

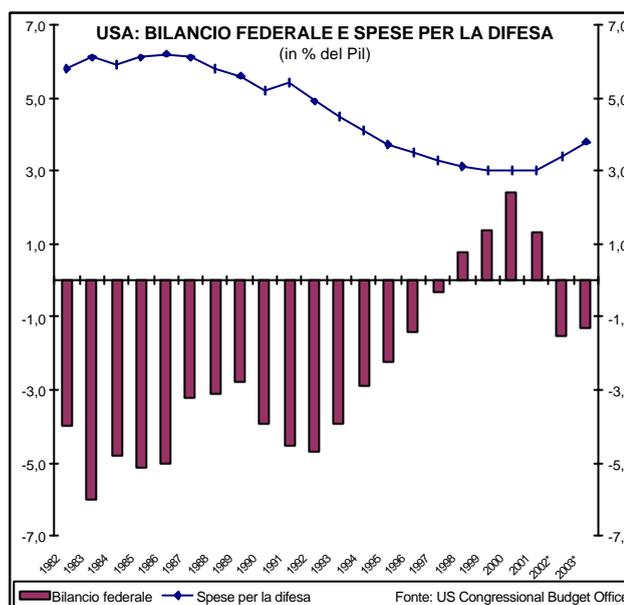
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

10 settembre 2002
n. 10 - 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



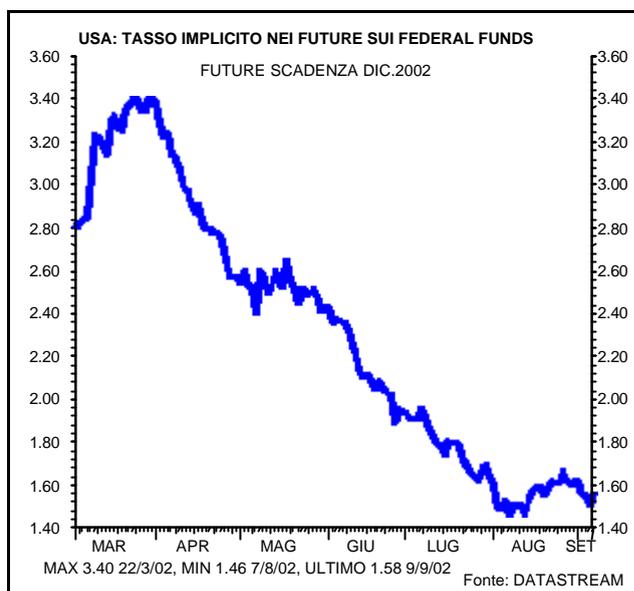
- ✓ **A un anno dalla tragedia delle torri gemelle lo scenario di medio termine della finanza pubblica americana non è più quello di consistenti surplus. Si profila la possibilità di significativi disavanzi almeno sino al 2005. Nel 2002 il rapporto tra deficit e PIL degli USA dovrebbe collocarsi all'1,5% contro un surplus dell'1,3% lo scorso anno.**
- ✓ **Gradualmente e con prudenza, dopo l'11 settembre la gente ha ripreso a viaggiare. Le previsioni di rafforzamento del turismo intraeuropeo e mediterraneo trovano conferma nei numeri relativi all'andamento della prima metà dell'anno. Tra gli stranieri che vengono in Italia, diminuiscono gli americani e i giapponesi, mentre aumentano gli spagnoli e gli irlandesi. Tra le mete estere del turismo degli italiani, in evidenza Croazia e Marocco mentre calano Cuba, Messico e USA.**

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

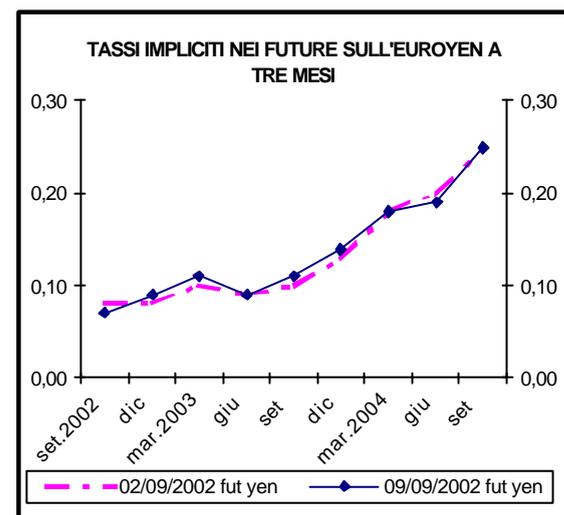
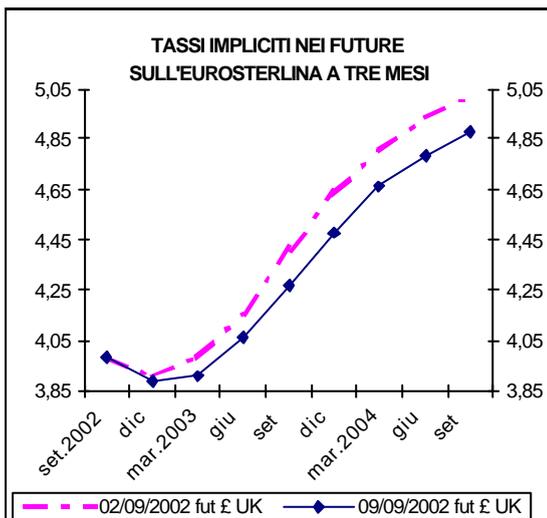
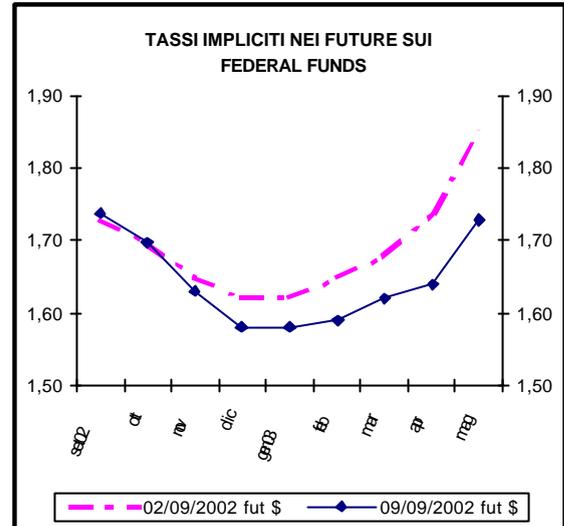
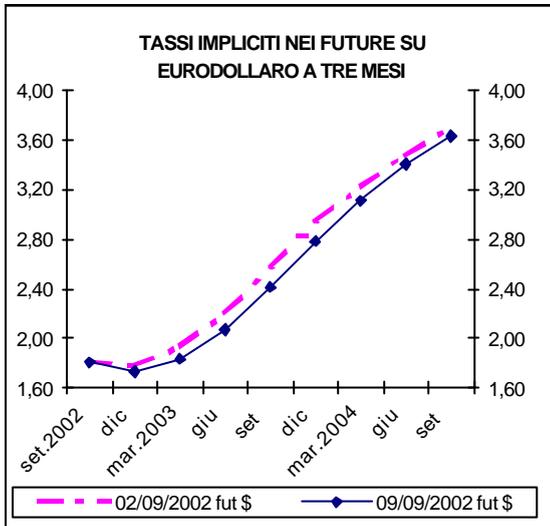
- Gli attacchi terroristici dell'11 settembre hanno inciso solo parzialmente sulla congiuntura Usa. Le misure di politica monetaria e fiscale, prese tempestivamente dopo gli attentati, hanno contribuito a rilanciare la ripresa. Tuttavia, dopo una recessione breve e poco profonda, l'economia americana si trova ancora a dover eliminare gli eccessi sui valori di Borsa, sull'indebitamento del settore privato e sui sovrainvestimenti della seconda metà degli anni novanta. Questi eccessi, sommati agli scandali societari e ai rischi di un'estensione del conflitto in Medio Oriente, sono ora il principale motivo delle incertezze sulle prospettive economiche Usa. Gli indicatori economici sono misti. I dati sul mercato del lavoro sono stati favorevoli e il tasso di disoccupazione di agosto è sceso al 5,7%, anche se molti dei nuovi occupati sono riconducibili al settore pubblico. La spesa per consumo tiene, ma l'industria manifatturiera rallenta e gli investimenti non decollano. La ripresa economica si mostra incerta e fragile.
- A fronte dell'attuale bassissimo livello dei tassi sui fondi federali (1,75%) raggiunto subito dopo gli attentati in una situazione di emergenza, la Fed sembra restare molto cauta. Dati i limitati spazi di manovra, Greenspan potrebbe non muoversi in modo preventivo. L'attenzione si concentrerà sugli indici anticipatori, sul Beige Book e sui dati economici in uscita. In assenza di *shock* esogeni e dell'inasprirsi dei rischi di ricaduta in recessione, la Fed potrebbe lasciare i saggi guida invariati. I tassi a lunga sono scesi ulteriormente nell'ultimo mese e non sembra esservi un pericolo di stretta creditizia. Il problema è piuttosto quello di una bassa domanda di prestiti da parte delle imprese.
- L'Europa ha archiviato un secondo trimestre 2002 debole e più fiacco delle attese, caratterizzato da un incremento congiunturale dello 0,3% e dello 0,6% tendenziale. La crescita è stata sostenuta dai consumi privati e da quelli pubblici. Gli investimenti sono calati per il sesto trimestre consecutivo dello 0,8% t/t, accentuando la flessione registrata a gennaio-marzo 2002 (-0,6% t/t). Export e import sono entrambi aumentati e hanno assicurato un contributo netto positivo al Pil. Contestualmente gli indici anticipatori hanno segnato diffuse riduzioni in luglio. Il PMI composito ha evidenziato in agosto il secondo calo consecutivo dopo il picco di giugno, pur mantenendosi al di sopra della soglia di 50 che separa l'espansione economica dalla contrazione. In definitiva, gli indici sembrano rafforzare i segnali di rischio di rallentamento nel terzo trimestre del 2002. Tuttavia, se questa ipotesi ha un'elevata probabilità di realizzazione in Germania, sembra essere meno calzante nei casi di Francia e Spagna grazie a cui è possibile ancora sperare in una tenuta dello sviluppo nella seconda metà del 2002. La crescita del Pil europeo rimarrebbe comunque al di sotto dell'1% nella media del 2002. Contestualmente, l'inflazione di luglio è tornata sopra il 2% e vi dovrebbe rimanere almeno per il resto dell'anno. Intanto, il prezzo del Brent oscilla intorno ai 29 dollari al barile per l'inasprirsi della conflittualità in Medio Oriente.
- La Bce si trova ad essere l'unica tra le banche centrali, che governano le aree monetarie nevralgiche mondiali, ad avere buoni margini di manovra per sostenere il ciclo. Infatti, i saggi guida depurati del tasso d'inflazione sono superiori all'1%. La ormai collaudata prudenza della Bce ci fa comunque pensare che l'Istituto centrale vorrà verificare la tenuta della crescita economica nel terzo trimestre prima di decidere ulteriori manovre. Inoltre, i principali paesi europei si trovano in difficoltà a rispettare gli impegni assunti in materia di conti pubblici, questi rischi di irregolarità potrebbero rappresentare un ulteriore deterrente a una manovra espansiva dal lato della politica monetaria. Pensiamo quindi a un'invarianza dei saggi guida nel prevedibile futuro. Intanto, i riflettori sono puntati sulla riunione del Consiglio direttivo del 12 settembre e sulle indicazioni che verranno fornite durante la conferenza stampa.



Previsioni	dato storico 09/09/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	119	118	119	121	125
dollaro-euro	0,980	0,990	0,993	1,015	0,990
yen-euro	117	117	118	122	123
sterlina-euro	0,628	0,637	0,640	0,644	0,645
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,79	1,80	1,84	1,90	2,45
euro	3,33	3,35	3,45	3,55	3,78
yen	0,06	0,07	0,07	0,08	0,10
sterlina	4,01	4,05	4,15	4,35	4,85
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,04	4,20	4,50	4,75	5,20
Germania	4,43	4,50	4,70	4,95	5,12
Giappone	1,10	1,15	1,25	1,38	1,46
Italia	4,66	4,73	4,92	5,17	5,33
Gran Bretagna	4,47	4,70	4,85	5,10	5,33

PANORAMA TASSI & EURO

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



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. %		
	dell'euro contro le altre valute						
	6/9/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
Dollaro USA-euro	0,992	0,983	0,987	1,179	0,86	0,46	-15,87
Dollaro canadese-euro	1,556	1,532	1,569	1,800	1,59	-0,83	-13,59
Dollaro australiano-euro	1,822	1,780	1,828	1,910	2,37	-0,30	-4,60
Dollaro Nuova Zelanda-euro	2,117	2,097	2,122	2,223	0,93	-0,24	-4,79
Yen-euro	117,320	116,350	117,620	133,730	0,83	-0,26	-12,27
Yen-dollaro USA	118,380	118,450	118,755	111,650	-0,06	-0,32	6,03
Franco svizzero-euro	1,459	1,469	1,450	1,617	-0,71	0,59	-9,76
Sterlina britannica-euro	0,633	0,635	0,630	0,711	-0,42	0,48	-11,05
Corona svedese-euro	9,226	9,173	9,474	9,470	0,57	-2,62	-2,58
Corona danese-euro	7,426	7,425	7,430	7,450	0,01	-0,05	-0,33
Corona norvegese-euro	7,354	7,382	7,508	8,855	-0,38	-2,05	-16,96
Tallero sloveno-euro	227,828	227,693	226,977	189,045	0,06	0,38	20,52
Zloty polacco-euro	4,127	4,072	4,148	4,071	1,36	-0,50	1,38
Corona ungherese euro	244,880	245,200	245,970	251,480	-0,13	-0,44	-2,62

Fonte: Datastream

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

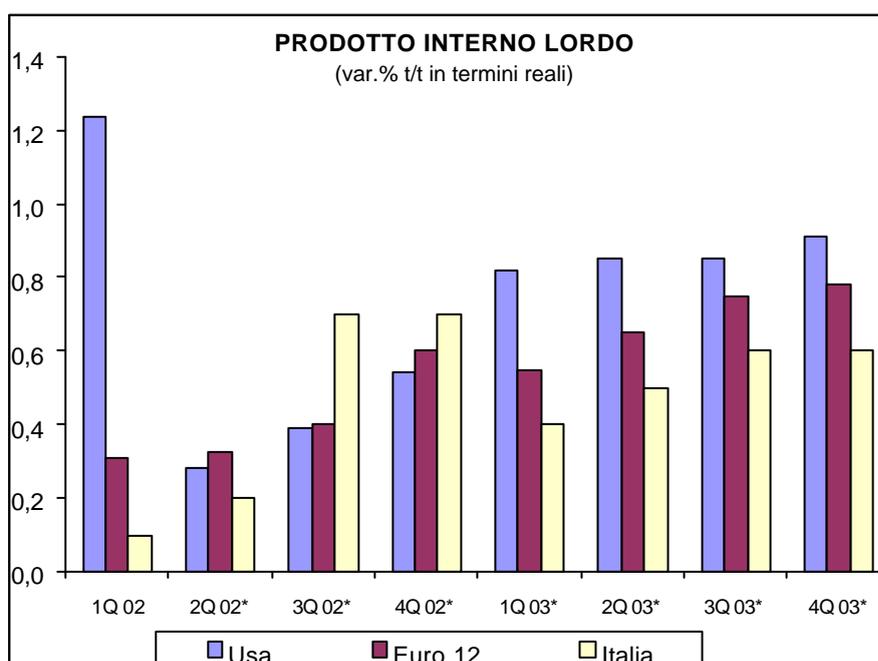
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II*	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	0,4	0,5	0,8	0,8	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,1	1,6	2,2	3,3	3,4	3,5	3,7
var.% anno su anno	0,3	2,2	2,8	1,4	2,1	2,6	2,5	2,0	2,6	3,1	3,5

AREA EURO

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

ITALIA

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



PIL 2001 (mld di euro)
a prezzi correnti

Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218

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	107,6	108,2	108,8	109,4	109,5	109,2	109,1	109,5	109,6	109,5	109,6	108,9
2002	110,1	110,2	110,9	111,4	111,6	111,5	111,3	111,4	111,6	111,8	111,9	112,0	111,3
2003	112,3	112,4	112,8	113,2	113,6	113,7	113,7	113,7	113,9	114	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	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	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	2,4	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2
2003	2,0	2,0	1,7	1,6	1,8	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	98,7	98,2	99,2	99,9	100,3	100,5	100,3	99,9	100,3	100,8	101,0	101,1	100,0
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,0	102,3	102,9	103,4	103,5	102,4
2003	103,2	103,0	103,5	104,1	104,6	104,7	104,3	104,0	104,3	105,1	105,3	105,5	104,3
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	-0,7	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2
2003	-0,3	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,1	-0,4	-0,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2
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	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,3
2003	2,1	2,2	1,8	1,7	1,9	1,8	1,6	2,0	2,0	2,1	1,8	1,9	1,9

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	119,0	119,2	119,3	119,4	118,6
2003	119,7	120,1	120,3	120,7	121,0	121,1	121,2	121,2	121,4	121,7	121,9	122,0	121,0
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	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2
2003	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
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	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3
2003	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

DOPO L'11 SETTEMBRE IL BILANCIO USA TORNA IN ROSSO

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

- Nell'anno fiscale 2002 il bilancio federale statunitense torna in disavanzo dopo quattro anni di surplus.
- Gli attentati terroristici dell'11 settembre hanno avuto un ruolo rilevante e potrebbero incidere significativamente sui conti pubblici anche nei prossimi anni.
- La politica fiscale ha impresso un notevole sostegno alla domanda interna. Senza tali misure la recessione del 2001 sarebbe stata più prolungata e la disoccupazione più alta.
- Tuttavia, l'aumento della spesa per la difesa e il passaggio del bilancio pubblico ad una situazione prolungata di deficit rischiano di avere effetti controproducenti nel lungo termine per i tassi di interesse e il potenziale di crescita del paese.

Nell'anno fiscale 2002, che termina alla fine del mese in corso, il bilancio federale statunitense torna in disavanzo dopo quattro anni di surplus. Lo stock del debito detenuto dal pubblico, in diminuzione dal 1994, registrerà quest'anno un primo aumento, portandosi al 33,9% del Pil dal 33,1% nell'anno precedente. L'avvio di questo cambiamento a 180 gradi dei conti pubblici statunitensi risale alla seconda metà del 2001 quando il surplus ha subito un primo drastico ridimensionamento. Non è facile districarsi tra i numerosi motivi che hanno contribuito a questo rovesciamento di situazione, ma gli attentati terroristici alle Torri Gemelle e al Pentagono di un anno fa hanno sicuramente avuto un ruolo rilevante e potrebbero incidere significativamente sui conti pubblici americani anche nei prossimi anni.

Il Congressional Budget Office (CBO) ha di recente rivisto le sue proiezioni di lungo termine per il bilancio federale statunitense. Mentre nel gennaio 2001, al momento dell'insediamento di Bush alla Presidenza, il CBO prevedeva, per il periodo 2002-2011, dieci anni consecutivi di surplus per un ammontare complessivo di \$5.600 mld, le sue stime sono passate a \$1.600 mld un anno dopo e a soli \$336 mld nell'agosto scorso. Sono adesso contemplati disavanzi fino al 2005 incluso. Il deficit per il 2002 ammonterebbe a \$157 mld, l'1,5% del Pil, rispetto a un surplus di 1,3% e 2,5% rispettivamente nei due anni precedenti.

Questo sfavorevole risultato è dovuto al sovrapporsi di molteplici fattori che vanno dall'onere attribuibile agli "stabilizzatori automatici" dovuti alla recessione del 2001, al crollo del mercato di Borsa, al piano decennale di sgravi fiscali dell'Amministrazione Bush avviato nel luglio dello scorso anno, alle risposte degli Stati Uniti sul piano interno e internazionale agli attentati dell'11 settembre.

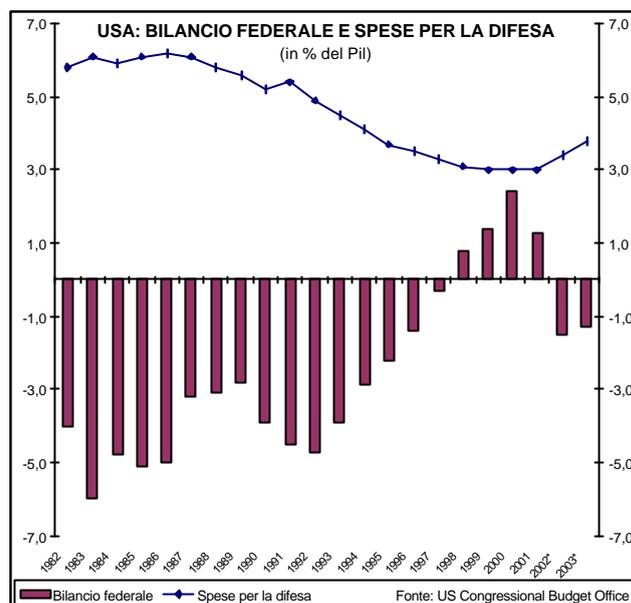
Immediatamente dopo gli attentati sono stati approvati interventi per \$60 mld, per far fronte alle spese per la ricostruzione, per il sostegno dei settori maggiormente colpiti, per la difesa, nonché incentivi agli investimenti e aumento dei sussidi di disoccupazione. Nel quarto trimestre del 2001 e nel primo di quest'anno la spesa pubblica è cresciuta ad un tasso annualizzato del 10,5% e del 5,4% rispettivamente sul trimestre precedente. Dal lato delle entrate fiscali, il programma di sgravi ha ridotto le imposte di \$70 mld nel 2001 e di altri \$40 nel 2002. Il calo delle entrate relativo al 2002 è stato il più marcato dal 1946. Un ruolo rilevante è stato giocato, oltre che dalla recessione economica, dal crollo delle entrate derivanti dai *capital gains* sul mercato di Borsa. Ora, a fronte di un rallentamento della ripresa dell'economia, il governo sta prendendo in considerazione la possibilità di adottare nuovi sgravi fiscali e incentivi per gli investimenti in Borsa.

A seguito degli avvenimenti dell'11 settembre, le spese per la difesa subiranno notevoli incrementi anche nei prossimi anni. Per l'anno fiscale 2003 sono in programma la creazione di un nuovo ministero (Homeland Security), un aumento di \$48 mld per le spese militari (+14%) e di \$18 mld per la sicurezza interna. Mentre prima dell'11 settembre il governo puntava sull'ammodernamento dell'arsenale militare e sullo sviluppo dello scudo spaziale, dopo quella data ha preso in considerazione un ampliamento dell'apparato militare. Le spese per la difesa che erano scese in percentuale del Pil dal 6% nel 1986, nel pieno della "guerra fredda", al 3% tra il 1999 e il 2001, hanno ora invertito la tendenza e potrebbero avvicinarsi al 4% del Pil nel 2003. Come avvenuto nella fase di rientro del disavanzo pubblico, le spese militari avranno un ruolo significativo anche nell'attuale fase di peggioramento dei conti pubblici.

E' innegabile il sostegno impresso nel 2001 e nel 2002 alla domanda interna americana dalla politica fiscale dell'Amministrazione Bush, divenuta ancora più espansiva dopo l'11 settembre. Senza tali misure la recessione del 2001 sarebbe stata più prolungata e la disoccupazione più alta. Tuttavia, l'aumento della spesa per la difesa e il passaggio del bilancio pubblico ad una situazione di deficit duratura rischiano di avere effetti controproducenti nel lungo termine, specie per i tassi di interesse e il potenziale di crescita del paese.

Fino ad ora i tassi a lunga sui titoli del Tesoro statunitense non hanno risentito del peggioramento dei conti pubblici americani, attuali e prospettici. Sono scesi significativamente a partire dall'aprile scorso sulla scia del rallentamento dell'inflazione e a seguito del fenomeno di *flight to quality* a livello internazionale che ha privilegiato i titoli del Tesoro americani. I ribassi degli ultimi giorni, che hanno portato il rendimento sui titoli a 10 anni al 4%, incorporano le attese del mercato per un nuovo taglio dei tassi guida da parte della Fed a sostegno della crescita economica. Tuttavia, anche se nel breve termine i conti pubblici non hanno avuto un impatto diretto sui tassi a lunga, è probabile che nel più lungo termine questo avvenga, determinando un aumento per i rendimenti sui titoli del Tesoro rispetto a quanto previsto in precedenza, anche perché verrebbero meno le condizioni per le operazioni di riacquisto del debito pubblico prima preventivate.

D'altra parte, anche se il disavanzo pubblico in percentuale del Pil si manterrà su livelli molto più contenuti rispetto a quelli registrati nella prima metà degli anni novanta, il maggiore assorbimento di risparmio da parte del settore pubblico potrebbe sottrarre fondi ad investimenti maggiormente produttivi e frenare così la crescita della produttività.



Fonte: US Congressional Budget Office

TURISMO 2002: QUALCOSA È CAMBIATO

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

- **Gradualmente, con cautela, dopo l'11 settembre la gente ha ripreso a viaggiare. Ma qualcosa è cambiato. E' ancora l'effetto "sicurezza percepita" ad influenzare in maniera significativa le decisioni di viaggio. In particolare, le nuove minacce di possibili attentati negli Stati Uniti e il persistente timore di utilizzo dei mezzi aerei per attacchi terroristici tendono a penalizzare i viaggi intercontinentali e i flussi sulle lunghe distanze, mentre sembrano aprire migliori prospettive per il turismo intraeuropeo.**
- **I leader della stagione estiva, che non ha dato risultati soddisfacenti, sono stati comunque gli italiani, alla riscoperta delle località turistiche del Bel Paese e quindi del turismo di prossimità. I mutamenti dei consumi turistici in Italia sono andati a tutto beneficio dei turismi di nicchia, dalla vacanza benessere alle terme o in *beauty farm*, al cicloturismo, al turismo sportivo, a quello enogastronomico o religioso.**

Dopo l'11 settembre il sogno del mondo a portata di volo si è ridimensionato. Gli attentati terroristici hanno lasciato un solco profondo tra il turismo "di prima" che marciava a una velocità quasi vertiginosa e il nuovo turismo improntato alla cautela. E' un atteggiamento testimoniato dalle scelte delle aree di destinazione che sembra aver coniugato all'esotico il conforto della sicurezza. In altre parole, gli italiani abituati a viaggiare durante le vacanze pasquali ed estive hanno continuato a farlo (+8,4% l'aumento dei pernottamenti all'estero nel primo semestre 2002) ma disertando i paesi extraeuropei e optando per località italiane o comunque per destinazioni estere a breve-media distanza, raggiungibili con

traghetti, navi o auto private. L'area prediletta è stata quella mediterranea dove le presenze di connazionali è aumentata del 2,9% , con particolare riferimento a Spagna (+12%), Tunisia (+10%) e Grecia (+9%). Un vero proprio *exploit* è stato registrato da Croazia (+112%) e Marocco (+93%). Tra le mete intercontinentali, gli italiani hanno scelto in prevalenza la più sicura Australia (+10%) o il Brasile (+18,5%), mentre le aree ritenute a rischio hanno registrato cali sensibili: -9,6 per gli Stati Uniti, -15,5% per il Messico e -9,6% per Cuba. A muoversi oltre confine è stata tuttavia la minoranza degli italiani: l'80% (contro il 72% dello scorso anno) ha preferito trascorrere le ferie in "casa", riflettendo il generale atteggiamento di cautela che ha caratterizzato il turismo di quest'anno. Nel complesso, il primo semestre di quest'anno, pur manifestando segnali di ripresa rispetto all'ultimo quadrimestre del 2001, è risultato decisamente negativo rispetto ai primi sei mesi dello scorso anno: l'occupazione del settore ha mostrato una flessione nelle assunzioni del 9,3%, la bilancia valutaria turistica ha denunciato una perdita del 27,7%, mentre i pernottamenti hanno evidenziato un calo di turisti stranieri pari al 2%. Le defezioni riguardano principalmente giapponesi e americani la cui presenza è stimata in diminuzione del 2,9%. La sensibile diminuzione della presenza di statunitensi (-11,3% nello stesso periodo) è legata da un lato alla voglia di trascorrere le vacanze vicino a casa e alla famiglia, dall'altro alle massicce campagne promozionali lanciate dagli stati confinanti, come Canada e Messico, che si propongono come mete sicure, al di fuori delle rotte maggiormente a rischio. Tra gli europei, la cui presenza è nel complesso diminuita dell'1% la defezione di maggior rilievo è quella dei tedeschi i cui pernottamenti sono diminuiti del 6%. In aumento sono risultati, invece, i turisti inglesi (+3,8%), che nello scorso inverno erano stati reputati tra i più sensibili a livello europeo al timore di attentati e ritorsioni, i francesi (+3,6%) e, soprattutto gli spagnoli (+19%). Se gli stranieri non ci hanno abbandonato hanno però speso meno: la recessione economica e la diminuita capacità di spesa hanno influito negativamente sulla spesa turistica che, da gennaio a giugno ha registrato complessivamente un crollo dell'11%. In questo senso, il dato più preoccupante giunge ancora dalla Germania, primo paese al mondo dal quale importiamo turismo, che ha mostrato un calo della spesa in vacanze nel nostro paese dell'11%. Altre contrazioni rilevanti sono state evidenziate da americani (-30,5%) e giapponesi (-38%). La Francia è l'unico tra i principali paesi europei a registrare, con il 34%, un aumento di spesa turistica.

I leader della stagione estiva sono stati gli italiani, alla riscoperta delle località turistiche del Bel Paese e quindi del turismo di prossimità. La nuova geografia del mercato turistico in Italia spiega anche l'evoluzione delle principali tipologie di vacanza. A parte l'agriturismo e il turismo verde, che mantengono saldamente la prima posizione, e le crociere che richiamano lungo le rotte del Mediterraneo una domanda europea e nazionale, il raffreddamento dei flussi d'oltreoceano penalizza soprattutto il turismo culturale e d'arte. Le località balneari si confermano meta tradizionale del turismo domestico. In netta ripresa sono apparsi anche i soggiorni alle terme, mentre sono rimaste sostanzialmente stabili le vacanze al lago e in montagna. In espansione, invece, tutta una serie di turismi di nicchia, dalla vacanza benessere alle terme o in *beauty farm*, al cicloturismo, al turismo sportivo (vela, golf, equiturismo, ecc.), al turismo enogastronomico.

L'effetto 11 settembre non ha cambiato solo i consumi turistici degli italiani, ma anche le strategie di marketing. C'è più attenzione alle richieste della clientela e alla pianificazione dei viaggi. È stato così potenziato l'*early booking*, ovvero la possibilità di prenotare con largo anticipo, a fronte di uno sconto. La quota di fatturato generata dalle vendite anticipate sul totale dei ricavi è passata dal 35% del 2001 al 40% di quest'anno.

Infine, a conferma della riduzione della mobilità che ha interessato il settore turistico dopo gli attentati, giunge anche il dato relativo al traffico aereo. A fronte di una sostanziale tenuta del trasporto ferroviario, il traffico passeggeri negli aeroporti italiani ha evidenziato, nel primo semestre 2002, un calo complessivo del 5,4%. A pesare è stato soprattutto il traffico dei viaggiatori stranieri sceso dell'8,1% con punte del 9,6% a Fiumicino e del 14,5% a Malpensa.

PERNOTTAMENTI (in migliaia)			
	I° sem 2001	I° sem. 2002	var. % a/a
Italiani all'estero	101194	109650	8,4
Stranieri in Italia	144022	139861	-2,9
Totale	245216	249511	1,8

PERNOTTAMENTI PER PROVENIENZA E DESTINAZIONE				
I° semestre 2002				
	Stranieri in Italia		Italiani all'estero	
	var. % a/a		var. % a/a	
Germania	-6,2	Croazia	112,3	
Francia	3,6	Marocco	92,8	
Regno Unito	3,8	Spagna	12,3	
Spagna	18,8	Tunisia	9,9	
Irlanda	57,5	Grecia	7,9	
Belgio	34,6	USA	-9,6	
Olanda	2,6	Cuba	-25,8	
Stati Uniti	-11,3	Messico	-15,5	
Giappone	-17,5	Australia	9,9	
Australia	32,3	Brasile	18,5	

Fonte: UIC

CREDITO A LUNGO TERMINE E DEPOSITI IN C/C: UNA CRESCITA ANCORA A DUE CIFRE

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

- **Ulteriore decelerazione degli impieghi a breve termine nel mese di luglio in Italia (+1% a/a), mentre si conferma la buona salute dei prestiti a m/l scadenza (+10,5% a/a).**
- **La crisi di fiducia dei risparmiatori favorisce il risparmio bancario. L'attività di *funding* permane vivace (+8,5% a/a) con tassi di crescita sempre sostenuti per conti correnti (+11,5% a/a) e obbligazioni (+10,9% a/a).**

Il moderato ritmo di crescita degli aggregati bancari attivi in Italia, che ha contraddistinto il primo semestre 2002, è proseguito nel mese di luglio. L'arresto del rallentamento avvenuto a maggio non si è confermato nei mesi successivi e in luglio il tasso di crescita degli impieghi vivi è stato del 5,7%. per il settore privato (6,4% a/a a giugno) e 5,2% a/a (5,8% a giugno) comprendendo anche la componente pubblica. Questo consuntivo non sorprende molto inserendosi in un contesto di debolezza congiunturale evidenziato anche dall'andamento della produzione industriale (-5,4% a/a in giugno) e degli ordinativi.

In particolare scende all'1% a/a il tasso di crescita degli impieghi a breve termine, mentre la componente a m/l conferma una variazione positiva a due cifre stabile al 10,5% a/a sostenuta dal credito erogato alle famiglie (sia per l'acquisto di abitazioni sia per credito al consumo) e alle imprese (+13% a/a).

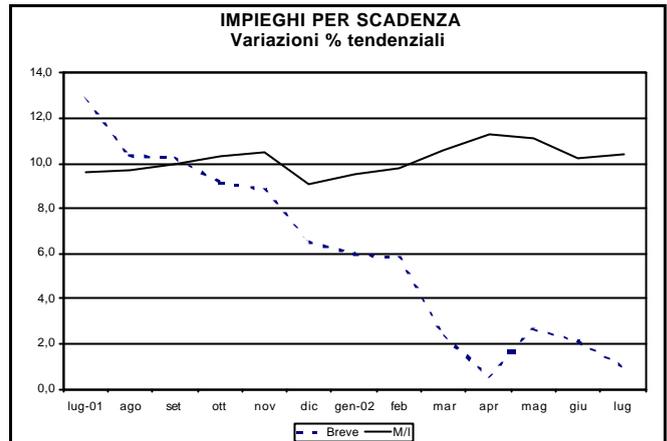
Anche per quanto riguarda l'area dell'euro si conferma il rallentamento della dinamica del credito iniziato alla fine della scorso anno e che ha raggiunto il punto più basso nell'ultimo trimestre con una crescita del 4,5% a/a. L'andamento dell'aggregato è stato determinato dalla decelerazione del tasso di crescita delle sue componenti principali: il credito alle Amministrazioni pubbliche (+1,1% a/a) e al settore privato (+5,4%).

Le branche produttive che hanno riportato dinamiche tendenziali particolarmente vivaci sono quella dei servizi (+8,9%), che accentra oltre il 45% del totale dei prestiti, dell'edilizia (+6,3% a/a) e dei prodotti energetici (+10,3% a/a). Per tutti i comparti citati, l'intensa crescita del denominatore determina una diminuzione del rapporto sofferenze/impieghi che nel caso dell'edilizia (11,5%) rimane comunque ancora largamente superiore alla media (5,6%).

Le recenti tendenze del mercato del credito lasciano prevedere una chiusura di anno caratterizzata da *performance* più modeste rispetto agli incrementi registrati negli anni passati e più in linea con la crescita dell'economia. Dal dicembre scorso prosegue la riduzione delle attività sull'estero (-4,8% a/a in giugno) e si va esaurendo anche il disinvestimento del portafoglio titoli (-3,7% a/a).

L'attività di raccolta ha conosciuto anche nel mese di luglio un incremento di rilievo (+8,5% a/a). Un anno prima la crescita tendenziale era al +3,3% (a/a). Nell'ultimo anno infatti la fiducia dei risparmiatori è stata messa a dura prova da diversi fattori (il clima di insicurezza generato dagli attentati terroristici, la perdurante tendenza al ribasso dei mercati azionari, etc.) che hanno indotto molti investitori a preferire strumenti liquidi o comunque facilmente monetizzabili. In particolare i depositi in conto corrente per tutto il 2002 hanno registrato variazioni tendenziali a due cifre (+11,5% a/a in luglio) nonostante il basso rendimento offerto (1,43%) e il regime fiscale penalizzante (27%). Analoga spiegazione può essere data per la crescita tendenziale (+10,9%) delle obbligazioni che con tassi di rendimento più attraenti (3,97% lordo sulle emissioni a tasso fisso) si propongono come possibile alternativa ai titoli di stato.

I tassi di interesse sia attivi che passivi (rispettivamente al 5,81 e al 1,48%), sostanzialmente invariati rispetto a maggio, lasciano lo *spread* invariato. Il livello del tasso sulle erogazioni alle famiglie si è ridotto di 25 centesimi dall'inizio dell'anno portandosi al 5,75%, ancora al disotto di quello applicato nell'area euro (5,78 in giugno). Un incentivo in più per il già brillante mercato dei mutui.



PRESTITI ALLE FAMIGLIE E ALLE IMPRESE
Variazioni % tendenziali

Prestiti	Italia		Area Euro
	lug-02	I trim 02	I trim 02
Società non finanziarie	4,0	5,0	-2,5
fino a 1 anno	-2,7	-0,5	12,1
tra 1 e 5 anni	9,1	7,6	8,2
oltre 5 anni	13,4	13,9	4,9
Famiglie	8,3	6,2	4,9
Credito al consumo	13,9	17,0	4,2
Mutui fondiari	13,2	10,9	7,1
Altri prestiti	3,3	0,8	-1,6

PRESTITI PER SETTORI
Variazioni % tendenziali

Prestiti	Italia		Area euro
	lug-02	giu-02	giu-02
Amm. Pubbliche	-2,6	-3,2	1,1
Settore Privato	5,7	6,4	5,4
Totale Impieghi	5,2	5,8	4,5

DEPOSITI
Consistenze e variazioni % tendenziali

Periodo	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	PcT	Totale	
						Area Euro
mar-01	Var. %	3,3	9,4	44,8	27,2	8,5
	mld. €	12,7	1,7	6,3	2,1	6,1
mar-02	Var. %	11,5	-12,0	9,2	6,9	8,5
	mld. €	426	47	59	88	620

Fonte: Banca d'Italia, Bce.

UN ANNO DOPO: IL MERCATO ATTENDE LA RIPRESA DEI FONDI

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

Tasso annuo di crescita del patrimonio settembre 2001 - agosto 2002	▼	Raccolta netta nei dodici mesi	Negativa	Performance nei dodici mesi	Negativa	Prospettive di crescita	Moderata ripresa
---	---	--------------------------------	----------	-----------------------------	----------	-------------------------	------------------

- Lo shock post-11 settembre in molti settori appare almeno parzialmente riassorbito, ma il mercato italiano dei fondi comuni non sembra essersene accorto.
- Il patrimonio dei fondi risulta essere ancora al di sotto rispetto a quello di settembre 2001 (-1,86%) e anche la raccolta netta nei dodici mesi resta negativa per 4,5 mld. di euro.
- Innovazione di prodotto e nuove politiche distributive hanno in parte sostenuto un mercato che evidenzia un solo "grande assente": la performance.

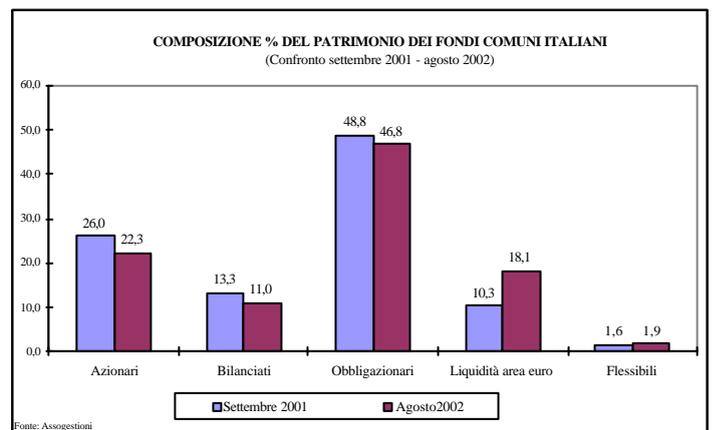
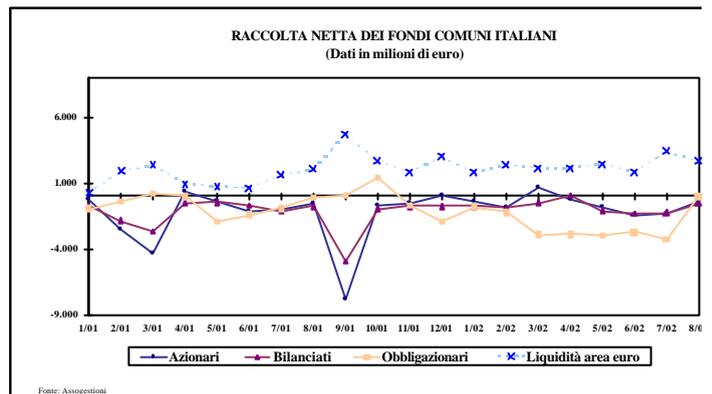
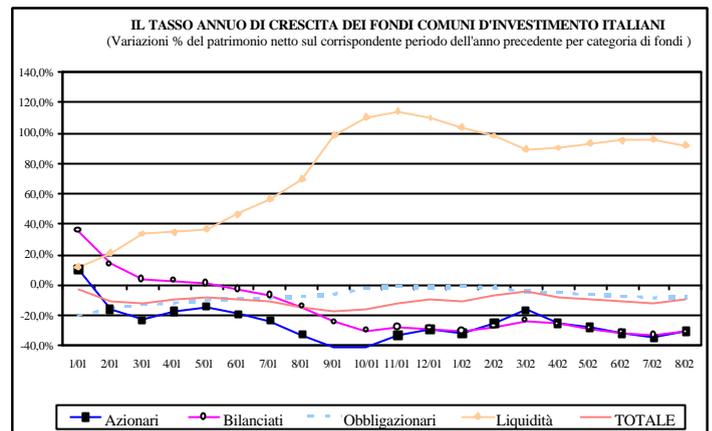
I dati diffusi venerdì scorso da Assogestioni e relativi al mese di agosto, evidenziano alcuni segnali positivi: una raccolta netta del mese contenuta ma tornata positiva (0,48 mld. di euro) e una crescita del patrimonio rispetto al mese precedente. Se si allunga l'orizzonte di indagine i dati consentono di effettuare alcuni interessanti rilievi sull'andamento del mercato italiano dei fondi comuni a un anno dall'attentato alle torri gemelle. In questo arco temporale (dodici mesi compreso settembre 2001) il settore non ha evidenziato significativi segnali di ripresa.

Il patrimonio dei fondi risulta essere ancora al di sotto rispetto a quello di fine settembre 2001 (476,6 mld. di euro ad agosto 2002 contro i 485,6 mld di euro di settembre 2001). Anche la raccolta netta nei dodici mesi resta negativa per 4,5 mld. di euro, con i soli fondi liquidità a far registrare un risultato positivo lungo tutto l'orizzonte temporale (v. fig.).

Nel complesso le attese di una ripresa nel mercato del risparmio gestito sono andate deluse. Il 2002 ha evidenziato il permanere di segnali di debolezza e di performance penalizzanti per gli investitori. I rendimenti negativi dei mercati e gli allarmismi generati da casi Enron e Worldcom hanno ulteriormente preoccupato i risparmiatori sulle prospettive a breve dei propri investimenti.

In questo scenario a crescita zero sono tuttavia emersi segnali interessanti sull'orientamento dei risparmiatori. Analizzando l'andamento dei singoli comparti hanno evidenziato chiaramente la diffidenza verso i fondi azionari e quelli bilanciati (v. fig.). I primi in dodici mesi sono passati dal 26% al 22,3% del patrimonio totale, mentre i secondi dal 13,3% all'11%. A fronte di una riduzione di interesse anche per il comparto obbligazionario (-1,8 p.p.), i dati rilevano il boom dei fondi di liquidità che in dodici mesi sono passati dal 10,3% al 18,1% del patrimonio totale.

Questa forma di risparmio, inizialmente proposta come temporaneo "parcheggio" di liquidità, sta acquisendo una rilevanza sempre maggiore, non presentando i mercati segnali idonei a incentivare l'assunzione di rischi sull'azionario. Le indicazioni emerse dal fenomeno di ricomposizione del patrimonio dei fondi hanno costituito un utile elemento di valutazione per gli intermediari operanti sul mercato che hanno saputo adeguare la propria offerta proponendo nuovi prodotti calibrati sulle esigenze di un risparmiatore più consapevole dei rischi di investimento e maggiormente orientato verso strumenti con un profilo di rischio molto contenuto. Lo shock post-11 settembre in molti settori appare almeno parzialmente riassorbito, ma il mercato italiano dei fondi comuni non sembra essersene accorto. Le prospettive di ripresa appaiono concrete, ma restano legate al ritorno a performance premianti per gli investitori.



DOVE SI NASCONDE IL TORO

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

A un anno esatto di distanza dal tragico evento delle Torri Gemelle tutti i listini azionari del mondo registrano perdite medie di oltre il 15%, con punte del 32% per i mercati esposti verso l'*hi-tech* (Nasdaq 100). L'esito così fortemente negativo contrasta con la prima, impulsiva reazione degli indici, alimentata dall'enorme afflusso di liquidità, dallo spirito patriottico diffuso del *Buy America* e dal sostegno delle autorità monetarie tese a scongiurare un effetto ricchezza negativo.

Il bilancio annuale appare così maggiormente adeguato in chiave statistica poiché dodici mesi rendono giustizia di variazioni temporanee e consentono di pulire il *trend* da eccessi reattivi e speculazioni tipiche del breve periodo.

La depressione dei listini ha contagiato il mercato dei capitali, con un primo significativo impatto sul fronte delle matricole. Il valore totale dei collocamenti nella sola Europa è progressivamente sceso dalla soglia dei 100 miliardi di dollari registrata nel 2000 ai poco più dei 13 miliardi attuali (2002), passando per i 30 del 2001. Piazza Affari, dalle 14 Ipo del 2001 si è fermata attualmente a tre.

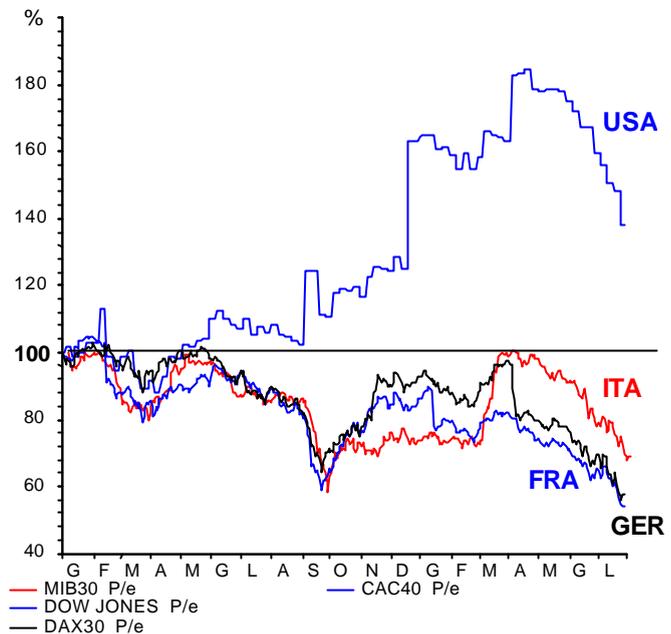
A livello settoriale le grandi novità vengono fuori soltanto nell'ultimo decennio.

Prima di allora la storia si ripete con monotonia: se da un lato il Toro predilige i titoli ad alto beta senza grandi distinzioni ed in particolare i settori Ciclici (in primis Chimici, Costruzioni ed Elettronica) l'Orso appare molto più selettivo e si limita ai difensivi puri, come Utilities (gas e acqua), Immobiliari, Commodities (oro, petrolio e agroalimentare), per finire ai Finanziari (prevalentemente Bancari, poiché gli Assicurativi si diffondono non prima della fine anni '80).

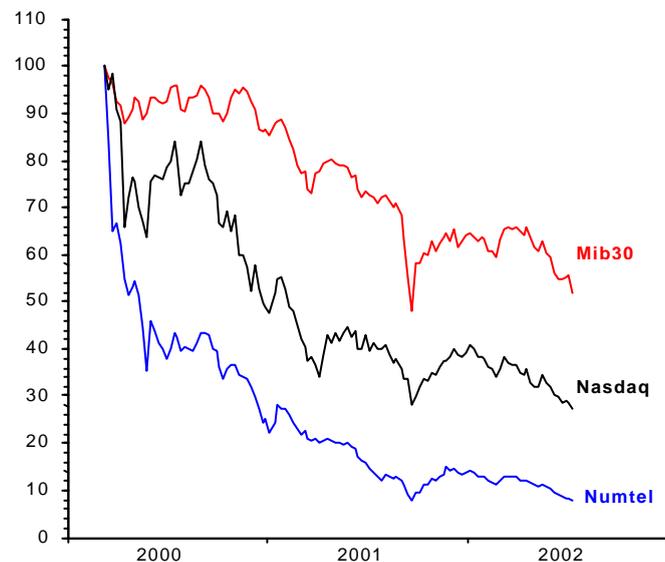
A fine secolo, invece, inizia a delinearsi una nuova tendenza nell'*allocation* settoriale: l'ascesa dei titoli tecnologici.

Il felice connubio con il settore dei Media e delle Telecomunicazioni ha caratterizzato le ultime due ascese dei listini (compresa la più lunga, 945 giorni, del quadriennio 1995-1998) prima che l'esplosione della bolla rovesciasse specularmente i rapporti di forza in campo, tra TMT e difensivi.

Europa in pole position



Performance relative: Nuovo Mercato fanalino di coda



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

	Dati storici				Variazioni percentuali						
	6/9/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.377	18.832	18.284	22.947	29.834	28.094	-2,4	0,5	-19,9	-38,4	-34,6
MIB 30	25.010	25.587	24.803	32.187	42.906	41.477	-2,3	0,8	-22,3	-41,7	-39,7
DOW JONES IND.	8.427	8.664	8.274	9.841	10.646	11.358	-2,7	1,9	-14,4	-20,8	-25,8
NASDAQ	1.295	1.315	1.260	1.706	2.292	4.131	-1,5	2,8	-24,1	-43,5	-68,6
STANDARD & POOR'S	894	916	860	1.106	1.283	1.455	-2,4	4,0	-19,2	-30,3	-38,6
NIKKEI 225	9.129	9.619	9.501	10.650	13.786	18.934	-5,1	-3,9	-14,3	-33,8	-51,8
FTSE100	4.107	4.227	4.131	5.204	6.175	6.930	-2,8	-0,6	-21,1	-33,5	-40,7
CAC40	3.247	3.366	3.285	4.481	5.799	5.917	-3,6	-1,2	-27,5	-44,0	-45,1
DAX30	3.486	3.713	3.569	4.875	6.290	6.751	-6,1	-2,3	-28,5	-44,6	-48,4
MADRID	653	670	643	771	879	1.012	-2,5	1,5	-15,3	-25,7	-35,5
SINGAPORE	1.443	1.489	1.467	1.608	1.896	2.583	-3,1	-1,6	-10,3	-23,9	-44,1
HONG KONG	9.721	10.044	9.701	10.664	14.870	17.370	-3,2	0,2	-8,8	-34,6	-44,0
DJ EURO STOXX50	2.618	2.709	2.592	3.550	4.702	4.849	-3,4	1,0	-26,3	-44,3	-46,0
MSCI WORLD	808	831	787	986	1.202	1.422	-2,7	2,7	-18,0	-32,8	-43,2
MSCI EMU	134	139	133	180	233	243	-3,5	0,9	-25,5	-42,3	-44,7
MSCI FAR EAST	1.709	1.794	1.747	2.063	2.572	3.605	-4,7	-2,2	-17,1	-33,5	-52,6
MSCI NORTH AMERICA	897	920	865	1.120	1.302	1.525	-2,5	3,7	-19,9	-31,1	-41,2

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 10 AL 16 SETTEMBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 11	Stati Uniti: Beige Book  Pubblicazione bollettino mensile dell'Agenzia Internazionale Energia
Giovedì 12	Area Euro: incontro di politica monetaria della BCE. Segue conferenza stampa  Stati Uniti: intervento di Greenspan alla commissione bilancio della Camera
Venerdì 13	Stati Uniti: discorso di Parry della Federal Reserve di San Francisco 
9-14	Stati Uniti: il primo ministro del Giappone Koizumi in visita negli Stati Uniti
Domenica 15	Svezia: elezioni politiche

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 10	Italia	PIL (def.)	II tr. 02	0,1% t/t;0,0% a/a	0,2% at/t;0,2% a/a
	Spagna	Produzione industriale	luglio	-2,1% a/a	1,0% a/a
Mercoledì 11	Germania	Bilancia commerciale	luglio	10,9 mld di euro	11,0 mld di euro
		Bilancia partite correnti	luglio	3,7 mld di euro	2,5 mld di euro
	Regno Unito	Tasso di disoccupazione	agosto	3,1%	3,1%
		Retribuzioni medie	luglio	3,9%	4,1%
Giovedì 12	Germania	Prezzi al consumo armonizzati (def.)	agosto	-0,2% m/m;1 0% a/a	-0,2% m/m;1,0% a/a
	Spagna	Prezzi al consumo armonizzati	agosto	-0,7% m/m;3,5% a/a	0,1% m/m;3,5% a/a
	Italia	Nuovi ordini	giugno	-2,4% m/m	1,2% m/m
		Fatturato nell'industria	giugno	1,2% m/m	-1,0% m/m
Venerdì 13	Francia	Bilancia commerciale	luglio	1,0 mld di euro	1,0 mld di euro
		Prezzi al consumo (prel.)	agosto	0/0% m/m;1,6% a/a	-0,4% m/m;2,0% a/a
Lunedì 16	Italia	Prezzi al consumo	agosto	0,2% m/m;2,2% a/a	0,1% m/m;2,3% a/a

STATI UNITI E GIAPPONE

Mercoledì 11	Giappone	PIL (rev.)	II tr. 02	0,5% t/t	0,4% t/t
Giovedì 12	Stati Uniti	Prezzi alle importazioni	agosto	0,4% m/m	0,3% m/m
		Bilancia delle partite correnti	II tr. 02	\$ 112,5 mld	\$ 122,0 mld
		Richieste sussidio di disoccupazione	7 settembre	403.000	400.000
Venerdì 13	Giappone	Produzione industriale (rev.)	luglio	-0,4% m/m; 3,3% a/a	-0,4% m/m;3,3% a/a
	Stati Uniti	Vendite al dettaglio	agosto	1,2% m/m	1,0% m/m
		Vendite al dettaglio (escluso auto) 	agosto	0,2% m/m	0,2% m/m
		Prezzi alla produzione	agosto	-0,2% m/m	0,2% m/m
		Prezzi alla produzione (escl. alim. & en.)	agosto	-0,3% m/m	0,1% m/m
		Indice fiducia Univ. Michigan (prel.)	settembre	87,6	85,4