

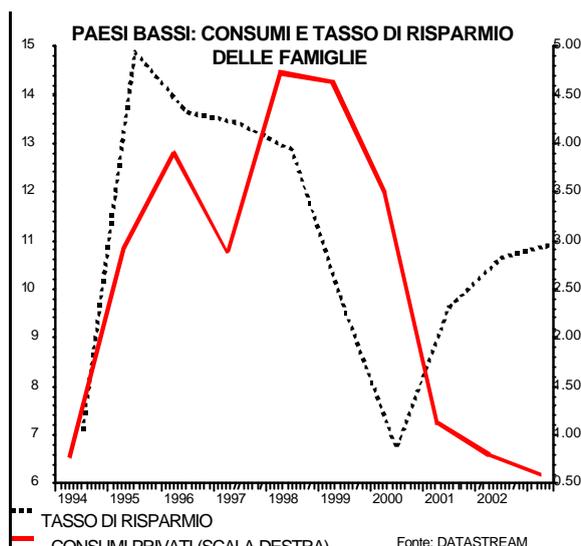
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

29 luglio 2003
n. 27 - 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



Paesi Bassi	2001	2002	2003*
Pil (var. % a/a in termini reali)	1,3	0,2	-0,2
Consumi privati	1,2	0,9	1,4
Consumi pubblici	3,1	3,7	1,4
Investimenti	-0,8	-3,7	-3,1
Exp. beni e servizi	1,7	-1,4	1,1
Imp. beni e servizi	1,9	-2,1	3,6
Prezzi al consumo arm.(var.% a/a)	5,1	3,9	2,6
Tasso di disoccupazione	3,4	4,1	5,5
Saldo della P.A. in % del Pil	0,1	-1,1	-1,9
Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)	Moody's	S&P	FITCH
	Aaa	AAA	AAA

Fonte: ns. elaborazioni su dati Datastream e Bloomberg (*) Prev.

- ✓ Per oltre un ventennio e a partire dagli anni Ottanta i Paesi bassi hanno saputo raggiungere importanti traguardi sia dal lato delle riforme strutturali sia da quello delle *performance* macroeconomiche. Da un paio d'anni, tuttavia, anche il modello olandese ha cominciato a fare i conti con le difficoltà causate a un'economia particolarmente versata all'export dal rallentamento del ciclo e dei commerci mondiali.

PAESI BASSI: TRA RECESSIONE E RIFORME

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

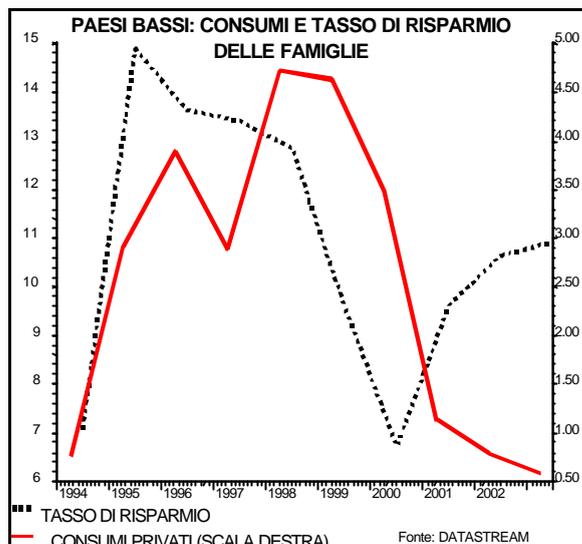
- L'Olanda oscilla da oltre due anni tra recessione e stagnazione, dopo un ventennio di decisi progressi che l'avevano imposta al mondo come un modello da imitare.
- Il ruolo di protagonista sulla scena del commercio mondiale e il rapporto preferenziale con la Germania hanno reso il paese particolarmente vulnerabile alla sfavorevole congiuntura internazionale. Tra fine 2002 e inizio 2003, l'Olanda è nuovamente scivolata in recessione tecnica, sancita dal calo congiunturale del Pil per due trimestri consecutivi. Le previsioni puntano a un recupero graduale nel 2004.
- La crisi del modello olandese, il cosiddetto "polder model", ha contagiato anche la compagine politica. Dopo otto anni di stabilità sotto la guida del governo di centro-sinistra di Wim Kok, le elezioni di maggio 2002 hanno assegnato il potere a una debole coalizione di centro-destra che ha resistito solo 87 giorni, aprendo la strada a nuove elezioni tenutesi a gennaio 2003. Il nuovo governo di centro-destra guidato da Jan Peter Balkenende deve ora affrontare una situazione economica divenuta più difficile.

Nell'ultimo ventennio l'Olanda ha realizzato importanti progressi. Nel 1982 fu cruciale l'accordo di Wassenaar sulla politica dei redditi, in base al quale i sindacati si impegnavano alla moderazione salariale, in cambio di piani per aumentare l'occupazione. Veniva così mitigato 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 calato significativamente, il deficit di bilancio si è tramutato in un surplus dal 1999, il debito nel 2001 è calato fino al 52,8% 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 e settembre 2002 il Pil è tornato ad esprimere variazioni congiunturali positive, ma vicine allo zero e tipiche di un'economia in stagnazione, per scivolare nuovamente in recessione tecnica tra il quarto trimestre 2002 e il primo 2003. Era, d'altra parte, inevitabile che la crisi internazionale penalizzasse l'Olanda a causa della sua decisa apertura verso l'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 che ha un valore del Pil significativamente superiore. Il 26% dell'export olandese è destinato alla Germania, che è il primo partner commerciale, il resto va a Belgio e Olanda, Francia, Gran Bretagna, Italia, Est-Europa e Usa. L'Olanda ha una fiorente agricoltura e i prodotti dell'agro-alimentare sono venduti all'estero, insieme a macchinari, prodotti chimici e carburanti. Il calo dell'export e dell'import, dipeso dal rallentamento mondiale e dalla stagnazione in Germania, spiega gran parte delle difficoltà olandesi.

Anche la domanda interna ha subito un forte ridimensionamento. Gli investimenti hanno archiviato l'ottavo calo tendenziale nel primo trimestre 2003. I consumi privati non hanno sottratto completamente il loro sostegno al Pil, ma sono rimasti frenati da un significativo peggioramento del clima di fiducia. Un impatto negativo ha giocato l'inflazione che nel 2001 si è impennata oltre il 5%, per declinare verso il 3,9% nella media del 2002, un livello doppio rispetto all'obiettivo del 2% cui tende la Banca centrale europea. Il mercato del lavoro ha subito un forte deterioramento, che si è riflesso nell'aumento del tasso di disoccupazione salito al 5,5% a giugno del 2003. Il calo dei corsi azionari ha fatto sentire le famiglie più povere e le riforme in cantiere per ridurre i costi di uno Stato sociale oneroso le hanno rese più insicure sul loro reddito futuro. Il tasso di risparmio è così aumentato sensibilmente nel 2001 e potrebbe rimanere a lungo su questi elevati livelli, 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 senza riuscire a rilanciare la crescita in modo duraturo.

Le stime di consenso accreditano una ripresa dell'economia che potrebbe materializzarsi nel 2004, sulla scia di un miglioramento del contesto economico internazionale. Per l'anno in corso, gli analisti proiettano una contrazione dello 0,2% nella media del 2003: un'ipotesi non priva di fondamento alla luce del deterioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese. Il governo sta disegnando una manovra finanziaria per il 2004 che prevede tagli alle spese e aumenti delle tasse per circa 13,5 miliardi di euro finalizzati a contenere il deterioramento dei conti pubblici. L'Olanda si distingue, infatti, tra i partner europei per la sua convinta adesione alle regole di rigore fiscale. Un atteggiamento che però lascia pochi appigli da sfruttare per rilanciare il ciclo economico.



Paesi Bassi	2001	2002	2003*
Pil (var. % a/a in termini reali)	1,3	0,2	-0,2
Consumi privati	1,2	0,9	1,4
Consumi pubblici	3,1	3,7	1,4
Investimenti	-0,8	-3,7	-3,1
Exp. beni e servizi	1,7	-1,4	1,1
Imp. beni e servizi	1,9	-2,1	3,6
Prezzi al consumo arm.(var.% a/a)	5,1	3,9	2,6
Tasso di disoccupazione	3,4	4,1	5,5
Saldo della P.A. in % del Pil	0,1	-1,1	-1,9
Rating debito in valuta estera	Moody's	S&P	FITCH
a lungo termine (Bloomberg)	Aaa	AAA	AAA

Fonte: ns. elaborazioni su dati Datastream e Bloomberg (*) Prev.

SICUREZZA: CHIAVI E SERRATURE DIVENTANO "INTELLIGENTI"

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

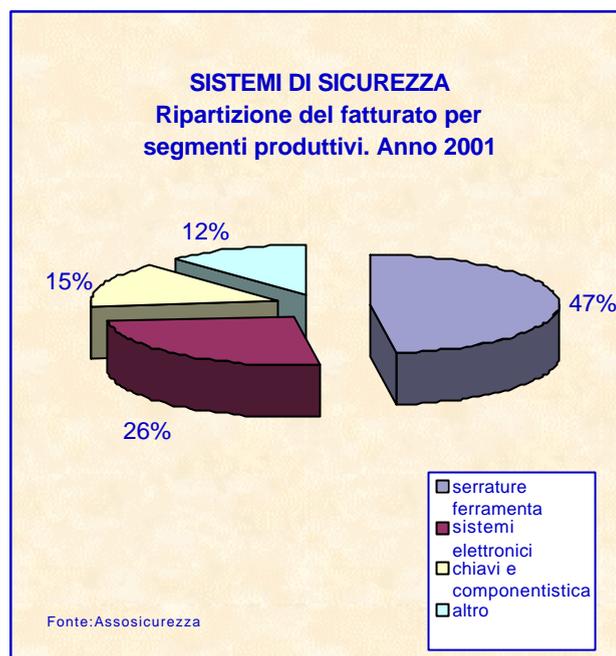
- Con l'arrivo della villeggiatura si acuisce il problema della protezione della propria abitazione dai furti. Nel 2001, la domanda di sistemi e impianti elettronici antifurto ha registrato un aumento del 12%, il più elevato degli ultimi dieci anni.
- L'industria della sicurezza ha raggiunto livelli altamente sofisticati, grazie all'integrazione tra sistemi di sicurezza, informatica e telecomunicazioni. Il campo tecnologicamente più avanzato è quello della videosorveglianza e del controllo a distanza attraverso Internet o il cellulare.
- Anche chiavi e serrature si sono evolute: ora sono dotate di "firma" elettronica, di analizzatore di impronte digitali e provvedono alla gestione *online* della casa.

L'incremento degli episodi di microcriminalità registrato negli ultimi anni è una delle principali preoccupazioni degli italiani. L'ansia aumenta con l'arrivo delle vacanze e il conseguente abbandono delle abitazioni di residenza. Il 27% degli italiani antepone il timore di un furto nella propria abitazione ad altre paure, in ogni caso fortemente sentite, come quelle legate all'aggressione in un luogo pubblico o in casa. Sino ad ora, 24 italiani su cento hanno adottato misure preventive per proteggere la propria abitazione e un connazionale su dieci si dichiara intenzionato a installare al più presto un sistema di allarme in casa. Tale bisogno di protezione ha spinto la domanda di sistemi di sicurezza in Italia, come in tutti i paesi industrializzati, secondo un *trend* che premia in un primo momento le protezioni fisiche per passare successivamente ai sistemi sofisticati. Nel 2001, la domanda di sistemi e impianti elettronici antifurto ha registrato un aumento del 12%, il più elevato degli ultimi dieci anni. L'intero settore della sicurezza, comprensivo sia dei mezzi fisici di protezione (porte blindate, cassaforti e serrature) sia di quelli elettronici, ha un valore totale di 2.549 milioni di euro, di cui 1.220 nella fascia delle serrature-ferramenta, 650 in quella dei sistemi elettronici, 370 in quella delle chiavi e componentistica, 309 in altre attività. Se la fascia dei produttori di protezioni fisiche costituisce il nucleo storico dell'industria italiana, con un export che nel campo delle serrature e della ferramenta tocca il 50% della produzione, i risultati migliori li sta mettendo a segno l'industria della sicurezza elettronica. Un settore relativamente giovane, nato intorno agli anni 70, che ha registrato una crescita significativa grazie agli elevati investimenti in tecnologia effettuati dalle aziende.

L'integrazione tra sistemi di sicurezza, informatica e telecomunicazioni ha dato origine a impianti estremamente sofisticati che permettono di monitorare a distanza abitazioni private, esercizi commerciali, banche, ripetitori televisivi, linee di produzione e qualsivoglia installazione che richieda protezione contro furti, intromissioni o manomissioni non autorizzate. Tecnologie che fino a pochi anni fa, a causa di prezzi elevati, erano alla portata solo di grandi realtà, quali banche o grandi aziende, ora sono possibili anche per privati e pubbliche amministrazioni. Ai tradizionali meccanismi di rilevazione delle presenze si sono aggiunti strumenti idonei a svolgere anche un'azione anti-intrusione e in grado di controllare diversi tipi di pericolo: dagli incendi ai tentativi di furto, dalle fughe di gas ai guasti all'impianto elettrico. Nel settore degli allarmi si segnalano, per sicurezza ed efficienza, i combinatori telefonici via Gsm che, funzionando come un cellulare, forniscono un'efficace risposta al rischio del taglio delle linee telefoniche. Oppure rilevatori intelligenti che si attivano nel momento in cui rilevano nell'ambiente la presenza di gas narcotizzante. Altro efficace sistema di contrasto è quello che produce un fumo fittissimo, disorientando l'intruso. Anche l'esterno può essere protetto: oltre alle barriere a microonde, l'ultimo ritrovato è un sistema di tubi interrati riempiti di liquido e pressurizzati, distribuiti in modo casuale sotto il terreno, rendendone impossibile l'individuazione. Un attraversamento della fascia sensibile genera uno scoppio di pressione tra i tubi, che viene segnalato all'unità di controllo. Nel campo dei sistemi di videocontrollo vi sono strumenti in grado di rilevare il variare di ogni situazione interna o esterna, tra cui l'avanzatissimo intercettatore di cellulari o il *rotor mouse*, un robot poco più grande di un pacchetto di sigarette dotato di microcamera semovente telecomandata. È italiana la telecamera più innovativa esistente oggi al mondo: incorpora ben 10 processi d'allarme e innumerevoli funzioni, tra cui la consultazione tramite Internet o il collegamento alla rete senza fili (Bluetooth) che le permette di trasmettere allarmi e immagini via Gsm.

Anche il comparto della cosiddetta sicurezza passiva è in crescita. I produttori di cassaforti, porte metalliche e blindate iscritti al Registro delle imprese delle Camere di commercio italiane erano 250 nel 1997 oggi sono 335, mentre il valore della produzione di cassaforti e porte corazzate è passato dai 96 milioni di euro del 2000 ai 98 del 2001 (+2%). Interessanti e innovative sono le applicazioni nel campo delle serrature, divenute "intelligenti". Le più avanzate riconoscono esclusivamente la "firma" elettronica contenuta nella crittografia, oppure sono dotate di una toppa costituita da un analizzatore di impronte digitali. Sono inoltre in grado, collegandosi a un portale Internet di effettuare la gestione *online* della casa. Le chiavi non sono da meno: è di produzione italiana la chiave Smart Card che contiene dei microprocessori, potenziati con *chip* e *software*, dotati di protocollo per la crittografia che non rende possibile né la clonazione né l'emulazione della chiave.

In futuro, il *trend* di crescita positiva mostrato dall'intero settore della sicurezza negli ultimi anni dovrebbe consolidarsi. Il 2003 ha già manifestato i segnali di espansione della domanda soprattutto per i segmenti più tecnologicamente avanzati, dalla domotica alla videosorveglianza. Un altro elemento positivo per il futuro arriva sorprendentemente dalle amministrazioni pubbliche che hanno espresso un consistente aumento degli acquisti per le tecnologie destinate alla sicurezza dei cittadini e dei luoghi pubblici.



ASSICURAZIONI VITA: UN 2003 POSITIVO MA IN RALLENTAMENTO

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

- Il 2003 continua a mostrare segnali di crescita per le assicurazioni vita, ma ad un ritmo sensibilmente inferiore rispetto a quello dell'anno precedente.
- Il primo trimestre dell'anno ha visto la nuova produzione crescere a un ritmo del 17 per cento, ma per mantenere questo valore a fine anno bisognerà riuscire a reinvestire una percentuale di polizze in scadenza superiore a quella attuale (20-30 per cento).
- Tra i diversi prodotti sono quelli tradizionali a sostenere il mercato anche se si registra un ritorno di interesse nei confronti delle polizze index-linked.

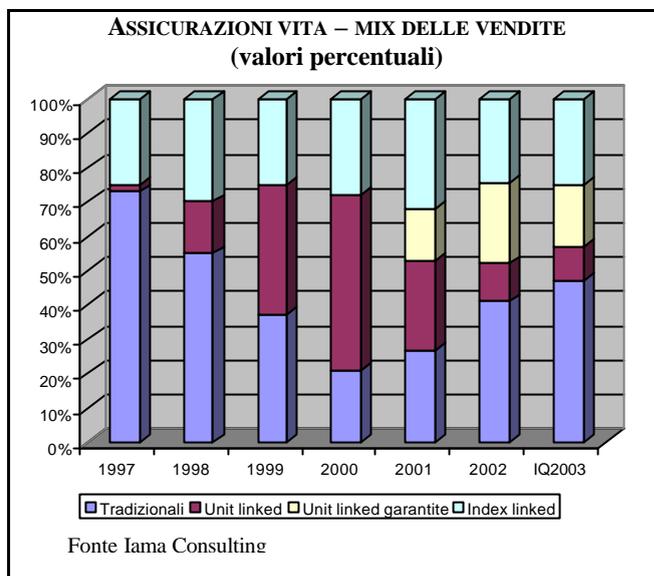
Il 2002 è stato un anno di forte sviluppo per il mercato dell'assicurazione vita in Italia: i nuovi premi sono cresciuti del 23 per cento facendo registrare un volume pari a 43,9 mld. di euro. L'elevato tasso di sviluppo del settore vita è apparso legato al continuo ribasso dei mercati azionari e alla capacità degli operatori di canalizzare in questa direzione i flussi di disinvestimento dagli altri comparti del risparmio gestito. Il 2003 è iniziato invece sotto diversi auspici: lo scenario rimane positivo ma i ritmi dello scorso anno sembrano essere lontani. Nel primo trimestre dell'anno il ritmo di crescita della nuova produzione si è assestato su un valore prossimo al 17 per cento, ma per mantenere questo valore a fine anno le compagnie dovranno cercare di trattenere una percentuale delle polizze in scadenza superiore all'attuale tasso di reinvestimento (20-30 per cento).

Lo scenario di riferimento presenta comunque elementi di diversità rispetto all'anno precedente, di conseguenza le compagnie stanno rimodulando il proprio pacchetto di offerta. E' cambiato il mix di portafoglio sia nel segmento dei premi unici che in quello dei premi periodici. Nel primo caso gli operatori registrano un minore interesse per le polizze unit linked a capitale garantito, minore dinamicità nella vendita di prodotti tradizionali e in alcuni casi segni di sviluppo per le polizze corporate. Nel comparto dei premi periodici si registrano invece maggiori vendite per i prodotti tradizionali ma un rallentamento nel business dei piani pensionistici e nei piani di accumulo unit-linked.

Nel complesso sono sempre i prodotti tradizionali che sostengono le vendite, nel primo trimestre questi ultimi hanno raccolto 5.545 mln. di euro con una crescita del 40 per cento rispetto al I trimestre 2002. Le polizze unit-linked classiche fanno invece registrare una battuta d'arresto (-13 per cento rispetto al I trimestre 2002), ma il rallentamento è più accentuato per le reti agenziali e i promotori finanziari, mentre gli sportelli bancari registrano una modesta crescita (6 per cento). I prodotti unit-linked classici proposti nel trimestre non presentano particolari innovazioni, si caratterizzano per possibilità di riscatto a costi contenuti cui si aggiunge in alcuni casi l'assenza di costi all'ingresso o talvolta l'offerta di garanzie accessorie (coperture per invalidità permanente, malattia grave etc.). Anche il comparto delle unit linked garantite registra una significativa flessione nel I trimestre 2003: le vendite si sono fermate a 2.120 mln. di euro con un rallentamento del 19 per cento rispetto all'anno precedente. Tra i diversi canali di distribuzione sono state le banche a soffrire in modo maggiore, ma anche i promotori finanziari hanno registrato un calo del 10 per cento nonostante su questo prodotto abbiano manifestato storicamente maggiore dinamicità nel collocamento. Dall'esame dei nuovi prodotti immessi sul mercato emerge una certa tendenza a fornire garanzie sul capitale investito anche prima della scadenza naturale della polizza e in alcuni casi a offrire la possibilità di incassare una cedola dopo uno o due anni dalla sottoscrizione del contratto.

Le polizze index-linked hanno riscosso nel primo trimestre un buon successo nelle vendite, incontrando ancora la fiducia dei clienti ed anche le preferenze dei distributori, nonostante le durate di medio periodo (almeno 5 anni). La produzione, derivante da più di ottanta tranche lanciate nei primi tre mesi del 2003, si è attestata a 2.960 mln. di euro, con una crescita del 24 per cento. Sono state soprattutto le banche a puntare nuovamente l'attenzione su questa linea di business, riuscendo a chiudere in pochi giorni anche tranche di eccezionale importo. Nella struttura degli ultimi prodotti lanciati emerge sempre più la tendenza ad inserire una cedola fissa, soprattutto nei primi 2-3 anni dalla sottoscrizione, per poi passare, nei successivi anni, ad una variabile legata alla performance del paniere di fondi o dell'indice di riferimento.

Tra i principali mercati europei la Francia registra una produzione nuovamente in crescita grazie al contributo dei prodotti tradizionali. I premi di nuova produzione hanno registrato una crescita del 9%: si tratta del miglior risultato da tre anni a questa parte. La buona performance ottenuta dai prodotti tradizionali (+13%) ha largamente compensato il decremento, seppure lieve, pari al 5%, nelle vendite di polizze unit-linked. Nel Regno Unito la produzione subisce una decelerazione di quasi il 20% per effetto soprattutto di un forte rallentamento delle pensioni individuali. Tra i canali di distribuzione sono state le reti agenziali a registrare il calo più significativo (-33 per cento), ma anche il canale dei promotori ha subito un marcato rallentamento (-13 per cento).

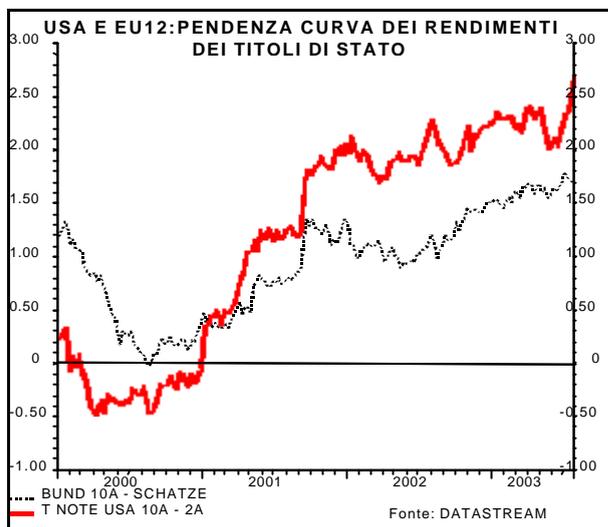
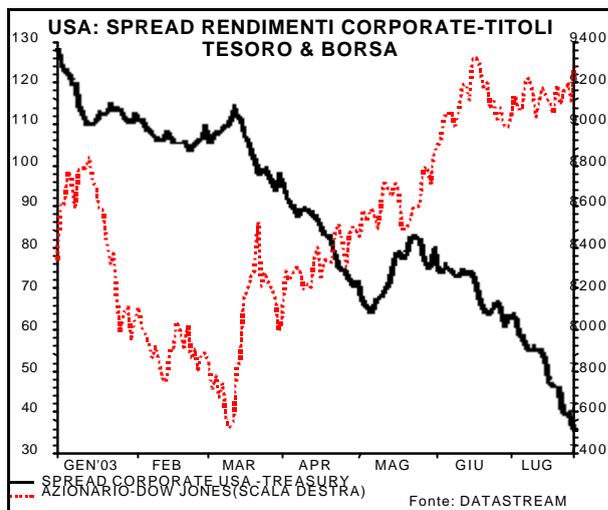


LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- I dati macroeconomici statunitensi hanno fornito un quadro complessivamente rassicurante la scorsa settimana, che lascia sperare in un'accelerazione della ripresa economica. Un andamento positivo è emerso dagli ordini di beni durevoli che sono aumentati in giugno del 2,1% m/m, dopo essere rimasti in stallo in maggio e essere arretrati del -2,4% in aprile. Un deciso incremento del +3,5% congiunturale è stato registrato dagli ordini di beni capitali in giugno, dopo essere calati del 2,9% sia in maggio che in aprile. Gli ordini di beni capitali esclusi difesa e aerei, un segmento particolarmente importante perché rappresenta il cuore degli investimenti privati, sono aumentati di un più modesto 0,6% in giugno, che segue il +0,5% di maggio, dopo il pesante arretramento di aprile (-2,8%). Queste indicazioni si sono accompagnate a un aumento sostenuto delle vendite di nuove case (+4,7% a 1,16 milioni di nuove case in giugno), che conferma la buona tenuta di un settore cruciale per il sostegno dei consumi. Nella settimana finita il 19 luglio le domande di sussidio alla disoccupazione sono calate sotto la soglia di 400.000 a 386.000.
- Per gli ordinativi e, di conseguenza per gli investimenti attesi, si tratta di prime indicazioni positive alla fine di un secondo trimestre non sempre brillante. Si giustifica così l'intonazione complessivamente positiva che si respira sui mercati finanziari: l'aumento dei tassi sui bond governativi potrebbe leggersi come attese di ripresa, insieme al calo del differenziale dei rendimenti dei titoli corporate sui bond governativi e all'andamento positivo dell'azionario Usa da marzo 2003 (vedi grafici). Ma si capisce anche la prudenza espressa da Bernanke o da Broaddus, membri della Fed, che attendono ulteriori conferme dai dati della seconda metà dell'anno prima di concludere che gli investimenti hanno riagganciato stabilmente la ripresa.
- Anche in Europa è emersa qualche indicazione positiva, pur nell'ambito di un quadro di persistente debolezza. In Germania, l'indice IFO sul clima di fiducia delle imprese è aumentato in luglio per il terzo mese consecutivo trainato dal miglioramento delle aspettative. Per contro, il giudizio sulla situazione attuale risulta in peggioramento sulla scia di un contesto difficile. Basta ricordare che in maggio la produzione industriale ha segnato un nuovo pesante calo (-0,8% m/m; 0% a/a) e gli ordini alla fabbrica sono diminuiti del -2,6% m/m e -6,3% a/a. Il ministero delle Finanze tedesco ha confermato una stima di crescita del Pil 2003 allo 0,75% e del 2% nel 2004. Ma l'Associazione bancaria tedesca e il centro di ricerca Diw pensano rispettivamente a un +0,2% e uno 0% per il 2003. Intanto, i riflettori rimangono puntati sugli indici di fiducia del settore manifatturiero in calendario questa settimana sia in Europa che negli Usa.



	dati storici		29/07/03	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	118	120	119	118	116
dollaro-euro	0,992	1,085	1,149	1,150	1,150
yen-euro	117	130	137	136	134
sterlina-euro	0,639	0,689	0,706	0,699	0,691
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,85	1,30	1,12	1,12	1,40
euro	3,41	2,54	2,12	1,90	1,80
yen	0,07	0,06	0,02	0,06	0,08
sterlina	4,06	3,65	3,43	3,40	3,50
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,61	3,94	4,28	4,20	4,30
Germania	4,86	4,16	4,11	4,10	4,20
Giappone	1,27	0,66	0,92	0,90	1,00
Italia	5,11	4,30	4,25	4,25	4,35
Gran Bretagna	4,95	4,41	4,47	4,42	4,55

L'APATIA DEL MERCATO

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

Nelle ultime sedute gli indici azionari hanno confermato i segnali di debolezza delle scorse ottave mantenendosi a ridosso dei supporti più significativi.

La recente diffusione di dati economici americani rassicuranti, come l'aumento degli ordini di beni durevoli e capitali nonché il *boom* delle vendite di nuove case, ha contribuito a ravvivare un *sentiment* di mercato appannato da trimestrali non all'altezza delle aspettative.

Malgrado le positive sorprese sullo stato di salute dell'economia statunitense una stabilizzazione della crescita appare ancora prematura.

La congiuntura, infatti, presenta tuttora ampi margini di incertezza, tali da rendere ardua una definizione precisa delle modalità e dei tempi effettivi di ripresa.

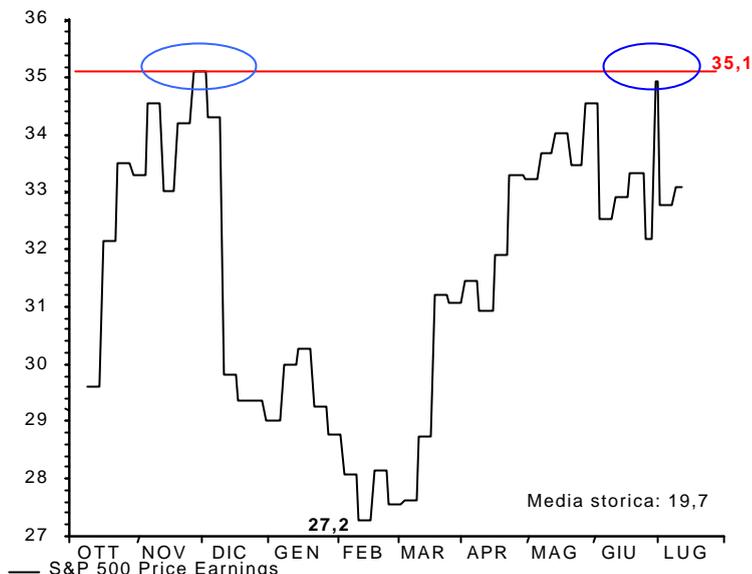
In seguito al crescente disavanzo di Stati importanti come California, Texas, Arizona e New York (insieme un terzo del *budget* totale) i piani di ridimensionamento della spesa pubblica statale potrebbero ulteriormente appesantire il tasso di crescita dell'economia americana.

Inoltre, un rialzo dei tassi a lunga prolungato rischia di frenare la dinamica dei consumi attraverso i ridotti margini nella rinegoziazione dei mutui, da cui le famiglie statunitensi attingevano buona parte di liquidità destinata non solo alla spesa per consumi ma anche all'investimento in azioni.

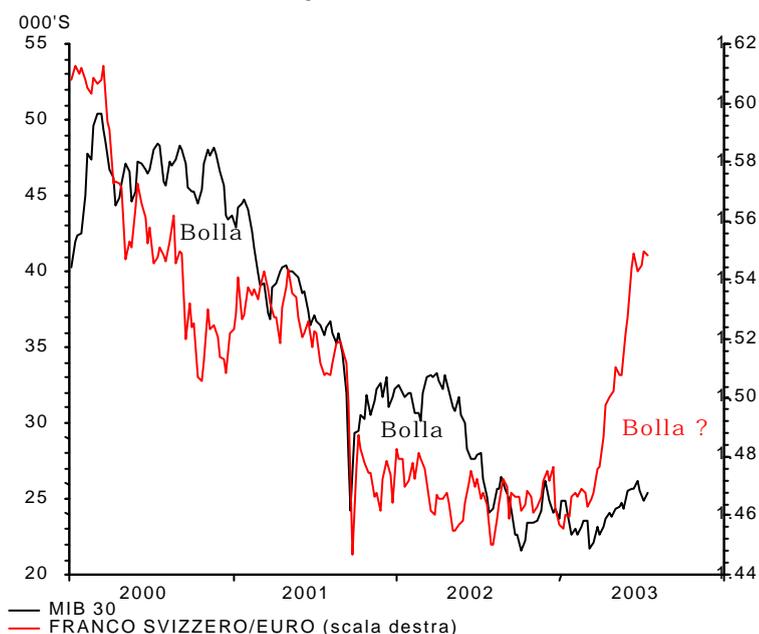
L'analisi *inter-market*, che studia le relazioni tra i diversi comparti azionario ed obbligazionario, evidenzia come le recenti prese di beneficio ed il pronto disinvestimento dal reddito fisso non siano finiti ad esclusivo vantaggio della Borsa, quanto di impieghi in liquidità e monetari, in attesa di un ritorno generalizzato dei volumi sulle piazze finanziarie.

Il basso livello delle contrattazioni, in linea con la media stagionale, rende infatti il mercato altamente "tecnico" e segmentato, guidato da pochi spunti operativi a cadenza giornaliera, senza e privo di in vista della ripresa autunnale.

Forza di gravità del P/e



Franco svizzero e borsa italiana: falsi allarmi?



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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	25/7/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.535	18.633	18.705	17.677	29.834	28.094	-0,5	-0,9	4,9	-37,9	-34,1
MIB 30	25.264	25.429	25.673	23.871	42.906	41.477	-0,6	-1,6	5,8	-41,1	-39,7
DOW JONES IND.	9.285	9.188	9.012	8.186	10.646	11.358	1,0	3,0	13,4	-12,8	-18,2
NASDAQ	1.731	1.709	1.603	1.240	2.292	4.131	1,3	8,0	39,6	-24,5	-58,7
STANDARD & POOR'S	999	993	975	839	1.283	1.455	0,5	2,4	19,1	-22,2	-31,2
NIKKEI 225	9.648	9.528	8.932	9.930	13.786	18.934	1,3	8,0	-2,8	-30,0	-49,1
FTSE100	4.131	4.073	4.068	3.966	6.175	6.930	1,4	1,6	4,2	-33,1	-40,2
CAC40	3.109	3.129	3.109	3.150	5.799	5.917	-0,6	0,0	-1,3	-46,4	-47,1
DAX 30	3.357	3.367	3.199	3.520	6.290	6.751	-0,3	4,9	-4,6	-46,6	-50,2
MADRID	727	727	725	659	879	1.012	0,0	0,2	10,4	-17,3	-28,2
SINGAPORE	1.567	1.581	1.463	1.516	1.896	2.583	-0,9	7,1	3,3	-17,4	-39,2
HONG KONG	9.939	10.141	9.629	9.885	14.870	17.370	-2,0	3,2	0,6	-33,2	-42,1
DJ EURO STOXX50	2.442	2.459	2.454	2.515	4.702	4.849	-0,7	-0,5	-2,9	-48,1	-49,1
MSCI WORLD	895	882	876	782	1.202	1.422	1,5	2,1	14,4	-25,6	-37,2
MSCI EMU	128	128	127	130	233	243	-0,5	0,8	-1,9	-45,2	-47,7
MSCI FAR EAST	1.761	1.737	1.653	1.866	2.572	3.605	1,4	6,5	-5,6	-31,5	-51,1
MSCI NORTH AMERICA	1.010	1.003	986	843	1.302	1.525	0,7	2,4	19,8	-22,5	-33,1

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

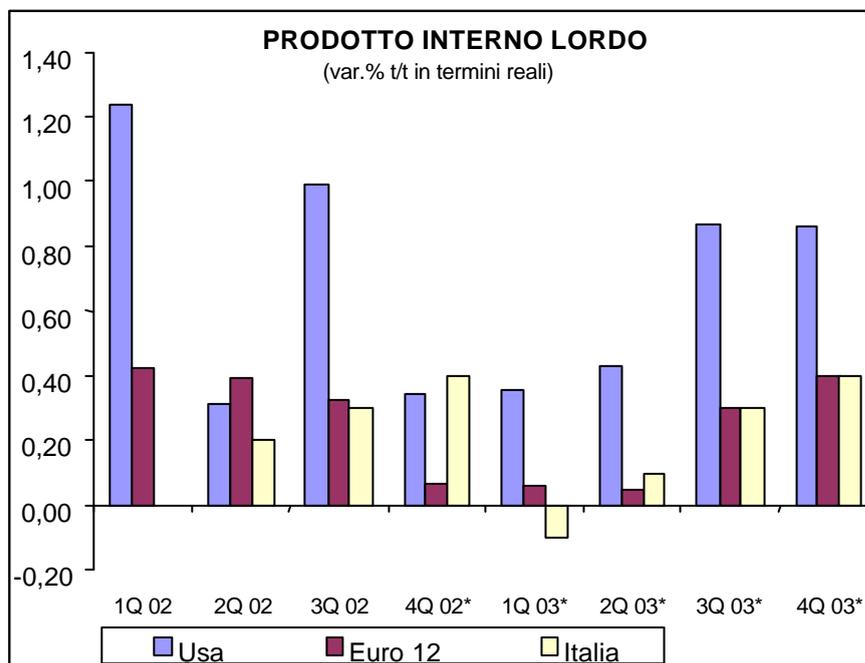
AREA EURO

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

ITALIA

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

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.063
Italia	1.254



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
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,2	113,3	113,2	113,1	113,3	113,5	113,4	113,7	113,1
2004	113,7	114,1	114,7	114,8	114,9	114,9	114,8	114,8	115	115,2	115,2	115,6	114,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,1
2004	0,0	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,3	0,1
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,5	2,0
2004	1,6	1,5	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7	1,5

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,6	105,4	105,8	106,2	106,4	106,5	105,4
2004	106,5	106,1	107,0	107,6	107,8	107,9	107,8	107,6	108,1	108,5	109,0	109,1	107,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2
2004	0,0	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3	2,7
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,4	2,4	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
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	120,6	120,9	121,3	121,6	121,8	121,8	121,9	122,0	122,1	122,3	122,4	122,5	121,8
2004	123,0	123,2	123,5	123,8	124,0	124,1	124,2	124,4	124,6	124,9	125,1	125,2	124,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
2004	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,3	2,3	2,0	2,0	2,5
2004	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (dal 29/7 al 4/8 2003)

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

GIORNO	EVENTI
Giovedì 31	Area Euro: la BCE annuncia i tassi  Area Euro: resoconto dell'incontro di politica economica della BCE Vienna: riunione OPEC Stati Uniti: intervento di Gynn della Federal Reserve sull'andamento dell'economia a Orlando Stati Uniti: Beige Book 

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 29	Italia	Prezzi alla produzione	giugno	-0,3% m/m;1,6% a/a	0,1% m/m;1,7% a/a
	Regno Unito	Credito al consumo	giugno	£ 1,9 mld	£ 2,2 mld
.....1/8	Germania	Vendite al dettaglio	giugno	-0,6% m/m	1,0% m/m
Mercoledì 30	Francia	Prezzi alla produzione	giugno	-0,4% m/m;0,7% a/a	0,1% m/m;1,0% a/a
		Fiducia delle imprese	luglio	90,0	91,0
	Italia	IPCA (prel.)	luglio	0,1% m/m;2,9% a/a	-0,1% m/m;2,9% a/a
	Regno Unito	CBI (settore distributivo)	luglio	10	14
Giovedì 31	Francia	Variatione numero disoccupati	giugno	9.000	14.000
		Tasso di disoccupazione	giugno	9,3%	9,5%
	Area Euro	Prezzi al consumo (stima flash) 	luglio	2,0% a/a	2,0% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 29	Stati Uniti	Fiducia dei consumatori	luglio	83,5	85,5
	Giappone	Tasso di disoccupazione	giugno	5,4%	5,4%
		Consumi delle famiglie	giugno	-1,8% m/m	-2,3% m/m
Giovedì 31	Stati Uniti	Pil (1 stima) 	II tr. 03	1,4% t/t	1,5% t/t
		Consumi privati	II tr. 03	2,0% t/t	3,1% t/t
		Deflatore del Pil	II tr. 03	2,4% t/t	1,4% t/t
		PMI (Chicago) 	luglio	52,5	55,1
Venerdì 1	Stati Uniti	Tasso di disoccupazione 	luglio	6,4%	6,4%
		Variaz. occupati non agricoli 	luglio	-30.000	10.000
		Variaz. lavoratori sett. manifatturiero	luglio	-56.000	-33.000
		Ore settimanali lavorate	luglio	33,7	33,8
		Redditi delle famiglie	giugno	0,3% m/m	0,4% m/m
		Spese delle famiglie	giugno	0,1% m/m	0,6% m/m
		Indice fiducia Univ. Michigan (rev.) 	luglio	90,3	90,5
		Spese per costruzioni	giugno	-1,7% m/m	0,3% m/m
		ISM manifatturiero 	luglio	49,8	52,0