si trova in una fase di debolezza ("soft spot"). Gli indicatori economici si confermano misti, anche se quelli della scorsa settimana sono stati migliori delle attese. Il *leading indicator* è rimasto invariato in ottobre, dopo quattro cali consecutivi. Le nuove richieste di sussidi di disoccupazione sono scese ampiamente sotto quota 400.000. L'aumento in novembre dell'indice della Fed di Filadelfia, relativo all'industria manifatturiera, prelude ad un ritorno sopra quota 50 per il Pmi di Chicago in uscita mercoledì 27 e per l'Ism. A favore di una ripresa del ciclo gioca anche l'aggressiva manovra di allentamento della Fed al Fomc del 6 novembre, che dovrebbe dare un'iniezione di fiducia all'economia in attesa dell'adozione di nuovi stimoli fiscali da parte dell'Amministrazione Bush. Dopo una crescita del Pil nel quarto trimestre stimata nell'1% circa, il sentiero di sviluppo è previsto in accelerazione nel corso del 2003, soprattutto nella seconda metà dell'anno.



- In Europa, la scorsa settimana sono stati comunicati dagli Uffici statistici competenti i dati del Pil del terzo trimestre di Germania e Francia, quello della Spagna è atteso per mercoledì 27 novembre. Le stime della Bundesbank sul Pil tedesco sono state sostanzialmente confermate in un incremento dello 0,27% t/t tra luglio e settembre che corrisponde a uno 0,4% su base annua. Invece, per la Francia il risultato è stato dello 0,2% t/t (equivalente a un aumento tendenziale dello 0,8%) un risultato nettamente inferiore alle stime della vigilia e dimezzato rispetto al precedente trimestre. Nei primi nove mesi dell'anno, l'economia tedesca risulta in fase di stallo, mentre la Francia è cresciuta dello 0,8%. Sia in Germania che in Francia gli investimenti si confermano il segmento più in difficoltà. Infatti, la produzione industriale europea è diminuita in settembre dello 0,6% a/a, esprimendo il tredicesimo calo consecutivo. L'inflazione europea potrebbe stabilizzarsi a partire da novembre e scendere gradualmente da inizio 2003, sollevando non pochi interrogativi sulla decisione che la Bce prenderà alla prossima riunione del Consiglio direttivo del 5 dicembre. In quell'occasione, i banchieri centrali verificheranno una dinamica economica persistentemente più debole delle attese. Per decidere un taglio di almeno 25 centesimi a dicembre la Bce dovrebbe guardare all'inflazione attesa per il 2003; se limitasse l'ottica al 2002 potrebbe decidere di rimandare l'allentamento ai primi mesi del 2003. I tassi impliciti nei future sull'Euribor a tre mesi sono leggermente aumentati nell'arco di una settimana, ma accreditano una probabilità molto elevata a un allentamento a dicembre.
- Dai minimi registrati il 9 ottobre scorso, i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi hanno mostrato un consistente rialzo di circa 60 punti base, al 4,2% per titoli a 10 anni. Il differenziale negativo con la Germania è sceso a 34 pb da un massimo di 73 il 9 ottobre, a causa di un aumento meno consistente dei rendimenti europei. Il recupero di Wall Street e il ritorno di interesse per i *corporate bonds* hanno contribuito a far salire i tassi Usa. E' continuata la riduzione dello *spread* tra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i titoli del Tesoro a 10 anni iniziata ad ottobre (da 225 a 143 pb secondo l'indice Merrill Lynch).

Previsioni	dato storico 25/11/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	123	123	125	126	127
dollaro-euro	0,991	1,020	1,000	1,000	0,990
yen-euro	122	125	125	126	125
sterlina-euro	0,633	0,635	0,640	0,643	0,646
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,45	1,45	1,48	1,50	1,80
euro	3,08	3,10	3,10	3,15	3,40
yen	0,03	0,05	0,05	0,07	0,09
sterlina	4,00	4,00	4,05	4,20	4,70
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,15	4,15	4,18	4,35	5,05
Germania	4,54	4,55	4,58	4,75	5,15
Giappone	1,00	1,00	1,15	1,27	1,40
Italia	4,76	4,79	4,80	4,97	5,35
Gran Bretagna	4,64	4,65	4,68	4,85	5,35

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	112,0	112,1	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	0,0	0,1	0,2
2003	0,2	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	2,3	2,3	2,2
2003	2,0	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	1,9	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	103,8	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

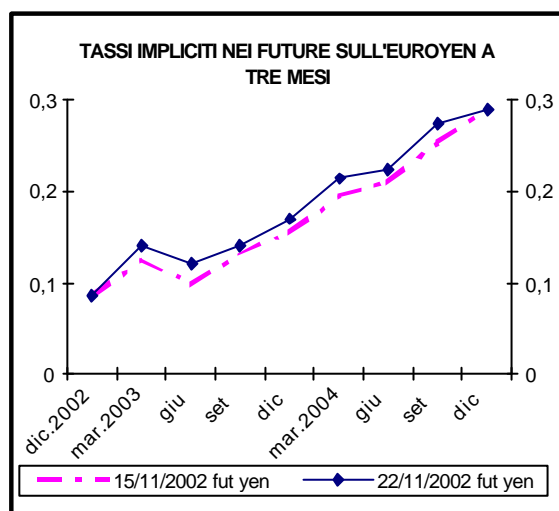
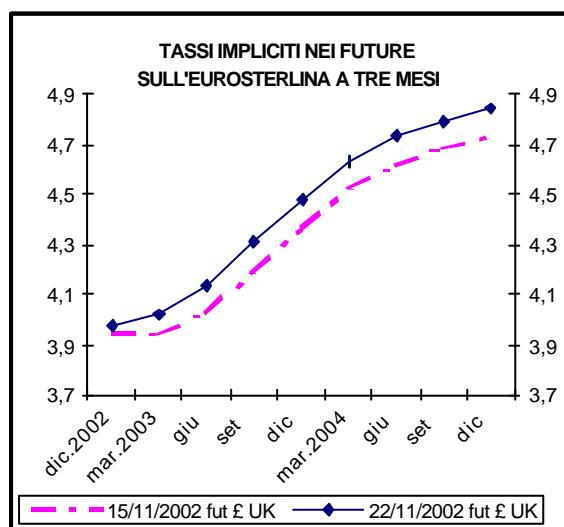
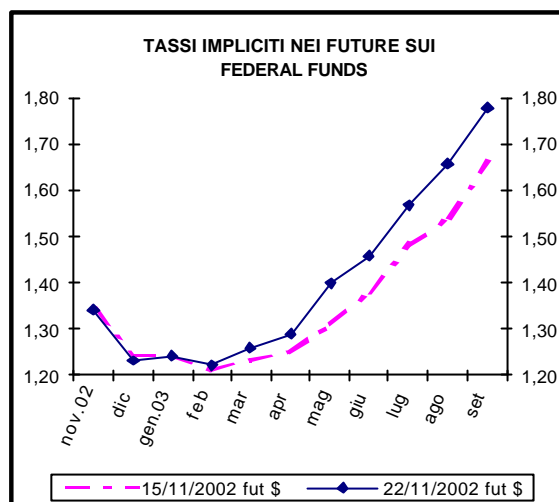
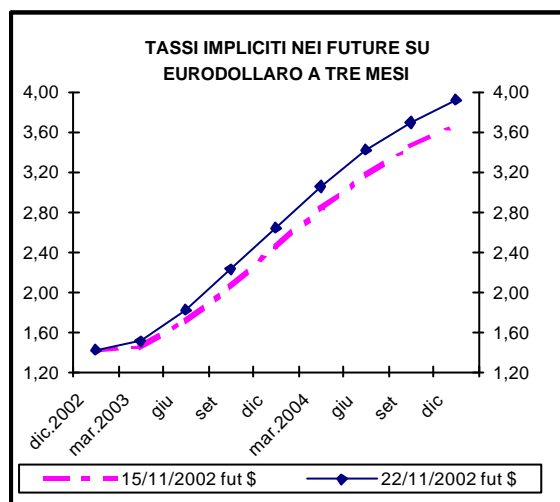
Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Venerdì 29 sarà diramata da Eurostat la stima flash sull'inflazione europea di novembre.

La nostra previsione è di un tasso di crescita tendenziale del 2,3%, con una variazione nulla o lievemente negativa rispetto al mese di ottobre. La stima incorpora una forte riduzione mensile dei prezzi dei prodotti energetici che riflettono il significativo calo delle quotazioni del greggio sui mercati internazionali. Aumenti nei prezzi dei servizi privati e dei beni alimentari saranno più che compensati da riduzioni nei prezzi dei carburanti. I dati anticipatori di novembre hanno finora indicato in Italia un aumento congiunturale dello 0,3% e in Germania un calo dello 0,4%.

PANORAMA TASSI & EURO

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



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. %		
	dell'euro contro le altre valute						
	22/11/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	1,002	1,003	0,977	1,179	-0,05	2,62	-14,97
Dollaro canadese-euro	1,584	1,587	1,527	1,800	-0,20	3,71	-12,04
Dollaro australiano-euro	1,779	1,781	1,764	1,910	-0,10	0,82	-6,87
Dollaro Nuova Zelanda-euro	1,992	2,007	2,021	2,223	-0,78	-1,44	-10,41
Yen-euro	122,880	121,050	122,320	133,730	1,51	0,46	-8,11
Yen-dollaro USA	122,650	120,495	125,175	111,650	1,79	-2,02	9,85
Franco svizzero-euro	1,472	1,466	1,469	1,617	0,37	0,17	-8,97
Sterlina britannica-euro	0,634	0,636	0,632	0,711	-0,42	0,32	-10,91
Corona svedese-euro	9,018	9,084	9,109	9,470	-0,72	-1,00	-4,77
Corona danese-euro	7,427	7,426	7,432	7,450	0,01	-0,06	-0,31
Corona norvegese-euro	7,305	7,303	7,434	8,855	0,03	-1,74	-17,51
Tallero sloveno-euro	229,723	229,390	228,899	189,045	0,15	0,36	21,52
Zloty polacco-euro	3,942	3,944	4,030	4,071	-0,07	-2,20	-3,19
Corona ungherese euro	236,980	237,300	242,250	251,480	-0,13	-2,18	-5,77

Fonte: Datastream

OLANDA: IL "POLDER MODEL" ALLA PROVA DEL VENTENNIO

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

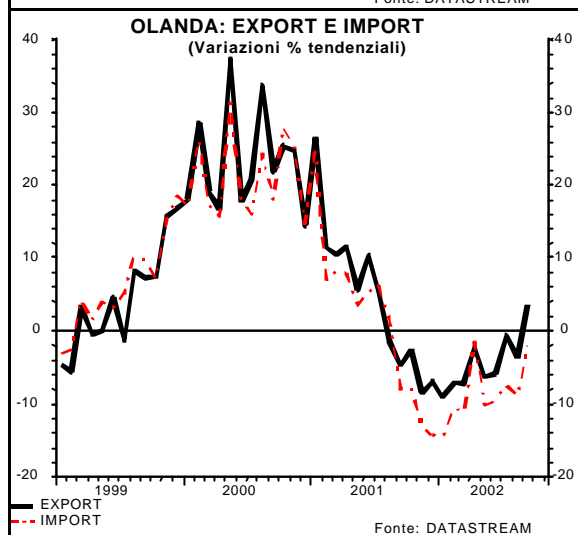
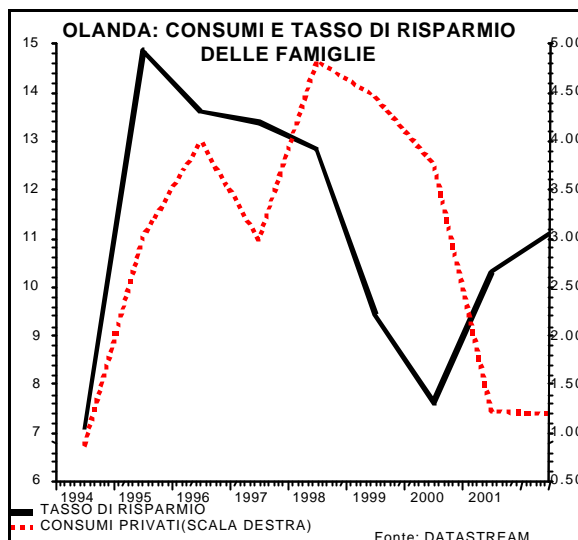
- Dopo un ventennio di decisi progressi fino ad imporsi al mondo come un modello, l'Olanda oscilla da oltre un anno tra recessione e stagnazione. Il ruolo di protagonista sulla scena del commercio mondiale e il rapporto preferenziale con la Germania hanno reso il paese particolarmente vulnerabile alla sfavorevole congiuntura internazionale.
- Le previsioni puntano su un recupero solo graduale nel prossimo biennio.
- La crisi del modello olandese, il cosiddetto "polder model", ha contagiato anche la compagine politica. Dopo 8 anni di stabilità sotto la guida del governo di centro-sinistra di Wim Kok, le elezioni di maggio hanno assegnato il potere a una debole coalizione di centro-destra che ha resistito solo 87 giorni, aprendo la strada a nuove elezioni a gennaio 2003.

L'Olanda proviene da un ventennio di progressi. Importante nel 1982 fu l'accordo di Wassenaar sulla politica dei redditi sottoscritto da imprenditori e sindacati. Con l'accordo di Wassenaar i sindacati si impegnavano alla moderazione salariale, in cambio di piani per aumentare l'occupazione. Veniva così debellato un grave male olandese degli anni '70: la perdita di competitività dovuta ad aumenti salariali superiori agli incrementi di produttività. Dal 1982, il Pil è cresciuto mediamente del 3% annuo, il tasso di disoccupazione è crollato dall'8% del 1987 all'attuale 2%, il deficit di bilancio si è tramutato in un surplus dal 1999, il debito nel 2001 è calato fino al 53% del Pil. L'Olanda si è imposta come un modello: il cosiddetto "polder model" fondato sulla ricerca di consenso tra governo, imprenditori e sindacati.

Ma il "polder model" non ha immunizzato i Paesi Bassi dalla crisi internazionale. La crescita economica ha cominciato a rallentare all'inizio del 2001, fino a cadere in recessione nella seconda metà dell'anno. Tra aprile-settembre 2002 il Pil è tornato ad esprimere variazioni congiunturali positive, ma vicine allo zero, tipiche di un'economia in stagnazione. Era, d'altra parte, inevitabile che la crisi internazionale penalizzasse l'Olanda a causa della sua decisa apertura all'estero. Nel 2001, i Paesi Bassi si collocavano al nono posto della graduatoria dei più importanti esportatori/importatori del mondo. La quota dell'export olandese su quello mondiale oscilla da un decennio tra il 3,6% e il 3,9% ed è di poco inferiore a quella dell'Italia, un paese decisamente più ricco per reddito nazionale prodotto. Il 26% dell'export olandese è destinato alla Germania, che è il primo partner commerciale, il resto va a Benelux, Francia, Gran Bretagna, Italia, Est-Europa e Usa. L'Olanda ha una fiorente agricoltura e i prodotti dell'agro-alimentare sono venduti all'estero, cui sono anche destinati macchinari, prodotti chimici e carburanti. Il brusco calo dell'export e dell'import (vedi grafico), dipeso dal rallentamento mondiale e dalla recessione in Germania, spiega gran parte delle difficoltà olandesi.

Ma anche la domanda interna ha subito un brusco ridimensionamento. Gli investimenti hanno archiviato il sesto calo tendenziale nel terzo trimestre 2002, i consumi privati hanno frenato sulla scia di un significativo peggioramento del clima di fiducia. Un impatto negativo l'ha giocato l'inflazione che nel 2001 si è impennata fino al 5%, insieme al deterioramento del mercato del lavoro dove il tasso di disoccupazione, pur bassissimo, ha teso a salire (2,4% in settembre). Il calo dei corsi azionari ha fatto sentire le famiglie più povere, il tasso di risparmio è così aumentato sensibilmente nel 2001 (vedi primo grafico) e potrebbe rimanere a livelli elevati, nonostante la riforma fiscale del 2001 abbia tagliato l'aliquota massima sul reddito al 52% dal 72%.

Il surplus di bilancio, conseguito tra il 1999 e il 2001, ha consentito di lasciare operare gli stabilizzatori automatici a sostegno del ciclo, riportando però il bilancio in deficit dal 2002. Per contenere la deriva dei conti pubblici la legge finanziaria 2003 ha predisposto aumenti delle entrate e tagli alle spese che potrebbero minare la fragile ripresa. Le maggiori entrate seguiranno alla cancellazione di detrazioni fiscali concesse a imprese e privati. I tagli alle spese colpiranno il settore pubblico e le risorse destinate alle autorità locali. Le previsioni propendono per un'uscita lenta e graduale del paese dalla stagnazione, trainata dall'atteso recupero della congiuntura internazionale, rendendo improbabile rivedere il pareggio del bilancio pubblico tra il 2003-2004.



Olanda	1999	2000	2001	2002*	2003*
Pil nazionale (reale)	4,0	3,3	1,3	0,1	1,4
(variazioni % annue)					
Consumi privati	4,7	3,6	1,2	1,0	2,2
Consumi pubblici	2,5	1,9	3,1	2,7	1,6
Investimenti	7,8	3,5	-0,8	-3,3	0,7
Exp. beni e servizi	5,1	10,9	1,7	-2,6	3,1
Imp. beni e servizi	5,8	10,6	1,9	-3,3	0,9
Tasso d'inflazione arm.	1,8	2,0	2,3	4,0	3,2
Deficit/Pil	0,7	2,2	0,1	-0,8	-1,2
Debito/Pil	63,1	55,8	52,8	51,0	50,1
Bilancia commerc./Pil	4,0	5,3	3,3	3,8	3,3

* Previsioni Fonte: contabilità nazionale e Comm.europea

ITALIA: IL NODO DELL'EXPORT

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

- Nei primi sette mesi del 2002, le nostre esportazioni di merci sono calate in quantità del 2%. Nello stesso periodo, Francia e Germania, hanno invece guadagnato il 2%. La flessione dell'export italiano si è maggiormente concentrata nell'area UE (-4%) e in particolare hanno sofferto le vendite alla Germania, che hanno registrato un calo secco del 9%.
- Nel 2001, la quota dell'Italia sull'export mondiale è stata pari al 3,9%. Il Paese è risultato ottavo nella classifica dei maggiori esportatori. Dieci anni prima, nel 1991, l'Italia si trovava al sesto posto con una quota che sfiorava il 5%. Nel 1999 siamo stati sorpassati dal Canada e nel 2000 dalla Cina. A fine 2002 potrebbe essere la volta dell'Olanda.

I conti economici trimestrali in uscita nella prima decade di dicembre metteranno in chiaro l'emergenza export che sta vivendo l'industria italiana in questa fase della congiuntura. Nei primi sette mesi dell'anno le nostre esportazioni di merci sono calate in quantità del 2%. Nello stesso periodo, Francia e Germania, hanno invece guadagnato il 2%. La flessione dell'export italiano si è maggiormente concentrata nell'area UE (-4%) e in particolare hanno sofferto le vendite alla Germania, che hanno registrato un calo secco del 9%. Su questo mercato, alla riduzione della domanda si è associato un calo della quota di mercato in quantità a favore delle economie in transizione e della Cina, maggiore per l'Italia che per gli altri paesi industriali. Il lieve aumento registrato nel volume delle esportazioni verso l'area extra-Ue è lontano dal controbilanciare la flessione delle vendite nell'area comunitaria. La riduzione delle vendite in Giappone, nel Sud-Est asiatico e in misura maggiore nell'area del Mercosur è stata comunque più che compensata dagli incrementi negli Stati Uniti, Russia, nei paesi dell'Europa centro-orientale, ma soprattutto in Cina.

Già da prima dell'estate, il *trend* degli ordini esteri delle imprese italiane si era appiattito, indicando sostanzialmente stagnazione. I segnali che giungono dal fronte internazionale non promettono bene per il *made in Italy*. C'è il rischio di un ulteriore peggioramento nel quarto trimestre, qualora la crisi dell'economia tedesca dovesse prolungarsi.

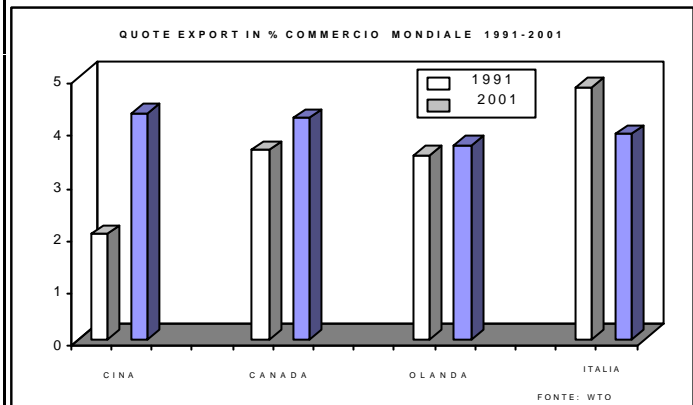
La bassa marea che ha coinvolto il commercio mondiale nel 2002 si è tramutata in una vera e propria secca per gli scambi europei e italiani in particolare. La causa sta nell'erosione della competitività, che si è tradotta in una perdita di quote di mercato in tutti i comparti in cui l'Italia aveva manifestato in passato un netto vantaggio competitivo. Basta dare uno sguardo alle cifre. Nel 2001, la quota mondiale dell'Italia sull'export mondiale è stata pari al 3,9%. Il Paese è risultato ottavo nella classifica mondiale dei maggiori esportatori. Dieci anni prima, nel 1991, l'Italia si trovava al sesto posto con una quota che sfiorava il 5%. Nel 1999 siamo stati sorpassati dal Canada e nel 2000 dalla Cina. A fine 2002 potrebbe essere la volta dell'Olanda, che aveva una quota del 3,7% lo scorso anno. L'export italiano sul mercato mondiale ha subito una sensibile erosione particolarmente nella seconda metà degli anni Novanta, una fase che ha visto la progressiva stabilizzazione della lira culminata nel passaggio all'euro. La flessione complessiva della quota italiana è stata determinata in misura analoga dai negativi effetti competitività e struttura. Il primo riflette i mutamenti nei prezzi relativi e negli altri fattori che determinano il successo concorrenziale; l'effetto struttura dipende invece dal grado di conformità tra la specializzazione geografica e settoriale dell'Italia e i cambiamenti nella composizione della domanda mondiale.

Le esportazioni costituiscono dunque l'anello debole dell'economia italiana. Anche l'eventualità di uno sviluppo più robusto della domanda internazionale non sembra poter aggiungere molto alla crescita, vista la difficoltà delle imprese italiane ad "adattarsi" alle modifiche della domanda mondiale. Nel breve periodo, non ipotizziamo recuperi di quote di mercato da parte delle imprese italiane. La crescita delle esportazioni, pressochè nulla nel 2002, non dovrebbe superare il 5% nel 2003 e rimarrebbe inferiore a quella delle importazioni. Il contributo del saldo estero alla crescita del Pil si manterrebbe così di segno negativo. Resta centrale l'obiettivo di un miglioramento non episodico della concorrenzialità del nostro apparato produttivo. Si tratta almeno di arrestare la tendenza riscontrata nel passato decennio, investendo soprattutto sulla qualificazione dei prodotti e sui servizi post-vendita, a prescindere dall'andamento dei prezzi relativi determinato dal cambio effettivo reale.

PRIMI DIECI ESPORTATORI MONDIALI NEL 2001

paesi esportatori	quota in % commercio mondiale
Stati Uniti	11,9
Germania	9,3
Giappone	6,6
Francia	5,2
Regno Unito	4,4
Cina	4,3
Canada	4,2
Italia	3,9
Olanda	3,7
Hong Kong	3,1

Fonte: WTO



EDITORIA 2001: PIÙ EDITORI MENO LETTORI

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

I primi dati del 2001 ci mostrano un'editoria libraria in piena vitalità con editori (+2%) e pubblicazioni in aumento (+4%) e un'offerta ricca di novità. In realtà il dinamismo del 2001 appare circoscritto al periodo successivo all'11 settembre e alle vendite natalizie, grazie agli *istant book* legati al tema del terrorismo e ad altri *best sellers*.

Il mercato editoriale e i costumi degli italiani in fatto di lettura non sembrano aver subito trasformazioni. Anzi, secondo gli ultimi dati AIE, l'indice di lettura in Italia continua a calare scalfendo anche quello "zoccolo duro" di 2,7-3 milioni di persone (i veri lettori) su cui lavora gran parte della libreria di assortimento e dell'editoria di catalogo.

Gli sviluppi del digitale non hanno ancora portato nuova linfa al mercato editoriale. La resistenza all'uso degli *e-book* da parte dei consumatori "veri", la qualità decisamente superiore della carta come mezzo, l'inadeguatezza e il costo del *software* hanno, almeno per ora, frenato la sua diffusione.

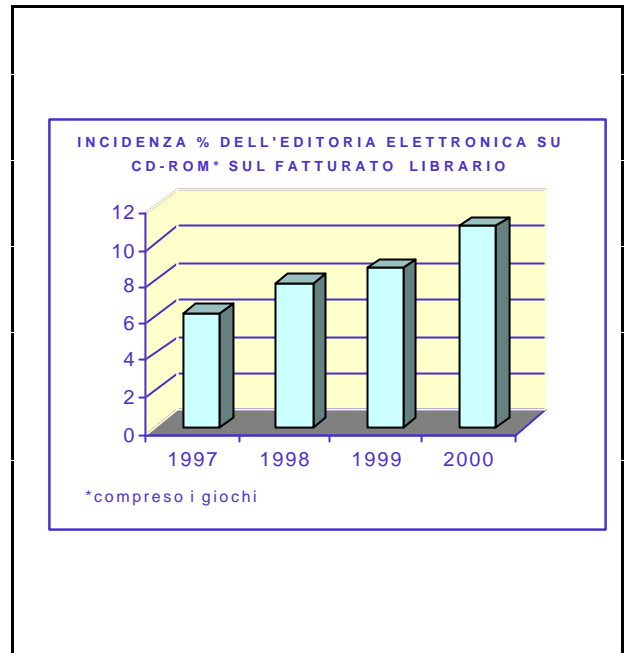
Il 2001 appare come un anno molto positivo per l'editoria italiana. Nel corso dell'anno si è registrato un aumento del numero di editori, quasi tutti molto piccoli, cresciuti del 2% rispetto al 2000 e del numero di opere. Queste hanno superato le 50 mila unità con un incremento del 4% su base annua, per una tiratura complessiva di 241 milioni di copie. Rispetto alla produzione 2000, la distribuzione percentuale della tiratura complessiva evidenzia un'inversione di tendenza, con un incremento delle prime edizioni (+2,4%) e una diminuzione delle ristampe (-2,2%), segnale di una propensione dell'offerta verso proposte editoriali originali. L'editoria italiana sembra dunque essersi scossa dal torpore che la caratterizza da molti anni. In realtà il dinamismo del 2001 appare circoscritto al periodo successivo all'11 settembre. Nell'ultimo quadrimestre dell'anno le vendite nelle librerie medie e grandi hanno segnato un aumento dell'8%, mentre le vendite natalizie hanno portato l'incremento al 10,5%. Questo inconsueto ricorso al libro appare legato ai casi di Harry Potter e Fallaci nonché agli *istant book* sui temi connessi ai fatti dell'11 settembre. Con molta probabilità i dati relativi al 2002 non saranno altrettanto positivi.

Dal punto di vista strutturale il mercato editoriale e i costumi degli italiani in fatto di lettura non sembrano aver subito trasformazioni significative. Anzi, secondo gli ultimi dati AIE (Associazione Italiana Editori) l'indice di lettura in Italia continua a calare. A partire dal 1999, dopo un decennio in cui la lettura aveva fatto registrare modesti ma continui segnali di crescita, l'andamento si capovolge di segno: in quell'anno i lettori sono scesi dal 41,9% del 1998 al 38,0%, con una perdita dell'8,4%. La tendenza non promette di invertirsi visto che anche nel 2000 la percentuale di popolazione che dichiara di leggere almeno un libro è stabile al 38,3%, cifra molto lontana da quella media europea (75%). Il mercato dei forti lettori, coloro cioè che dichiarano di leggere oltre dodici libri all'anno sembrerebbe composto da non più di 2,7-3 milioni di persone che sono poi lo zoccolo su cui lavora gran parte della libreria di assortimento e dell'editoria di catalogo. Uno «zoccolo duro» che anch'esso sembrerebbe entrato in una fase di contrazione, avendo registrato negli ultimi tre anni una perdita di 380-400 mila persone.

L'editoria italiana sembra dunque essere caratterizzata da una produzione ricchissima, allineata a quella degli altri paesi occidentali, ma da un mercato di sbocco (interno ma anche estero e internazionale) molto più ristretto, che rende l'offerta più importante della domanda: è da questo squilibrio tra domanda e offerta che deriva la debolezza strutturale del settore.

In questo mercato pressoché stagnante i cui tassi di crescita medi annui superano di poco l'1%, uno dei segmenti trainanti negli acquisti è quello delle opere con supporti digitali, come effetto dello sviluppo dell'editoria elettronica off-line. Il volume d'affari del mercato dell'editoria elettronica su cd-rom viene stimato nel 2000 in oltre 333 milioni di euro. Dal settore dei libri per bambini in cui per primo questo abbinamento è comparso, si è esteso all'editoria tecnico-professionale. In cinque anni, dal 1995 al 2000, il mercato a valore corrente è pressoché triplicato (valeva nel 1995 109,2 milioni di euro) con un incremento medio annuo del 41,1%. L'incidenza di questo segmento sul fatturato editoriale librario è passata dal 6,2% del 1997 al 10,9% del 2000.

Gli sviluppi del digitale che fino a qualche tempo fa sembrava dover cambiare le sorti del settore, non hanno portato nuova linfa al mercato editoriale. La resistenza all'uso degli *e-book* da parte dei consumatori "veri" (un'élite che però fa il mercato), la qualità decisamente superiore della carta come mezzo, l'inadeguatezza e il costo del *software* hanno, almeno per ora, frenato la sua diffusione. L'anno decisivo per il *boom* del libro elettronico, in Italia, dovrebbe essere il 2004. Per quella data un prodotto per ora all'avanguardia potrebbe diventare d'uso comune e l'elemento trainante dell'offerta digitale non sarà tanto la letteratura di intrattenimento quanto l'editoria scolastica, professionale e la manualistica. Al momento l'editoria digitale italiana è un fenomeno di nicchia. Più che l'alternativa tra modello cartaceo e modello digitale, è destinata ad affermarsi una tendenza alla complementarità: per alcuni utilizzi come la consultazione sarà preferibile il formato elettronico, per altri, come l'approfondimento, il supporto cartaceo resterà insostituibile. Il web, come canale distributivo, è considerato ancora un'incognita, (ancor più dopo la chiusura di Zivago.com, il sito di vendita di libri *on line* nato dalla *joint venture* tra la Feltrinelli e il gruppo *Espresso*). Ma le potenzialità della rete potrebbero essere rivoluzionarie. In un futuro abbastanza prossimo si può ipotizzare la produzione di innumerevoli versioni del medesimo file da distribuire nei diversi casi, secondo le specifiche esigenze.



LE RISTRUTTURAZIONI SPINGONO L'EDILIZIA

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

- **Gli investimenti in costruzioni nel I semestre del 2002 rallentano dopo tre anni di crescita. Tengono gli investimenti in abitazioni che registrano una crescita dell'1% circa.**
- **Il comparto abitativo è sostenuto soprattutto dagli investimenti in opere di ristrutturazione, stimolati dalla legge 449/97 che permette una detrazione del 36% del costo sostenuto.**
- **In ripresa il numero e il valore delle gare d'appalto. La consistenza media dei bandi è in crescita in tutta la penisola.**
- **Le previsioni per il 2003 appaiono condizionate a una serie di fattori, tra cui soprattutto la possibile proroga della legge 449/97 e della Tremonti bis, che favorirebbe il comparto dei fabbricati a uso commerciale.**

Dopo tre anni di crescita sostenuta, superiore a quella del Pil, nel primo semestre del 2002 gli investimenti in costruzioni hanno registrato una flessione dell'1,5% rispetto allo stesso periodo del 2001. Al calo ha contribuito soprattutto l'edilizia non residenziale (-4,5%), mentre la spesa per fabbricati residenziali è aumentata di circa l'1%. Nella composizione degli investimenti in abitazioni il 52% circa è stato rappresentato da interventi di riqualificazione del patrimonio abitativo, che appaiono il segmento più vivace dell'intero comparto grazie agli sgravi fiscali del 36% in vigore fino al 31 dicembre 2002. In attesa di una possibile proroga (un emendamento approvato alla Camera prevede uno slittamento fino al 30 giugno 2003) il numero di richieste di utilizzo delle detrazioni fiscali cresce a ritmi sostenuti, grazie anche all'estensione del beneficio alle persone fisiche che acquisteranno, entro il 30 giugno 2003, immobili che fanno parte di ristrutturazioni riguardanti interi fabbricati eseguite entro il 31 dicembre 2002. Nel periodo gennaio-agosto il numero delle richieste è aumentato del 15% a livello nazionale, con punte del 36% nelle regioni del Mezzogiorno e del 19% in quelle centrali; un ulteriore aumento del 2,7% si è poi registrato anche nel mese di ottobre. Complessivamente, dal 1998, anno in cui sono stati introdotti gli sgravi fiscali, i lavori avviati sono stati pari a 1.389.922. A livello regionale la classifica è guidata dalla Lombardia, seguita dal Veneto e dall'Emilia Romagna.

L'altro versante del comparto costruzioni residenziali, quello relativo alle nuove costruzioni, sembra mostrare segnali di vivacità. Spinta soprattutto dal boom delle compravendite immobiliari, l'offerta di nuove abitazioni ha cominciato a crescere. Nel corso del 2002, infatti, si è registrato un sensibile incremento del numero di metri cubi costruiti. Secondo stime di operatori del settore, a fine anno gli investimenti in abitazioni dovrebbero risultare aumentati del 6% circa in valore e di poco più del 2% in termini di quantità, grazie soprattutto a iniziative private. La crescita delle costruzioni abitative è frutto del maggior volume di concessioni per nuove abitazioni registrato nel triennio passato: +18,8% a/a nel 1999, +0,3% a/a nel 2000 e +4,3% a/a nel 2001.

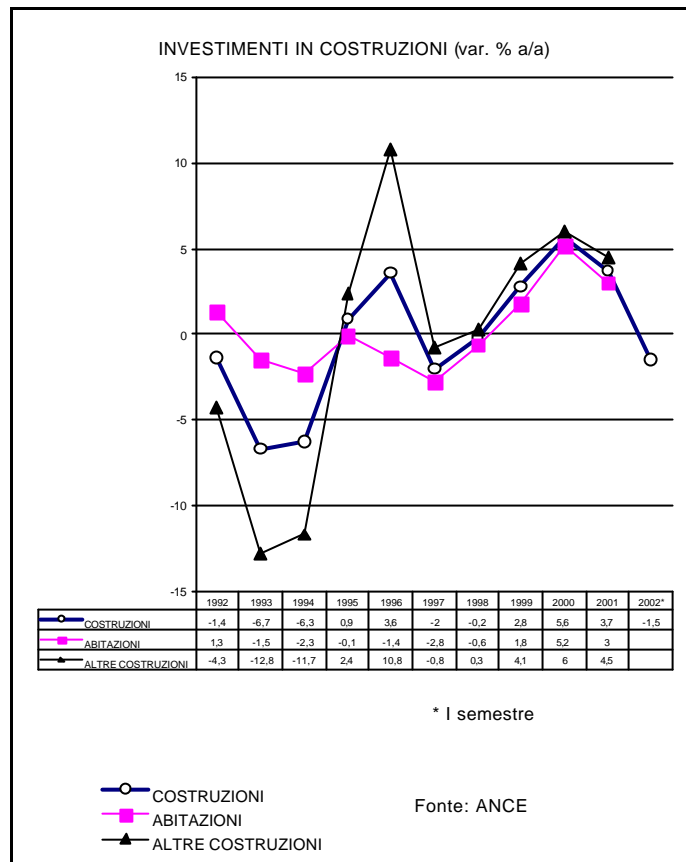
Anche l'edilizia non residenziale gode di discreta salute, dopo i 127 milioni di metri cubi ultimati lo scorso anno, nel 2002 l'incremento è stato dell'8,3% (133 milioni di metri cubi). Gli investimenti in questo comparto risultano in crescita (+8,1% nel 2001 e +3% nel 2002). Nel prossimo biennio tuttavia gli operatori prevedono un forte rallentamento e una ripresa definitiva solo nel 2005.

Nel comparto delle grandi opere, dopo la crescita dell'ultimo triennio (5% a/a nel 1999, 3,0% nel 2000 e del 2,5% nel 2001) l'anno in corso dovrebbe chiudere con un aumento poco consistente.

Sul fronte dei grandi lavori, tuttavia, nei primi dieci mesi dell'anno si registra un discreto aumento del valore delle gare d'appalto rispetto al 2001. Nel periodo gennaio-ottobre sono stati messi in gara 30.867 bandi, per un importo complessivo 19.953 milioni di euro (+24% circa rispetto al 2001). In particolare, si registra un forte aumento dei tagli sopra i 15,494 milioni di euro e una crescita del valore medio dei tagli. L'aumento ha riguardato tutte le ripartizioni territoriali, e in particolare le regioni del sud.

Nello stesso periodo si osserva un forte incremento del valore delle gare per l'affidamento di lavori stradali e autostradali, con punte considerevoli nelle regioni del centro, sud e isole.

Per il prossimo anno le previsioni di crescita del settore delle costruzioni appaiono piuttosto incerte e i dati forniti da diversi previsori sensibilmente diversi. In particolare, gran parte delle incognite sulla crescita degli investimenti nell'edilizia residenziale e commerciale riguardano la proroga di due provvedimenti attualmente allo studio: in primo luogo la detrazione per la ristrutturazioni (eventualmente estesa anche alle imprese), e in secondo luogo la Tremonti bis per l'acquisto di beni strumentali. Gli investimenti in abitazioni dovrebbero comunque essere trainati soprattutto dalle nuove costruzioni, stimolate dalla situazione ancora favorevole del mercato immobiliare.



LE IMPRESE PRODUTTIVE MUOVONO IL CREDITO BANCARIO

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

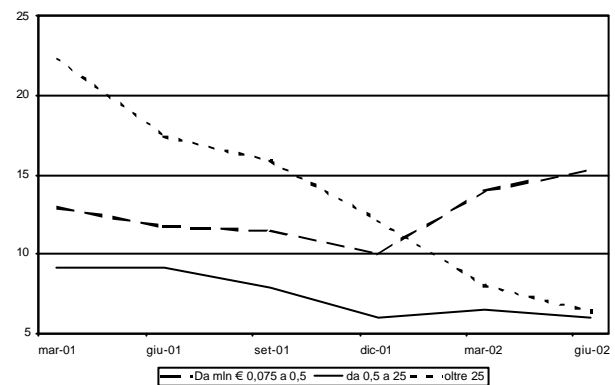
- Il confronto tra i dati relativi ai prestiti della Uem e quelli nazionali evidenzia una maggiore dipendenza delle nostre imprese dal credito bancario. Il peso di questi finanziamenti sul totale del credito per scadenza concesso dalle banche è di oltre il 66% per l'Italia.
- Dal I trimestre di quest'anno il credito a breve termine ha iniziato a segnare tendenze negative dopo aver registrato negli ultimi due anni tassi di crescita a due cifre dovuti ai prestiti destinati a operazioni di finanza straordinaria.

La decelerazione del credito registrata quest'anno ha interessato tutti i settori istituzionali, ma è stata particolarmente rilevante per i finanziamenti alle attività produttive. Rispetto al rallentamento generale dell'attività economica iniziato nella primavera del 2000, in concomitanza alla caduta dei corsi borsistici, i prestiti alle imprese italiane proseguirono un sostenuto trend di crescita chiudendo l'anno 2000 con un incremento tendenziale superiore al 12%. A due anni di distanza le ultime rilevazioni indicano un aumento di poco superiore al 5%. La discesa dei tassi di crescita dei prestiti alle imprese non ha riguardato solamente l'Italia ma è stata condivisa anche dagli altri paesi dell'area euro: gli ultimi dati disponibili per il confronto, relativi al mese di giugno, denotano per l'Italia un incremento tendenziale più vivace pari al +5,8%, rispetto al +3,6% dell'eurozona. L'analisi della tabella I conferma però una duplice tendenza relativa ai finanziamenti alle imprese che differenzia il nostro paese dal resto dell'eurozona. La prima diversità riguarda la dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario quale fonte di finanziamento: per l'Italia l'incidenza del debito delle società non finanziarie rispetto al totale dei prestiti suddivisi per durata risulta superiore al 66%, mentre il rapporto scende al 46% nell'area euro. La seconda peculiarità riguarda invece la durata del debito. Mentre per le scadenze oltre i 5 anni le incidenze sono piuttosto omogenee (19% per l'Italia, 22% per l'eurozona), molto disallineato è il peso del credito a breve termine (fino a 1 anno), con una incidenza in Italia più che doppia rispetto all'eurozona (33% contro 16% rispettivamente). Anche il credito con scadenza tra 1 e 5 anni mostra un ampio scostamento per il nostro paese (14%) e l'area euro (8%). Se è vero che tale tendenza è strutturale per l'Italia va aggiunto che il fenomeno sta lentamente rientrando, almeno per quanto riguarda i prestiti inferiori ai 12 mesi: dal I trimestre 2002 infatti questa tipologia di credito registra tassi di crescita negativi. Ad influenzare le dinamiche dei prestiti concorrono vari fattori: da una parte le ridotte necessità di finanziamenti per operazioni di fusione/acquisizione, che hanno caratterizzato l'attività di grandi imprese, in particolare del settore dell'industria e dei servizi, dall'altra la possibilità per queste società di poter ricorrere ad altre forme di finanziamento come ad esempio il collocamento sul mercato di prestiti obbligazionari a m/l termine. Tale forma di raccolta ha realizzato nel I semestre di quest'anno un incremento di 6 mld. Le indicazioni provenienti dalla Centrale dei Rischi evidenziano una sensibile riduzione del credito utilizzato da classi di operatori con fido accordato superiore a 25 mln. Questa categoria dispone del 46% del credito utilizzato ma i tassi di crescita dell'aggregato sono passati da oltre il 17% di giugno 2001 al 6,3% di giugno 2002.

L'approccio al credito per le imprese di minori dimensioni è stato oggetto di un recente lavoro della Commissione Europea che ha evidenziato come il reperimento di finanziamenti esterni interessi la maggior parte delle imprese europee di cui oltre il 99% con un numero di addetti inferiore a 250. Le forme tecniche di finanziamento maggiormente utilizzate nei diversi paesi (lo scoperto di conto per l'Italia, la Danimarca, l'Irlanda e la Svezia; il prestito per la Grecia, la Finlandia e la Germania; il leasing per la Spagna, la Francia e la Gran Bretagna) rispecchiano le diverse consuetudini che nel tempo si sono consolidate nel rapporto fra banche e Pmi. La ricerca di nuove tipologie di credito quali ad esempio l'emissione di titoli di debito, di cambiali finanziarie e certificati di investimento è orientata a ridurre nel tempo la dipendenza delle aziende dal capitale di debito quale il credito bancario che, per il momento, rimane sempre determinante per lo sviluppo delle Pmi. Un particolare riguardo viene riservato all'accesso al credito da parte delle microimprese specie nella loro fase di avvio. In questo caso l'attenzione dovrà essere posta maggiormente sulla validità dei progetti piuttosto che alle garanzie prestate.

PRESTITI ALLE FAMIGLIE E ALLE IMPRESE					
Periodo	Il sem. '02	Fino a 1 anno	Tra 1 e 5 anni	Oltre 5 anni	Totale
Composizione %					
Prestiti Area Euro		20,1	13,2	66,7	100,0
Famiglie		4,3	5,3	44,3	53,8
Società non finan.		15,9	7,9	22,4	46,2
Prestiti Italia		38,7	21,4	39,9	100,0
Famiglie		5,9	7,4	20,4	33,6
Società non finan.		32,8	14,1	19,5	66,4
Variazioni % tendenziali					
Prestiti Area Euro		-2,6	6,6	13,2	8,8
Famiglie		0,0	1,6	16,8	13,6
Società non finan.		-3,3	10,4	6,7	3,6
Prestiti Italia		-2,0	13,5	12,5	6,6
Famiglie		-1,1	6,8	11,6	8,1
Società non finan.		-2,2	17,3	13,5	5,8

CREDITO UTILIZZATO PER CLASSI DI GRANDEZZA DELL'ACCORDATO
Variazioni % tendenziali



QUOTA DI CAPITALE PROPRIO IN % - 2001

Classi di fatturato	Austria	Belgio	Francia	Germania	Italia	Portogallo	Spagna
Fino a € 7 mln	13	40	34	14	26	31	42
Tra € 7 e 40 mln	27	38	35	22	25	40	43
Oltre € 40 mln	31	39	35	31	28	51	37
Tutte le classi	28	39	35	30	27	42	38

Fonte: Banca d'Italia, Bce, Centrale Rischi, Osservatorio Europeo per le Pmi.

ASSICURAZIONI VITA: UN MERCATO IN EVOLUZIONE

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

- Il mercato dei prodotti assicurativi vita è il comparto del risparmio gestito che ha fatto registrare negli ultimi anni la dinamica più elevata.
- Nei primi dieci mesi del 2002 la nuova produzione, concentrata per il 50 per cento nelle mani di tre grandi operatori, ha raggiunto i 24 mld. di euro.
- I prodotti che hanno riscosso maggiori consensi sono state le polizze unit-linked a capitale garantito e i prodotti tradizionali, mentre si registra un calo di interesse per i prodotti index-linked.

Dopo anni di mercato in costante ascesa, il 2002 ha posto nuove importanti sfide agli operatori del settore vita. I dati diffusi dalla Iama mostrano come l'andamento sfavorevole dei mercati azionari abbia mantenuto su livelli elevati la domanda di prodotti assicurativi, specie di quelli con garanzia del capitale.

I risultati del periodo gennaio-ottobre 2002 mostrano una nuova produzione complessivamente pari a 24 mld. di euro e concentrata per il 50 per cento nelle mani di tre grandi operatori (Unicredito, San Paolo e Mps). In particolare nel mese di ottobre i bancassicuratori non sono riusciti a replicare i volumi di ottobre 2002. E' la seconda volta da inizio anno (l'altra è stata ad agosto) che i valori del mese risultano inferiori a quelli dell'anno precedente.

Nonostante le politiche commerciali siano sempre più orientate al sostegno dei prodotti vita allo sportello, nel mese di ottobre si è avuto un calo di circa il 9% rispetto al mese corrispondente dello scorso anno, con i grandi bancassicuratori che hanno fatto registrare una riduzione addirittura del 20%. Nel complesso tuttavia i risultati da inizio anno restano ampiamente positivi anche se tra i diversi comparti delle assicurazioni vita si registrano dinamiche differenti.

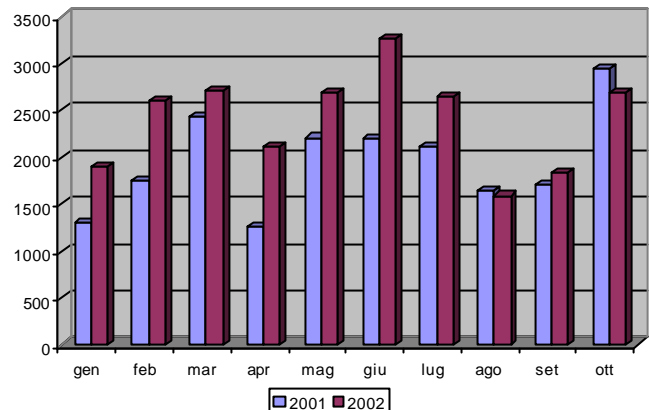
Nel I semestre del 2002 si è registrato un tasso di crescita molto marcato per i prodotti assicurativi tradizionali che rappresentano il 40% dell'intera produzione. Gli operatori hanno immesso sul mercato circa 60 nuovi prodotti, mentre altri 20 sono stati modificati per renderli più in linea con le esigenze dei risparmiatori. I nuovi prodotti tradizionali sono stati strutturati con premi intorno ai 5.000 euro e tassi di interesse minimi garantiti che oscillano tra il 2 e il 3 per cento. Questo segmento del mercato potrebbe tuttavia divenire meno attrattivo per i potenziali clienti qualora si verificasse un abbassamento del minimo garantito.

Nel segmento delle polizze unit-linked classiche si registra un andamento più difficile legato alle difficoltà dei mercati azionari e a un rallentamento delle vendite. Alcuni operatori, per cautelarsi da un possibile protrarsi delle crisi di borsa, hanno aumentato nei nuovi prodotti le penali per il riscatto. Le difficoltà registrate hanno portato a una selezione tra operatori capaci di fronteggiare il mercato con successo e altri che non hanno saputo adeguare prontamente il loro modello di business. Uno dei punti di forza per conquistare quote di mercato sarà la capacità di creare nuovi prodotti: nel I semestre 2002 sono state create circa 30 nuove unit-linked classiche. Nel I trimestre i prodotti lanciati sul mercato erano prevalentemente a premi unici, mentre nel II trimestre sono stati privilegiati prodotti a premi variabili. I premi minimi dei nuovi prodotti oscillano in media intorno ai 5.000 euro, anche se il premio medio del mercato è intorno ai 16.000 euro. I prodotti con gestioni multimanager sono ancora un numero limitato, mentre le penali di riscatto nel I anno arrivano anche al 6-8%

Il comparto delle unit-linked con garanzia del capitale hanno invece costituito una parte importante della nuova produzione totale e circa il 70% dei premi unit linked venduti nel I semestre. Da inizio 2002 sono stati immessi sul mercato oltre 60 nuovi prodotti. Il premio medio di mercato è superiore a quello delle unit-linked classiche e valutato intorno ai 25.000 euro. Il premio tuttavia presenta margini di oscillazione molto ampi, in alcuni casi i prodotti (anche a premio unico) presentano premi minimi intorno ai 2.500 euro, mentre sono stati preparati prodotti destinati alla clientela affluente con premi di ingresso non inferiori a 50.000 euro.

Resta sotto pressione il settore delle polizze index-linked: le oscillazioni dei mercati finanziari e i bassi livelli dei tassi di interesse hanno aumentato per gli operatori il costo delle garanzie, per cui molte compagnie e in particolare i bancassicuratori considerano più conveniente lanciare altri tipi di prodotti.

ASSICURAZIONI VITA - NUOVA PRODUZIONE MENSILE
(dati in mln. di euro)



Fonte: Iama Consulting

I SEMESTRE '02: TIENE IL COMPARTO DELLE GESTIONI PATRIMONIALI

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

Tasso di crescita del patrimonio
I semestre 2002



Raccolta netta
I sem. 2002

Positiva

Performance
I sem. 2002

Negativa

Prospettive di
crescita

Buona
ripresa

- Il mercato delle gestioni patrimoniali, nonostante le difficoltà dei mercati ha fatto segnare nel I semestre 2002 una contrazione del patrimonio molto contenuta e una raccolta netta positiva pari a 8,6 mld. di euro
- Nel corso del semestre il peso del canale bancario si è ridotto di oltre tre punti percentuali a favore delle Sgr, mentre resta sostanzialmente stabile il peso delle Sim.
- Aumenta il peso delle obbligazioni e dei titoli di Stato in portafoglio, mentre diminuiscono le quote di fondi comuni e azioni italiani.

In un mercato complessivamente difficile per il risparmio gestito, le gestioni patrimoniali hanno evidenziato nel primo semestre 2002 una contenuta riduzione del patrimonio passando da 411 mld. di euro a fine 2001 a 408,6 mld. di euro alla fine del I semestre 2002.

A penalizzare il patrimonio è stata una performance complessivamente negativa dovuta all'andamento sfavorevole dei mercati finanziari, mentre la raccolta ha potuto beneficiare anche dei capitali rientrati per effetto dello scudo fiscale.

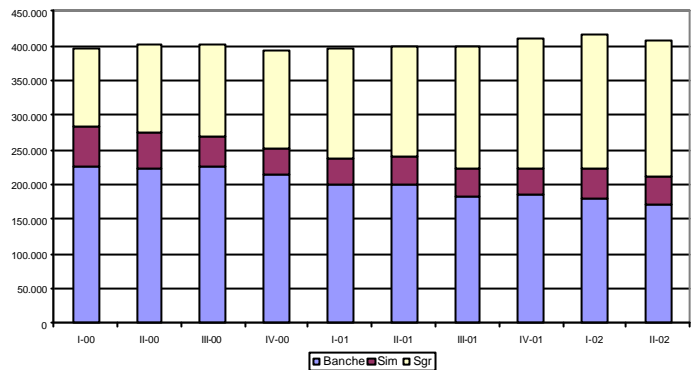
Sul fronte della raccolta netta le gestioni patrimoniali hanno infatti registrato nel semestre risultati positivi (+8,6 miliardi di euro), anche se inferiori a quelli del I semestre 2001 (+13,7 miliardi di euro).

I dati diffusi dalla Banca d'Italia hanno evidenziato come in soli sei mesi si sia ulteriormente ridotto il peso del canale bancario di oltre tre punti percentuali (dal 44,9 al 41,8 per cento del totale) a vantaggio quasi esclusivo delle Sgr (dal 45,5 al 48 per cento). Resta sostanzialmente stabile la quota di mercato in mano alle Sim (da 9,6 a 10,1 per cento).

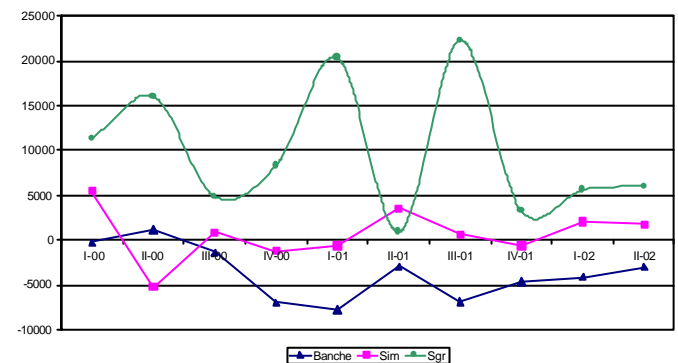
Questa ricomposizione del peso dei canali a favore delle Sgr si inserisce in un trend, ormai in atto da oltre due anni, frutto delle scelte strategiche di banche e intermediari legate alla riorganizzazione dei modelli distributivi.

Il clima di sfiducia che ha caratterizzato i mercati azionari ha portato anche per le gestioni patrimoniali una ricomposizione del portafoglio verso componenti a minor contenuto di rischio. La quota di patrimonio investita in titoli di Stato è aumentata di oltre due punti percentuali passando dal 31,2 per cento di fine 2001 al 33,5 per cento. Si riduce invece in modo significativo la percentuale di fondi comuni di investimento italiani, che passa nello stesso periodo dal 36,3 per cento al 32 per cento, mentre aumenta quella dei fondi esteri (+1,3 per cento). Il peso delle obbligazioni cresce leggermente raggiungendo l'8,9 per cento per quelle italiane e il 5,3 per cento per quelle estere. In diminuzione la quota investita in azioni italiane (4,3 per cento dal 5,3 per cento di dicembre 2001), mentre resta costante all'1,9 per cento il peso delle azioni estere.

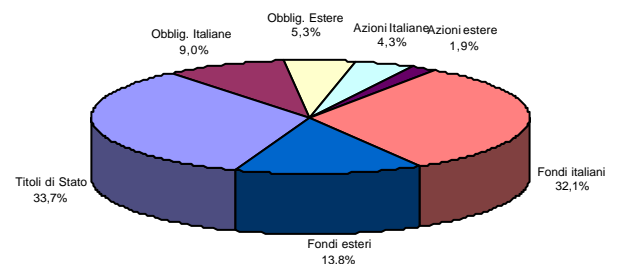
PATRIMONIO DELLE GESTIONI PATRIMONIALI
(dati di fine periodo in mln. di euro)



RACCOLTA NETTA DELLE GESTIONI PATRIMONIALI
(dati di fine periodo in mln. di euro)



COMPOSIZIONE PORTAFOGLIO DELLE GESTIONI PATRIMONIALI



Fonte: Banca d'Italia

IL RISPETTO DELLA TRADIZIONE

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

Nonostante l'effetto-weekend (in oltre il 68% dei casi nell'ultimo decennio il venerdì a Wall Street si chiudono le posizioni) la scommessa prosegue.

Il Toro si sbilancia così per una ripresa chiara dell'economia e corre in contropiede per la statistica (miglior periodo dell'anno), per i bilanci al 31/12 di società e fondi (*window dressing*) e per mantenere accesa la fiamma dell'effetto ricchezza positivo, prendendosi cura dei consumi e cercando di traghettarli integri sulla sponda rassicurante della stagione natalizia, malgrado il peso dell'eccessivo indebitamento e le anticipazioni di spesa dai *retailers* statunitensi ancora non in linea con gli anni precedenti.

Con il rinnovato *sentiment* di ottimismo sembrano così più lontane non solo le scadenze unilaterali sull'Iraq (8 dicembre) ma anche e soprattutto gli scandali contabili che non hanno smesso di minare le fondamenta della credibilità del sistema e della *governance* aziendale, ancora sotto pressione e in affanno di redditività.

Malgrado buone sorprese dalle trimestrali, infatti, sul fronte prospettico degli utili (*guidance*) la *Corporate America* resta al buio. Durante gli ultimi confronti con la comunità finanziaria gli stessi amministratori delle società non sono stati in grado di garantire visibilità a breve su margini e profitti futuri.

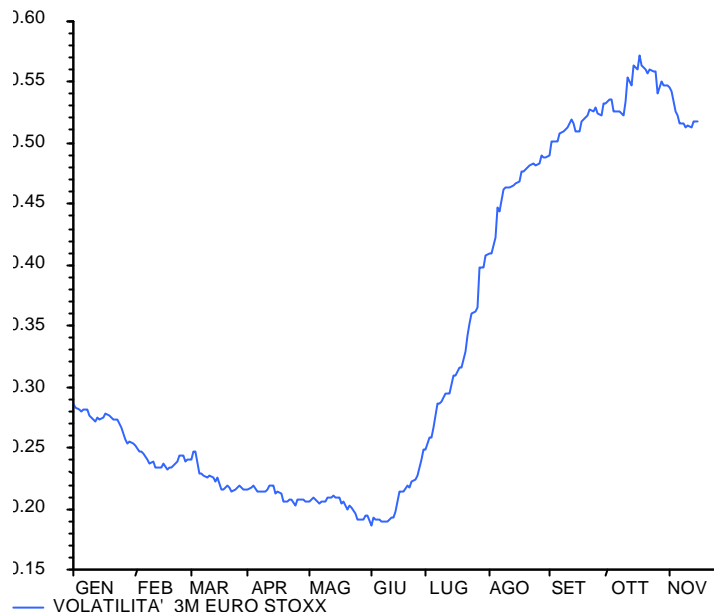
Ben allontanato il rischio deflazione con la prontezza del taglio dei tassi, la Fed è chiaramente concentrata sulla tenuta dei consumi e sul traguardo natalizio grazie ad un'intensa attività di promozione dell'*equity* e di una sorta di "*bullish suasion*" presso gli investitori istituzionali.

La confidenza dei listini col Toro viene tuttavia parzialmente inibita non solo da perplessità macro ma anche da difficoltà tecniche.

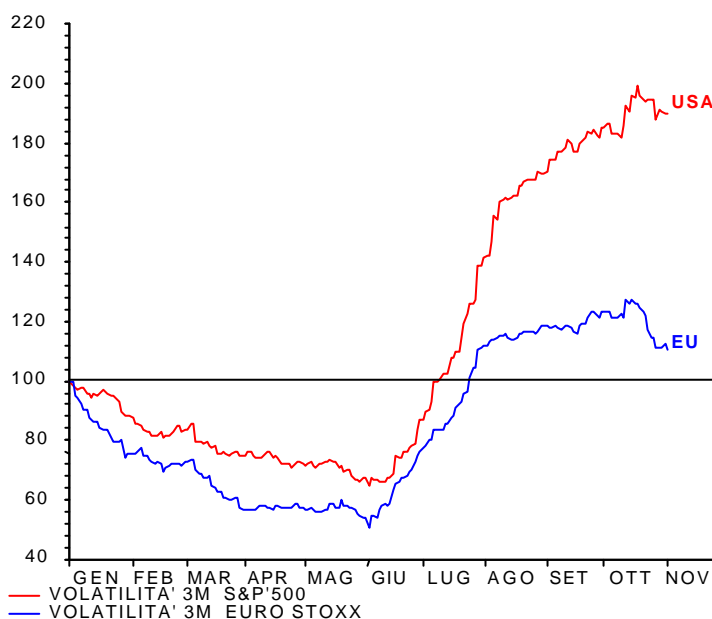
Malgrado la permanenza dell'ipercomprato sui massimi non costituisca in questa fase una minaccia alla stabilità rialzista del *trend* il vero e proprio *panic buying* viene comunque rimandato per mancanza di convinzione. La latitanza sul fronte dei volumi (e soprattutto l'incostanza), associata a sporadici ingressi di nuova liquidità (che non provenga dal reddito fisso) svela la mutabilità del *trend* ed espone il mercato a ripensamenti improvvisati.

È inoltre auspicabile un cambio nella *leadership* rialzista, da sei settimane riservata a tecnologici e finanziari, per prolungare la longevità del *rally* attraverso la rotazione settoriale e la partecipazione dell'intero listino.

Volatilità ai massimi (in attesa degli sviluppi Iraq)



Differenziale di volatilità Usa-Eu








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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	22/11/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.515	17.774	17.283	22.945	29.834	28.094	4,2	7,1	-19,3	-37,9	-34,1
MIB 30	25.498	24.239	23.427	32.510	42.906	41.477	5,2	8,8	-21,6	-40,6	-38,5
DOW JONES IND.	8.805	8.579	8.450	9.835	10.646	11.358	2,6	4,2	-10,5	-17,3	-22,5
NASDAQ	1.469	1.411	1.293	1.875	2.292	4.131	4,1	13,6	-21,7	-35,9	-64,4
STANDARD & POOR'S	931	910	890	1.137	1.283	1.455	2,3	4,5	-18,2	-27,5	-36,1
NIKKEI 225	8.773	8.504	8.689	10.697	13.786	18.934	3,2	1,0	-18,0	-36,4	-53,7
FTSE100	4.175	4.092	4.119	5.346	6.175	6.930	2,0	1,4	-21,9	-32,4	-39,8
CAC40	3.306	3.162	3.121	4.600	5.799	5.917	4,5	5,9	-28,1	-43,0	-44,1
DAX30	3.321	3.192	3.156	5.125	6.290	6.751	4,0	5,2	-35,2	-47,2	-50,8
MADRID	679	653	636	837	879	1.012	4,0	6,8	-18,8	-22,7	-32,9
SINGAPORE	1.424	1.415	1.457	1.451	1.896	2.583	0,6	-2,3	-1,9	-24,9	-44,9
HONG KONG	10.065	9.866	9.549	11.253	14.870	17.370	2,0	5,4	-10,6	-32,3	-42,1
DJ EURO STOXX50	2.648	2.536	2.507	3.770	4.702	4.849	4,4	5,6	-29,8	-43,7	-45,4
MSCI WORLD	829	810	790	999	1.202	1.422	2,3	4,9	-17,0	-31,1	-41,7
MSCI EMU	136	130	128	188	233	243	4,2	5,6	-27,8	-41,8	-44,1
MSCI FAR EAST	1.608	1.596	1.572	1.924	2.572	3.605	0,7	2,3	-16,5	-37,5	-55,4
MSCI NORTH AMERICA	933	911	892	1.147	1.302	1.525	2,4	4,6	-18,7	-28,3	-38,8

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 26/11 ALL'1/12)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 27	Regno Unito: il cancelliere dello Scacchiere presenta il rapporto pre-budget Stati Uniti: Beige Book 
Giovedì 28	Stati Uniti: mercati chiusi per festività Area Euro: intervento del commissario UE Pedro Solbes alla Commissione Economica del Parlamento

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 26	Italia	ISAE	novembre	95,3	95,5
	Germania	IFO 	novembre	87,7	87,0
Mercoledì 27	Italia	Vendite al dettaglio	settembre	1,0% a/a	1,8% a/a
	Regno Unito	PIL (1 ^a rev.)	III tr. 02	0,7% t/t; 1,7% a/a	0,7% t/t; 1,7% a/a
Giovedì 28	Francia	Indice fiducia delle imprese	novembre	94	93
	Italia	Prezzi al consumo (prel.)	novembre	0,3% m/m; 2,7% a/a	0,3% m/m; 2,8% a/a
	Area Euro	M3 (media mobile trimestrale)	ottobre	7,4% a/a	7,2% a/a
Venerdì 29	Germania	Vendite all'ingrosso	ottobre	-0,3% m/m; 0,2% a/a	-0,2% m/m; 1,3% a/a
	Francia	Tasso di disoccupazione	ottobre	9,0%	9,0%
		Prezzi alla produzione	ottobre	0,4% m/m; 0,3% a/a	0,2% m/m; 1,0% a/a
	Italia	Prezzi alla produzione	ottobre	0,4% m/m; 0,5% a/a	-0,3% m/m; 0,6% a/a
		Retribuzioni contrattuali	ottobre	0,0% m/m; 2,5% a/a	0,5% m/m; 2,6% a/a
	Regno Unito	Crediti al consumo	ottobre	£ 2.035 mld	£ 1.834 mld
	Area Euro	Prezzi al consumo (flash) 	novembre	2,3% a/a	2,3% a/a
		Indice fiducia	novembre	98,9	98,7
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 26	Stati Uniti	PIL (rev.)	III tr. 02	3,1%	3,6%
		Deflatore del Pil	III tr. 02	1,1%	1,1%
		Indice di fiducia dei consumatori	novembre	79,4	84,0
		Vendite nuove unità abitative	ottobre	1.021.000	980.000
Mercoledì 27	Stati Uniti	Ordini di beni durevoli 	ottobre	-4,9% m/m	2,5% a/a
		Ordini di beni durevoli (escl. trasp.)	ottobre	0,4% m/m	1,5% m/m
		Redditi delle famiglie	ottobre	0,4% m/m	0,1% m/m
		Spese delle famiglie 	ottobre	-0,4% m/m	0,3% m/m
		Ind. direttori d'acquisto (Chicago) PMI	novembre	45,9	50,8
		Indice fiducia Univ. Michigan (finale)	novembre	85	85
Giovedì 28	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	23 nov.	376.000	380.000
Venerdì 29	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	ottobre	-0,7% a/a	-0,6% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo)	novembre	-0,8% a/a	-0,7% a/a
		Tasso di disoccupazione	ottobre	5,4%	5,4%
		Produzione industriale	ottobre	-0,1% m/m; 5,2% a/a	0,6% m/m; 6,4% a/a