

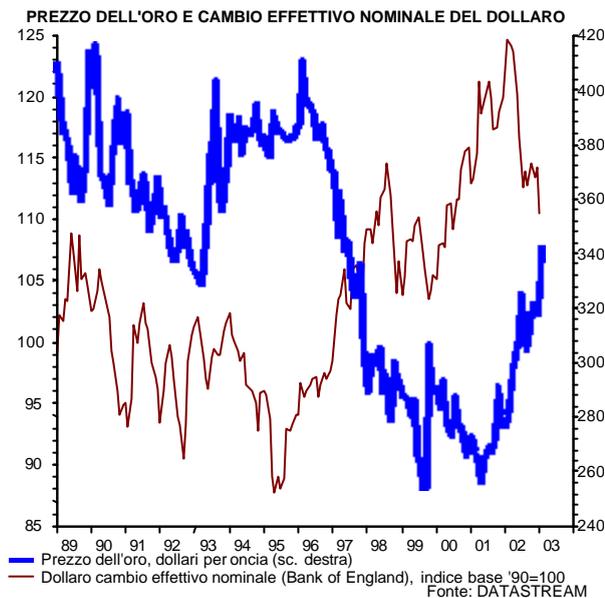
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

28 gennaio 2003
n. 3 - 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



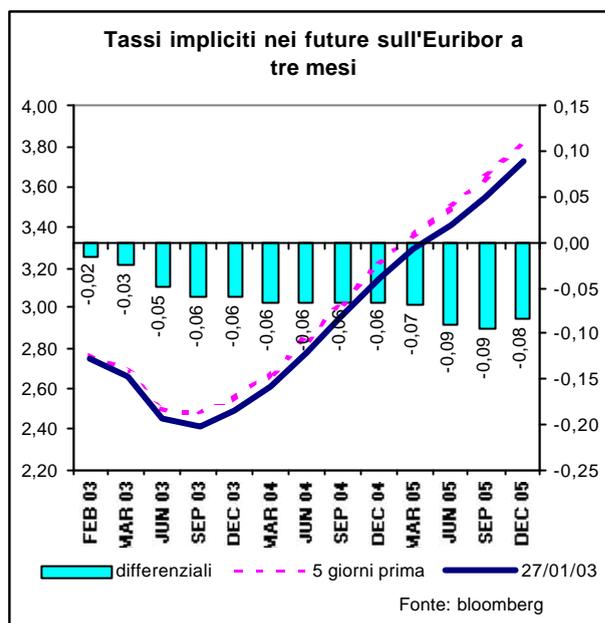
- ✓ **Euro ed oro stanno traendo vantaggio da un movimento globale di riallocazione dei portafogli che penalizza il dollaro. L'indebolimento della divisa americana riflette sia fattori strutturali (il peggioramento congiunto e duraturo dei conti con l'estero e dei conti pubblici degli USA) sia elementi congiunturali (il timore che il rischio bellico deprima i margini di ripresa dei consumi e dell'economia americani). Una ripresa anemica dell'economia americana rappresenta un fondamentale fattore di rischio nei confronti di una vigorosa espansione dell'economia mondiale.**
- ✓ **Nel panorama dell'America latina il Perù offre uno scenario economico e finanziario improntato a maggiore equilibrio. Nel 2002 il paese andino ha registrato una crescita positiva del prodotto lordo in presenza di un contenuto valore dell'inflazione. L'andamento del 2003 dipenderà crucialmente dalla misura che assumerà la ripresa dell'economia mondiale.**

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

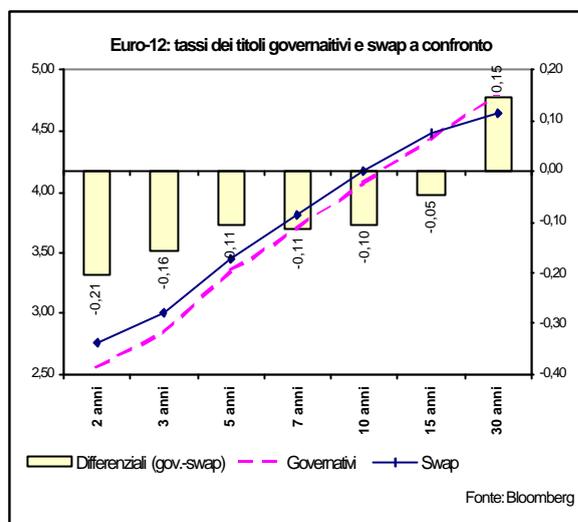
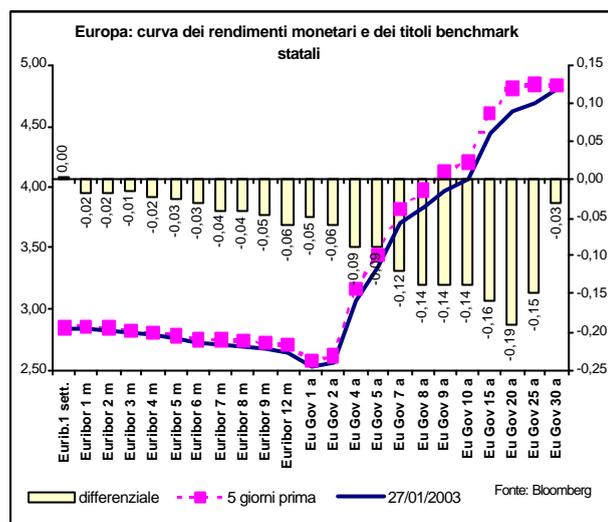
- Le incertezze sulla possibilità e sui tempi di una guerra all'Iraq influenzano in modo significativo i mercati finanziari. In queste circostanze, si muove al rialzo il cambio dell'euro nei confronti di tutte le principali valute; al ribasso si muovono le quotazioni azionarie e i rendimenti dei bond governativi, soprattutto sulle durate decennali e trentennali europee. I dati sulla bilancia dei pagamenti di Eurolandia nei primi dieci mesi del 2002 suggeriscono che l'apprezzamento della valuta europea è stato sostenuto dal crescente *surplus* di parte corrente e da un afflusso di capitali, guidato dai movimenti di portafoglio, che si sono principalmente indirizzati sui titoli europei ad elevato merito di credito. Tra inizio gennaio e fine ottobre 2002 la divisa europea si era già apprezzata di circa il 4% in termini effettivi nominali. L'euro è quindi stato sostenuto da movimenti nella riallocazione dei portafogli internazionali guidati dall'avversione al rischio.
- Il differenziale tra il rendimento dei titoli del Tesoro Usa a 10 anni e quelli europei di uguale durata è passato da -14 a -9 punti base, anche sulla scia del miglioramento delle prospettive d'inflazione europea legate al rafforzamento del cambio.
- Negli Stati Uniti i *future funds* sono tornati ad incorporare attese di un taglio di un quarto di punto, con una probabilità del 40% al Fomc del 18 marzo, che sale al 50% a quello del 6 maggio. Alla riunione della Fed di mercoledì 29 gennaio, prevalgono le aspettative di un'invarianza dei tassi. La Fed dovrebbe assumere un atteggiamento di "wait and see" anche in vista di nuovi sviluppi sullo scenario geopolitico, che costituisce il principale fattore di rischio per la ripresa economica. La Fed ritiene di non aver esaurito gli strumenti a sua disposizione e, nel caso di un peggioramento della crescita, Greenspan potrebbe allentare nuovamente la politica monetaria.
- Sono almeno tre i fattori di rischio che tengono sotto scacco la ripresa economica di Eurolandia secondo il Bollettino economico della Banca Centrale Europea (BCE): 1) le tensioni geopolitiche che minano il clima di fiducia; 2) il riassorbimento disordinato degli squilibri macroeconomici accumulati fuori dell'area dell'euro; 3) il rincaro del petrolio. D'altro canto, il calo dell'inflazione sotto l'obiettivo del 2% nel 2003 rimane lo scenario più probabile. Il rientro delle tensioni sui prezzi potrà essere agevolato dal modesto ritmo di sviluppo, dall'apprezzamento del cambio e da effetti statistici favorevoli. In Germania, i prezzi al consumo di gennaio hanno evidenziato un incremento congiunturale superiore alle attese (0,9% m/m), trainato dall'introduzione di ecotasse, e invariato rispetto al risultato di dicembre all'1,1% a/a grazie al favorevole confronto statistico.
- La BCE sembra aperta ad un'ulteriore manovra monetaria espansiva, che potrebbe non essere imminente. E' probabile che l'Istituto di Francoforte voglia guardare con maggiore chiarezza all'evoluzione delle tensioni geopolitiche e al loro impatto sulla dinamica congiunturale, tenendo anche conto del consuntivo sulla crescita del 2002 che sarà comunicato a inizio marzo. Al momento esiste un solo precedente in cui la BCE ha agito sulla base di fattori esogeni al contesto monetario e macroeconomico: è accaduto all'indomani degli attacchi terroristici dell'11 settembre, quando la BCE ha tagliato i saggi guida di 50 punti base di concerto con la *Federal Reserve*. I tassi impliciti nei future sull'Euribor a tre mesi scontano rendimenti in discesa fino a settembre 2003 e accreditano un'elevata probabilità di realizzazione a un taglio di 25 centesimi entro marzo, seguito da un'ulteriore allentamento entro giugno 2003.



Previsioni	dato storico 27/01/03	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	118	118	120	126	127
dollaro-euro	1,081	1,100	1,090	1,050	1,000
yen-euro	128	130	130	132	127
sterlina-euro	0,662	0,664	0,666	0,665	0,658
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,33	1,39	1,40	1,50	2,05
euro	2,82	2,80	2,65	2,65	2,90
yen	0,02	0,05	0,06	0,07	0,10
sterlina	3,94	3,97	4,00	4,10	4,20
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,95	4,00	4,05	4,45	5,00
Germania	4,02	4,05	4,10	4,30	4,70
Giappone	0,80	0,80	1,00	1,05	1,35
Italia	4,21	4,23	4,28	4,48	4,88
Gran Bretagna	4,21	4,25	4,30	4,51	4,92

PANORAMA TASSI & CAMBI EURO

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



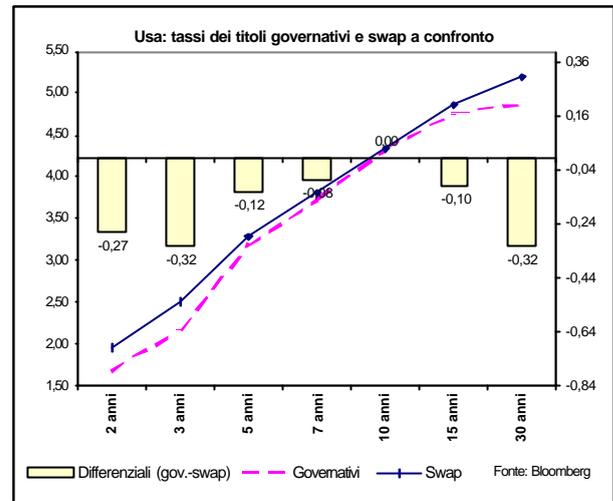
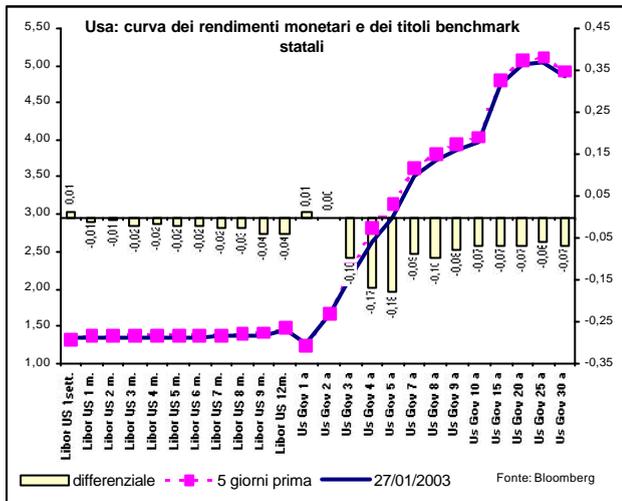
Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	27/1/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,087	1,065	1,038	0,866	1,049	1,179	2,0	4,8	25,5	3,7
Canada	1,650	1,637	1,627	1,393	1,655	1,800	0,8	1,4	18,4	-0,3	-8,3
Australia	1,834	1,806	1,845	1,681	1,856	1,910	1,6	-0,6	9,1	-1,2	-4,0
Nuova Zelanda	1,978	1,936	2,001	2,044	1,998	2,223	2,1	-1,1	-3,2	-1,0	-11,0
Giappone	127.920	125.960	124.450	116.350	124.390	133.730	1,6	2,8	9,9	2,8	-4,3
Argentina	3,535	3,441	3,554	1,517	3,531	1,180	2,7	-0,5	133,0	0,1	199,6
Svizzera	1,467	1,461	1,457	1,472	1,452	1,617	0,4	0,7	-0,3	1,0	-9,2
Gran Bretagna	0,665	0,664	0,648	0,613	0,651	0,711	0,2	2,6	8,5	2,2	-6,5
Svezia	9,246	9,197	9,155	9,246	9,153	9,470	0,5	1,0	0,0	1,0	-2,4
Danimarca	7,437	7,433	7,427	7,429	7,429	7,450	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2
Norvegia	7,457	7,274	7,276	7,876	7,276	8,855	2,5	2,5	-5,3	2,5	-15,8
Cipro	0,579	0,579	0,572	0,576	0,573	0,582	0,0	1,1	0,5	1,0	-0,6
Repubblica Ceca	31,335	31,425	31,253	32,032	31,577	35,107	-0,3	0,3	-2,2	-0,8	-10,7
Estonia	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	15,647	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	246,870	246,200	235,610	243,500	236,290	251,480	0,3	4,8	1,4	4,5	-1,8
Lettonia	0,624	0,621	0,607	0,562	0,614	0,667	0,5	2,8	11,0	1,6	-6,5
Lituania	3,453	3,452	3,452	3,506	3,453	4,716	0,0	0,0	-1,5	0,0	-26,8
Malta	0,421	0,420	0,417	0,400	0,418	0,443	0,2	0,9	5,1	0,6	-5,1
Slovacchia	42,155	41,602	41,790	42,225	41,503	42,991	1,3	0,9	-0,2	1,6	-1,9
Slovenia	230,847	230,775	230,035	220,554	230,158	189,045	0,0	0,4	4,7	0,3	22,1
Polonia	4,181	4,063	3,992	3,595	4,021	4,071	2,9	4,7	16,3	4,0	2,7
Russia	34,424	33,950	33,117	26,526	33,528	25,321	1,4	3,9	29,8	2,7	36,0
EURO	86,240	85,540	84,260	78,030	84,460	93,300	0,8	2,3	10,5	2,1	-7,6

Fonte: Datastream.

PANORAMA TASSI & CAMBI DOLLARO USA

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



Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa										
	27/1/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
Canada	1,526	1,536	1,559	1,608	1,572	1,598	0,6	2,2	5,3	3,0	4,7
Australia (*)	0,589	0,589	0,564	0,517	0,562	0,516	0,1	4,4	14,1	4,9	14,2
Nuova Zelanda (*)	0,548	0,549	0,518	0,425	0,524	0,425	-0,2	5,8	29,0	4,5	28,9
Giappone	118,5	118,7	120,0	134,6	118,8	131,8	0,2	1,2	13,6	0,2	11,2
Corea	1.172	1.174	1.200	1.332	1.200	1.320	0,1	2,4	13,7	2,4	12,7
Filippine	53,65	53,70	53,38	51,33	53,60	51,60	0,1	-0,5	-4,3	-0,1	-3,8
Indonesia	8.935	8.888	8.890	10.435	8.950	10.370	-0,5	-0,5	16,8	0,2	16,1
Singapore	1,731	1,731	1,736	1,833	1,734	1,849	0,0	0,3	5,9	0,2	6,8
Thailandia	42,68	42,78	43,02	44,07	43,11	44,05	0,2	0,8	3,3	1,0	3,2
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	47,91	47,97	48,01	48,36	47,97	48,27	0,1	0,2	0,9	0,1	0,8
Argentina	3,32	3,20	3,40	1,80	3,36	1,00	-3,6	2,3	-45,7	1,2	-70,0
Brasile	3,63	3,41	3,54	2,41	3,54	2,30	-6,0	-2,6	-33,7	-2,6	-36,8
Cile	738,6	723,2	713,3	671,3	720,3	646,3	-2,1	-3,4	-9,1	-2,5	-12,5
Colombia	2.970	2.933	2.862	2.253	2.867	2.297	-1,2	-3,6	-24,2	-3,5	-22,7
Messico	10,87	10,62	10,32	9,12	10,46	9,11	-2,3	-5,0	-16,1	-3,7	-16,2
Perù	3,50	3,49	3,52	3,46	3,50	3,44	-0,2	0,5	-1,0	0,1	-1,6
Uruguay	27,60	27,58	27,28	14,30	27,20	14,75	-0,1	-1,2	-48,2	-1,5	-46,6
Venezuela	1.922	1.812	1.384	763	1.387	759	-5,7	-28,0	-60,3	-27,8	-60,5
Israele	4,88	4,85	4,76	4,60	4,75	4,48	-0,5	-2,4	-5,6	-2,6	-8,1
Sud Africa	8,72	8,85	8,84	11,40	8,57	12,37	1,5	1,4	30,7	-1,7	41,9
Turchia	1.659.603	1.663.117	1.655.189	1.328.726	1.643.699	1.429.847	0,2	-0,3	-19,9	-1,0	-13,8
Eurolandia (*)	1,087	1,065	1,038	0,866	1,049	0,904	2,0	4,8	25,5	3,7	20,3
Gran Bretagna (*)	1,636	1,606	1,600	1,408	1,610	1,439	1,9	2,2	16,2	1,6	13,7
Svizzera	1,354	1,372	1,403	1,704	1,383	1,650	1,3	3,6	25,9	2,2	21,9
Danimarca	6,86	6,98	7,16	8,59	7,08	8,28	1,8	4,5	25,3	3,2	20,8
Norvegia	6,91	6,87	7,04	9,07	6,97	8,87	-0,7	1,8	31,2	0,7	28,2
Svezia	8,52	8,62	8,80	10,68	8,69	10,28	1,2	3,3	25,4	2,0	20,6
Russia	31,80	31,82	31,79	30,54	31,78	30,14	0,1	0,0	-4,0	-0,1	-5,2
Polonia	3,84	3,81	3,86	4,15	3,81	3,96	-0,8	0,4	8,0	-0,8	3,0
Repubblica Ceca	28,88	29,37	30,24	36,76	30,14	35,27	1,7	4,7	27,3	4,4	22,2
Ungheria	226,7	230,6	227,4	282,1	224,9	272,9	1,7	0,3	24,4	-0,8	20,4
DOLLARO USA	108,2	108,8	111,1	124,9	110,5	122,0	-0,6	-2,6	-13,4	-2,1	-11,3

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

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

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

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

ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	114,6	115,0	115,1	115,6	115,9	116,2	116,3	116,3	116,3	116,5	116,7	116,8	115,9
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,8	119,0	119,3	119,6	120,0	120,1	118,8
2003	120,5	120,7	120,8	121,0	121,2	121,3	121,4	121,5	121,6	122,0	122,2	122,3	121,4
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	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2
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	2,7	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	1,9	2,0	1,8	1,8	2,2

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

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

PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

STATI UNITI

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

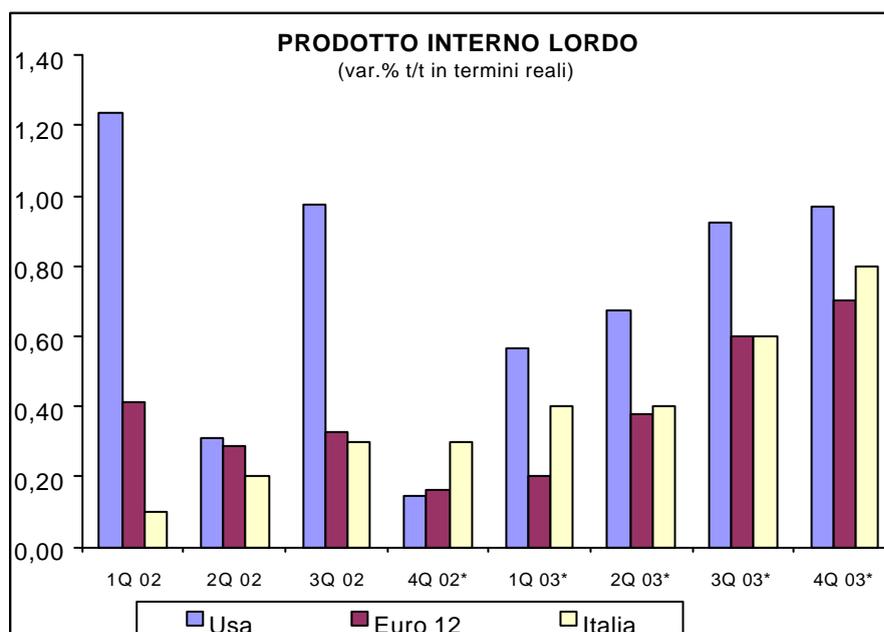
AREA EURO

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

ITALIA

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

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



L'IRRESISTIBILE ATTRAZIONE DELL'ORO

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

- A fine gennaio 2003 il prezzo dell'oro ha raggiunto i \$363 l'oncia, il massimo degli ultimi sei anni.
- Il metallo giallo ha riscoperto il suo ruolo di bene rifugio ma anche di bene di investimento, visto che nell'ultimo anno è stato fra gli strumenti più redditizi.
- Il rincaro dell'oro non riflette tanto i venti di guerra, quanto piuttosto la disaffezione dei capitali internazionali nei confronti degli impieghi in dollari.
- Si riconferma il tradizionale andamento divergente tra prezzo dell'oro e cambio del dollaro.

A fine gennaio il prezzo del metallo giallo ha raggiunto i \$363 l'oncia, il massimo degli ultimi sei anni, nonostante il forte calo della domanda mondiale del settore della gioielleria (-12% nel 2002). Dal 6 gennaio scorso il prezzo del metallo giallo si è posizionato stabilmente sopra i \$350 l'oncia, con un aumento di oltre \$30 in meno di un mese. Il ritorno di interesse per l'oro non ha riguardato solo i lingotti e le monete, ma anche gli investimenti in azioni delle società aurifere e in strumenti finanziari derivati. L'oro ha richiamato l'attenzione degli *hedge funds* e degli investitori individuali come pure di alcuni investitori istituzionali.

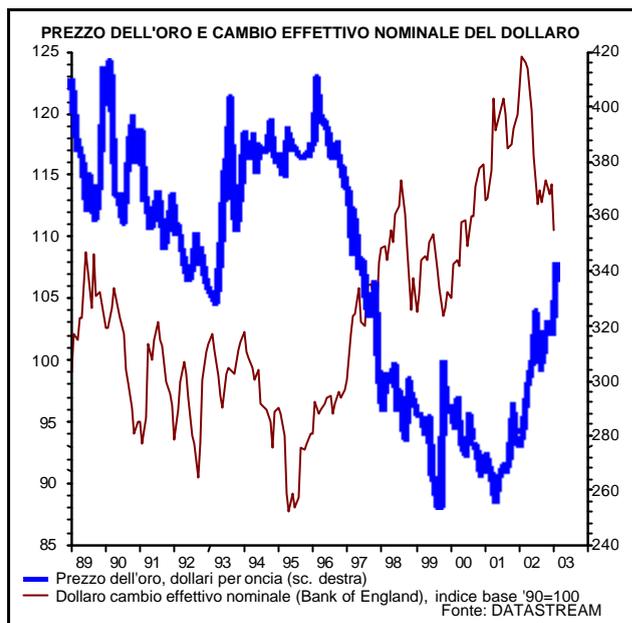
Nonostante le apparenze, i venti di guerra non sono il principale fattore alla base dell'attuale impennata del prezzo dell'oro, almeno non lo sono direttamente. Il prezzo del metallo giallo si era mostrato poco reattivo in occasione degli attentati dell'11 settembre e durante la guerra in Afghanistan. Il raffronto più calzante è tuttavia quello con la guerra del Golfo, quando l'aumento del prezzo fu di \$40 l'oncia dopo l'invasione del Kuwait, seguito da un ribasso di \$27 dopo la fine della guerra.

L'attuale movimento al rialzo risulta molto più pronunciato e duraturo e coincide con l'inversione di tendenza del trend del dollaro. Il rincaro del metallo giallo sembra quindi ricondursi prevalentemente alla disaffezione dei capitali internazionali nei confronti degli impieghi in dollari, una valuta che da inizio 2002 si è deprezzata del 13% in media ponderata nei confronti delle principali monete. In presenza di crescenti tensioni geopolitiche ma anche dello scoppio della bolla sui mercati azionari e del moltiplicarsi degli scandali finanziari negli Stati Uniti, l'aumento dell'avversione al rischio degli investitori internazionali e la tendenza dei capitali a rimanere in patria hanno penalizzato le valute dei paesi ad elevato disavanzo delle partite correnti, come gli Stati Uniti che necessitano di ingenti capitali esteri per il suo finanziamento. Questo fenomeno non si è verificato all'epoca della guerra del Golfo, perché allora il disavanzo di parte corrente Usa ammontava all'1,3% del Pil solamente mentre oggi raggiunge il 5% circa, un livello problematico anche per un paese a principale valuta di riserva come gli Stati Uniti.

A fronte di un minore interesse per la valuta statunitense, l'oro ha così riscoperto, dopo molti anni, il suo ruolo di bene rifugio ma anche di bene di investimento, visto che nel 2002 è stato fra gli strumenti più redditizi, con un prezzo che in corso d'anno è salito del 24%, l'aumento più marcato (con quello del 1987) registrato dal 1979. Nell'attuale situazione di incertezza, l'oro viene inoltre apprezzato perché la sua inclusione nei portafogli dei risparmiatori contribuisce a ridurre la volatilità, essendo il suo prezzo poco correlato o inversamente correlato alle attività finanziarie. Il prezzo del metallo giallo era rimasto per lunghi anni dormiente a causa soprattutto di un processo di disinflazione mondiale ventennale che ha tolto all'oro gran parte della sua attrattiva come riserva di valore. Il prezzo aveva registrato una lunga discesa dal massimo di \$835 l'oncia nel gennaio 1980, in occasione dell'ultimo shock petrolifero, fino a un minimo di \$253 nell'agosto del 1999. Il ribasso fu arrestato nel settembre di quell'anno dall'accordo di Washington fra 15 banche centrali per limitare le vendite delle riserve di metallo giallo a 2.000 tonnellate in cinque anni (settembre 1999-ottobre 2004), con un massimo di 400 tonnellate l'anno. Tuttavia ben presto riprese il trend al ribasso, che si è prolungato fino al febbraio 2001 quando il prezzo ha toccato un minimo di \$258 l'oncia.

Il calo dell'offerta di metallo giallo ha contribuito a sostenere il prezzo dell'oro. La minore estrazione negli Stati Uniti e in Indonesia ha portato nel 2002, secondo il Gold Fields Mineral Services, a un calo dell'offerta delle società minerarie (-2%) per la prima volta dal 1995. Si tratta di una diminuzione che ha più che compensato le vendite delle banche centrali e l'offerta di oro riciclato, risultata in forte aumento, specie in India e in Medio Oriente proprio a causa del prezzo elevato. Nel 2002, per il secondo anno consecutivo, anche le società aurifere hanno paradossalmente contribuito ad aumentare la domanda di oro attraverso la riduzione dei loro piani di *hedging*. Si tratta di operazioni attraverso cui le società aurifere vendono in anticipo una produzione futura, prendendo in prestito oro dalle banche a un tasso di interesse solitamente basso, e reinvestono i proventi delle vendite di oro in attività finanziarie. Il rovesciamento di queste operazioni (*de-hedging*) ha implicato un consistente aumento della domanda di oro sul mercato. A determinare questa tendenza sembrano essere state le aggregazioni tra le società minerarie, ma soprattutto le attese di un ulteriore rincaro del metallo giallo e il calo dei tassi di interesse, che ha ridotto il differenziale con il tasso sui prestiti di oro. Per quel che riguarda la maggiore tendenza alla tesaurizzazione, un notevole contributo è venuto dai piccoli investitori giapponesi che nella prima metà dello scorso anno hanno comprato a piene mani lingotti e monete in oro, preoccupati della solidità del sistema bancario giapponese, custode del 45% della ricchezza finanziaria delle famiglie, e dell'abolizione, nel aprile del 2002, della copertura assicurativa per i depositi a termine con valore superiore ai 10 milioni di yen. Nell'insieme questa domanda addizionale ha permesso di compensare in gran parte il calo di quella proveniente dal settore della gioielleria.

L'attuale livello del prezzo dell'oro, che potrebbe anche alzarsi ulteriormente, sembra sostenibile nei prossimi mesi, almeno fino a quando non si sarà attenuata l'attuale disaffezione nei confronti degli investimenti in dollari, un fenomeno possibile solo in presenza di un allentamento delle tensioni geopolitiche, di una più solida ripresa dell'economia statunitense, oltre che di attese di rialzo per i tassi di interesse. Molto dipenderà anche dall'esaurirsi delle operazioni di *de-hedging* delle società aurifere e dall'eventuale rinnovo o meno dell'accordo delle banche centrali sulle vendite delle riserve in oro, che scade nell'autunno del 2004.



IL PERU' RESISTE ALLA CRISI DEL SUD-AMERICA

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

- Il Perù è il paese latino-americano, insieme al Cile, che presenta i fondamentali economici migliori dell'area: una crescita nel 2002 compresa tra il 3,5 e il 4% e un'inflazione ampiamente sotto controllo.
- La situazione finanziaria del Paese appare soddisfacente. Il debito estero è pari al poco più del 50% del prodotto interno lordo e la sua parte a breve è inferiore al 10% del totale. **L'EMBI+, che misura lo spread tra i rendimenti dei bonds peruviani e quelli dei titoli di stato americani, è pari a circa 600 punti base.**

Con un'economia che cresce intorno al 4% e un'inflazione sotto controllo, il Perù rappresenta la seconda "isola felice", dopo il Cile, in un'America Latina attanagliata da una delle più gravi crisi che ha colpito il sub-continente negli ultimi vent'anni. Dopo circa un anno e mezzo di governo, il presidente Toledo, il primo di origine andina, ha ottenuto buoni risultati con il prolungamento, fino al 2006, dell'*Andean trade preference act* (Atpa) che permette a una gran quantità di prodotti peruviani, soprattutto nel settore tessile, di approdare al mercato nordamericano a tariffe privilegiate. Una boccata d'ossigeno per i produttori del paese andino e, indirettamente, per i fornitori europei di tecnologia, che possono così approfittare dell'ammodernamento del parco macchinari peruviano. Il rinnovamento del parco industriale costituisce, d'altronde, un punto forte della strategia del governo di Lima, che ha peraltro varato un programma di sostegno all'export con un finanziamento da 100 milioni di dollari. Non tutto il programma neo-liberista che Toledo si era riproposto all'indomani delle elezioni è però stato realizzato, anche per la difficile tornata elettorale a livello regionale svoltasi alla fine del 2002, che ha consegnato il governo di quasi tutte le regioni all'opposizione. Gli introiti derivanti dalle privatizzazioni sono stati molto inferiori al previsto e questo non giova certo alla riconquista della fiducia degli investitori esteri, che nel 2002 hanno fatto affluire in Perù poco più di 700 milioni di dollari, un terzo rispetto all'ammontare del 2001.

La crescita del 2002, accelerata soprattutto nel secondo semestre, è stata trainata dalle esportazioni tradizionali di metalli, principalmente il rame. L'export di questa commodity ha registrato un incremento di oltre il 30% in valore e di circa il 70% in volume. Anche l'oro ha fatto la sua parte. In continua crescita negli ultimi anni, nel 2002 le esportazioni del metallo giallo sono aumentate in volume di circa il 10% e in valore di oltre il 30%. Le esportazioni non tradizionali – soprattutto manufatti – rappresentano il 30% del totale e sono calate di circa il 4% a causa del rallentamento della domanda mondiale.

La situazione finanziaria del Paese resta soddisfacente. Il debito estero è pari al poco più del 50% del prodotto interno lordo, ma la sua parte a breve è inferiore al 10% del totale. Resta piuttosto elevato il servizio del debito in rapporto alle esportazioni – poco più del 40% - anche se è in diminuzione rispetto al 2001. Dal lato della finanza pubblica, il *target* relativo al rapporto deficit/Pil concordato con il Fondo monetario internazionale (1,9%) potrebbe essere stato di poco sforato. La politica monetaria continua ad essere ampiamente espansiva, essendo l'inflazione sotto controllo e un rapporto di cambio con il dollaro piuttosto stabile. Il tasso di riferimento della banca centrale, dopo aver toccato il 13% nella prima parte del 2001, è sceso sensibilmente a partire dal quarto trimestre dello scorso anno fino a portarsi attualmente intorno al 2,5%. **L'EMBI+, che misura lo spread tra i rendimenti dei bonds colombiani e quelli dei titoli di stato americani, è pari a circa 600 punti base, tra i più bassi dell'area.**

Per il 2003, l'incertezza politica dovuta essenzialmente alla diminuita popolarità del presidente Toledo, al procrastinarsi dei tempi per le riforme strutturali – *in primis* il completamento delle privatizzazioni e la riforma fiscale – potrebbe provocare effetti negativi sulle aspettative degli operatori e sulla crescita. La creazione *ex-novo* dei dipartimenti regionali – non si era mai votato a livello locale prima di dicembre 2002 – potrebbe creare qualche problema alla gestione della finanza pubblica. Inoltre il presidente Toledo farà leva sull'espansione fiscale per riconquistare parte della popolarità persa con i primi provvedimenti del suo governo, con un ulteriore appesantimento per il bilancio statale. In queste condizioni, la crescita del Perù è prevista in lieve decelerazione rispetto al 2002, con un afflusso ancora moderato di investimenti nel paese. Le esportazioni dovrebbero invece continuare a fornire un contributo concreto alla crescita del Pil, tanto più forte quanto più la ripresa dell'economia mondiale sarà sostenuta e anticipata nel tempo.

PERU'

	2001	2002	2003
Popolazione (milioni di abitanti)	26,35	26,75	27,2
Pil pro capite (in US\$)	2050	2150	2150
Pil (var. % annua)	0,4	3,7	2,5
Prezzi al consumo (var. % annua)	-0,1	2,0	2,6
Cambio newsoles/US\$ (media annua)	3500	3530	3630

fonte: IIF e ns. elaborazioni

TURISMO, SI RIPARTE

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

- Per le vacanze di Natale, gli italiani sembrano aver dimenticato il terrorismo, venti di guerra e incertezze economiche e hanno ripreso a viaggiare. Secondo le prime stime, sono risultati in aumento del 2,6% i connazionali che hanno scelto l'estero per trascorrere le vacanze e del 2,2% coloro che hanno preferito località italiane.
- L'aumento delle richieste non ha migliorato i bilanci delle aziende turistiche a causa di una diminuita capacità di spesa degli italiani e di una consistente offerta di prodotti a prezzi scontati, soprattutto per le mete estere.
- Anche i flussi in entrata hanno registrato segnali di ripresa. I più numerosi sono stati gli arrivi dall'Unione Europea (francesi e spagnoli) e dal resto del Continente (polacchi, russi e ungheresi). E' continuato il calo degli statunitensi (denunciato dal 94,21% degli operatori), e dei tedeschi (-4%).

A conclusione di un'annata turistica fortemente condizionata dalle incertezze per la situazione economica, dalle minacce di attentati terroristici e da un clima di guerra imminente, il settore turistico ha mostrato i segnali di una ripresa. Le prime stime fornite dalle varie associazioni di categoria sull'andamento del turismo natalizio delineano un quadro positivo in cui emergono delle costanti tra cui il desiderio di tornare a viaggiare, un generale orientamento a privilegiare mete poco

costose, l'apprezzamento per le iniziative di alcuni operatori che offrono pacchetti tutto compreso a prezzi convenienti e la tendenza a limitare le spese accorciando la vacanza. L'aumento delle richieste non ha tuttavia migliorato i bilanci aziendali a causa di una diminuita capacità di spesa degli italiani e di una consistente offerta di prodotti a prezzi scontati, soprattutto per le mete estere.

Sono infatti risultati in aumento del 2,6% gli italiani che hanno scelto l'estero per trascorrere le vacanze, grazie alle promozioni offerte da agenzie di viaggio e *tour operator* per smaltire l'elevata capacità di offerta. Sul totale delle vendite realizzate, il 68% delle richieste è riferito a pacchetti per destinazioni straniere, contro il 32% di richieste per località italiane. A trainare la domanda sono stati soprattutto i viaggi a corto-medio raggio ma chiari segnali di ripresa si sono registrati anche per il lungo raggio.

Il rinnovato interesse per le destinazioni più lontane, si è tradotto in un aumento di prenotazioni verso paesi esotici, per i viaggi intercontinentali e per destinazioni balneari. Tra le mete esotiche preferite spiccano la Thailandia, le Maldive e l'Oceano Indiano in generale. Si è confermato l'interesse, già registrato la scorsa estate, verso i paesi dell'America Latina, primo fra tutti il Messico, seguito da Brasile e Argentina. Per gli amanti del balneare, è continuato il *trend* favorevole del Mar Rosso, a prezzi decisamente contenuti. In forte ripresa sono apparsi i Caraibi, da Santo Domingo alla piccole Antille, mentre sono rimaste sottotono le destinazioni nordafricane del Mediterraneo. Ha fatto eccezione la Tunisia, in netto recupero dopo il calo di arrivi dall'Italia del 28% registrato in primavera. Fra le nuove destinazioni hanno ottenuto un discreto successo il Sud Africa e la Nuova Zelanda, probabilmente a causa dell'effetto Coppa America, mentre sono rimaste stabili le richieste per Turchia e Grecia. Sono apparsi decisamente ancora in ribasso i viaggi verso gli Stati Uniti e il Medio Oriente.

Per il medio raggio, le capitali europee si sono confermate destinazioni indiscutibili. In testa alla graduatoria sempre Parigi, seguita da Barcellona, Vienna, Londra e Madrid. Sulle destinazioni interne, scelte dal 22% degli italiani e in aumento rispetto al 2001 del 2,2%, la montagna resta la meta preferita dal 42% dei connazionali con la novità, quest'anno, dei piccoli centri invernali dell'Emilia, della Toscana, del Lazio e dell'Abruzzo. In alternativa, gli italiani si sono diretti nelle città d'arte (Roma, Venezia, Firenze, Napoli), nei centri minori o negli agriturismo, in forte ascesa tra le forme di accoglienza anche in inverno. Non sono mancate richieste di vacanze spettacolari e avventurose: dall'avvistamento delle balene nella baia della California ai corsi di sopravvivenza in Amazzonia, dalle crociere in Lapponia su navi rompighiaccio, ai Safari con slitte in Finlandia e tour organizzati in Sudamerica, Gabon, Galapagos, Papua Nuova Guinea e Patagonia.

Anche i flussi in entrata hanno registrato segnali di ripresa. I più numerosi sono stati gli arrivi dall'Unione Europea (francesi e spagnoli) e dal resto del Continente (polacchi, russi e ungheresi). E' continuato il calo degli statunitensi (denunciato dal 94,21% degli operatori), anche se è giunto qualche segnale di ripresa dei turisti individuali. In flessione sono risultati anche i turisti tedeschi, con un calo stimato intorno al 4%.

Difficile dire, dato il permanere della situazione di incertezza, se il *trend* positivo è destinato a proseguire per tutto il 2003, ma per il trimestre invernale 2003 le previsioni sono più che ottimistiche. Le vacanze sulla neve si preannunciano infatti in netta ripresa rispetto al trimestre 2002. Circa 3,8 milioni di italiani maggiorenni (rispetto ai 2,8 milioni del 2002) effettueranno settimane bianche da gennaio a marzo. Le zone più richieste sono le Alpi Orientali, con il 49% della domanda, seguite dalle Alpi Occidentali con il 19%. Nello stesso trimestre, è prevista in aumento del 18,5% la domanda per i week-end sulla neve. La crescita del turismo invernale negli ultimi anni è dovuta alla diversificazione e miglioramento dell'offerta degli operatori che con vendite di pacchetti benessere (sport e terme, sci e beauty farm) hanno allargato la vecchia "settimana bianca" anche ai non appassionati di sci.

LE METE DEGLI ITALIANI NELLE VACANZE NATALIZIE 2002

Destinazioni	Quota	Destinazioni	Quota
straniere	%	straniere	%
Parigi	12,98	Tunisia	1,25
Caraibi	12,91	Lisbona	1,23
Mar Rosso	9,79	Brasile	1,22
Messico	7,79	Oriente	1,21
Barcellona	6,49	Tailandia	1,20
Vienna	6,20	Sudafrica	1,20
Londra	5,80	Istanbul	1,15
Egitto	4,19	Oceano Indiano	1,12
Madrid	3,90	Argentina	1,12
Praga	3,89	Egitto crociera	1,09
Croazia	2,59	Maldive	1,08
Budapest	2,56	Indonesia	1,06
Venezuela	1,29	Namibia	1,01
Usa	1,28	Altre	2,13
Slovenia	1,27	TOTALE	100,00

Fonte: Assoturismo, Confesercenti

RIFIUTI VERSO LA TARIFFA

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

- **La produzione di rifiuti in Italia è ancora eccessiva rispetto ai limiti fissati in sede europea. Cresce la quota destinata al riciclo, tuttavia lo smaltimento in discarica rimane la via prevalente di eliminazione dei rifiuti.**
- **La nuova normativa sulle discariche e, nel prossimo futuro, l'applicazione della tariffa sui rifiuti urbani potrebbero incentivare la riduzione del volume dei rifiuti e favorire forme alternative di smaltimento.**

In Italia la crescita annua della produzione di rifiuti urbani è in lieve rallentamento. Secondo i dati disponibili a oggi gli italiani nel 2000 hanno prodotto 29 milioni di tonnellate di rifiuti (+1,2% rispetto al 1999). Il peso pro-capite dei rifiuti arriva così a 501 kg (dai 449 kg del 1995) e rimane pertanto ben lontano (come in tutti i paesi europei) dal limite dei 300 kg definito nell'ambito dell'Environmental Action Plan per il 2000.

La maggior parte dei rifiuti risultano prodotti nelle regioni del Nord (45,8%), segue poi il Sud (32,7%) e il Centro (21,4%). Tale distribuzione è in parte spiegata dalla stessa definizione di rifiuti urbani nei quali sono compresi sia gli scarti domestici, sia quelli derivanti dalle attività commerciali e artigianali. Pertanto, la distribuzione territoriale rispecchia anche il grado di industrializzazione delle diverse aree territoriali.

I rifiuti raccolti in modo differenziato hanno raggiunto le 4.181.000 tonnellate circa, arrivando a rappresentare il 14,4% del totale raccolto. Tale valore, sebbene in crescita (in particolare, esso risulta raddoppiato rispetto a quello del 1996) rimane comunque basso rispetto alla soglia del 25% fissata dal decreto Ronchi del 1997. La regione più "virtuosa" risulta la Lombardia, con un valore del 32%; in generale, comunque, tutte le regioni del Nord presentano percentuali superiori alla media nazionale (ad eccezione della Liguria), così come tutte le regioni del Centro-Sud (ad eccezione della Toscana) sono al di sotto.

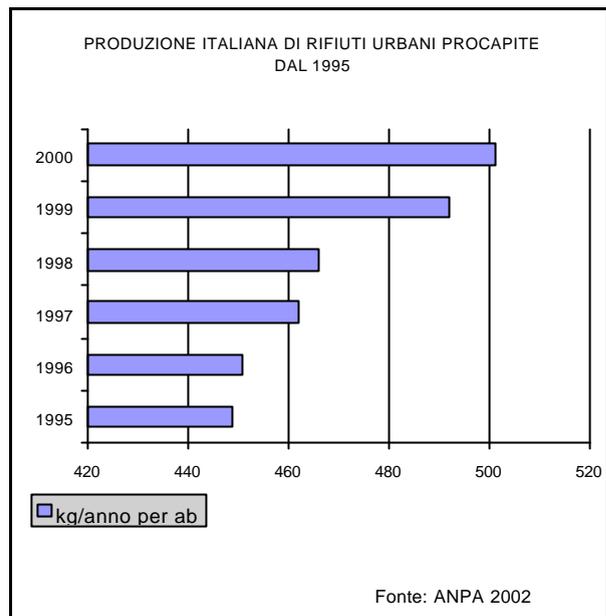
La crescita dei rifiuti "differenziati" dipende in buona misura anche dalle tecniche utilizzate nella raccolta: nelle regioni in cui questa risulta differenziata a partire dalle stesse famiglie (nelle componenti organiche e non, ad esempio) queste percentuali risultano più elevate rispetto ai casi in cui la differenziazione riguarda solo vetro, plastica e alluminio.

Relativamente alla composizione dei beni recuperati, al primo posto in Italia compare la carta (31,2% dei rifiuti differenziati), segue poi la frazione organica (compresi sfalci e potature) (30,9%), il vetro (18,14%), il legno (4,7%), la plastica (4,1%), i metalli e l'alluminio. I risultati per l'alluminio sono particolarmente buoni, secondo stime più recenti, il 39,7% circa di questo materiale utilizzato nel 2001 nel nostro paese è stato recuperato (in particolare, il 32% attraverso il riciclo e il 7,7% dal recupero energetico). Tale risultato rende l'Italia il primo produttore europeo di alluminio secondario, insieme alla Germania, e nei primi posti al mondo dopo Stati Uniti e Giappone.

Nonostante questi risultati, tuttavia, lo smaltimento dei rifiuti urbani in discarica continua a rappresentare la forma di gestione più diffusa, mentre rimane sotto la media dell'Unione europea il ricorso all'incenerimento. Nel corso del 2000, circa il 72,4% dei rifiuti urbani è stato smaltito in discarica, mentre 14,1% è stato avviato a impianti di compostaggio.

Di recente, il recepimento della direttiva comunitaria 1999/31 sullo smaltimento dei rifiuti ha portato all'emanazione di un decreto legge che disciplina il ricorso alla discarica con l'obiettivo di rendere tale procedura antieconomica. In particolare, è previsto che le discariche siano dotate di multistrati impermeabili per evitare la contaminazione delle falde acquifere, e che anche la copertura (oltre al fondo, già previsto), sia resa impermeabile. Inoltre, il titolare della discarica dovrà presentare due polizze fidejussorie, una per la gestione operativa della discarica, l'altra per la gestione successiva alla chiusura per la gestione post-operativa dell'impianto. Il decreto, oltre ad avere obiettivi di natura ambientale, mira a rendere più oneroso lo smaltimento in discarica, rendendo pertanto più competitive le altre forme di recupero. Lo stesso decreto prevede anche misure dal lato della riduzione a monte dei rifiuti, in particolare, è previsto che entro un anno dalla sua entrata in vigore le Regioni approvino piani di riduzione dei rifiuti urbani pari a 173 kg annui per abitante entro cinque anni, ad altri 115 in otto anni e infine altri 81 entro quindici anni.

Nella direzione di limitare la produzione dei rifiuti da parte dei cittadini va anche la proposta di passare da un regime di tassazione tipo "tassa sui rifiuti urbani" (TARSU – basata sulle superfici e non sulla produzione di rifiuti), a un meccanismo a tariffa. Quest'ultimo potrebbe meglio rispondere all'esigenza di responsabilizzare i cittadini verso una maggiore attenzione alla produzione di rifiuti. Secondo i sostenitori, infatti, questo favorirebbe la sostenibilità ambientale (perché favorirebbe comportamenti virtuosi in quanto la tariffa sarebbe determinata da un qualche meccanismo di proporzionalità relativa ai rifiuti prodotti) e la sostenibilità economica (poiché rappresenterebbe il corrispettivo per la raccolta, il trasporto, il recupero e lo smaltimento) rispetto alla TARSU in cui invece alcuni costi del servizio vengono coperti attraverso la fiscalità ordinaria (comunque a carico dei cittadini). L'applicazione della tariffa, tuttavia, pone problemi non ancora del tutto chiariti, ad esempio nella determinazione dei rifiuti prodotti dalle singole famiglie (presuntivi o consuntivi, con l'utilizzo di soluzioni che vanno dal microchip, alla tessera magnetica, al codice fiscale, al lettore ottico) e nella definizione dei metodi di riscossione. Vi è inoltre il rischio che l'applicazione della tariffa porti a un aumento dell'onere per gli utenti a causa di diversi trattamenti su, ad esempio, l'IVA. Attualmente, la Legge finanziaria 2003 ha prorogato al 1° gennaio 2004 la partenza della "tariffa sui rifiuti".



LA FIDUCIA NEI FONDI ALLA PROVA DEI MERCATI

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

- I fondi comuni di investimento in Italia si sono diffusi ormai da molti anni, attraversando fasi di espansione e di contrazione dei mercati.
- Prendendo in esame gli ultimi quindici anni è possibile constatare come i risparmiatori abbiano già fronteggiato momenti difficili e la scelta di dare credito all'investimento in fondi si sia rivelata in molti casi premiante.
- Oculatezza nelle scelte, conoscenza dei prodotti e valutazione dei gestori possono guidare le scelte del risparmiatore in attesa di un ritorno alla crescita dei listini.

Cross selling, innovazione di prodotto, fondi di liquidità: molte sono le strade seguite dai gestori e dagli intermediari per mantenere vivo l'interesse dei risparmiatori per i fondi comuni di investimento, ma il vero *driver* del mercato resta la performance.

I fondi comuni di investimento in Italia si sono diffusi ormai da più di quindici anni ed hanno attraversato fasi di espansione e di contrazione dei mercati. Gli anni di grande crescita delle borse internazionali hanno lasciato vivo il ricordo dei rendimenti a due cifre e lo scenario attuale appare agli occhi del risparmiatore ancora più cupo. In realtà, se si prende in esame un arco temporale più ampio, è possibile constatare come i risparmiatori abbiano già fronteggiato momenti difficili e la scelta di dare credito all'investimento in fondi, si sia rivelata in molti casi premiante.

La prima crisi di borsa importante nel 1987 ha frenato un mercato dei fondi in piena espansione: dopo un 1986 in cui la raccolta netta era stata pari a 19 miliardi di euro, nel 1987 tale valore scese a 0,17 mld. di euro. Ancora più difficile la situazione nei due anni successivi: -6,7 mld. di euro nel 1988 e -4,1 mld. di euro nel 1989.

I risparmiatori hanno avuto bisogno di tempo per tornare a investire in fondi, ma dopo un triennio altalenante sono rientrati sul mercato in modo convinto. Già nel 1993 la raccolta netta è stata pari a 16,7 mld. di euro e nel 1994 a 12,9 mld. di euro, nel momento di massima crescita si è arrivati persino a 167 mld. di euro (1998). Nel periodo tra il 1995 e il 2000 il patrimonio è passato da 69 a 548 mld. di euro, crescendo a un ritmo superiore al 68 per cento l'anno.

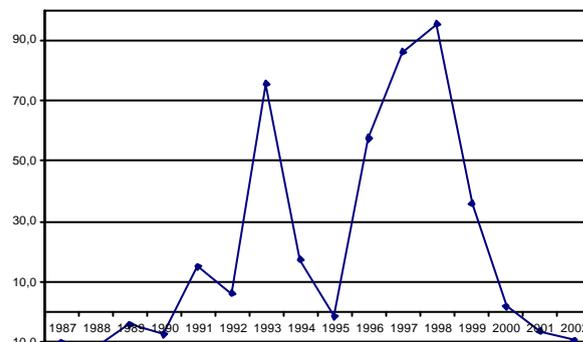
Il triennio 2000-2002 ha mutato lo scenario in modo rilevante, ma i dati dimostrano come nonostante le difficoltà non si sia registrata una disaffezione dai fondi da parte dei risparmiatori. Nonostante i listini internazionali siano in ribasso ormai da molti mesi, il mercato dei fondi ha perso tra dicembre 2000 e dicembre 2002 circa il 15 per cento, ma il primo anno di raccolta netta molto negativa è stato il 2002 in cui si è registrato un valore pari a -6,4 mld. di euro, molto simile a quello relativo al 1988.

La storia ha evidenziato come le attuali difficoltà di mercato non siano un quadro nuovo agli occhi dei risparmiatori e come questi ultimi siano pronti a tornare sui propri passi al mutare degli scenari. Lo sforzo di gestori e intermediari potrà essere quindi rivolto a guidare questa transizione in modo da favorire il mantenimento della fiducia nello strumento, proponendo soluzioni che incentivino l'investimento e consentano il passaggio da strumenti a basso rischio verso strumenti a rischio più elevato in modo rapido e poco costoso al mutare delle condizioni di mercato. Oculatezza nelle scelte, conoscenza dei prodotti e valutazione dei gestori devono invece guidare le scelte del risparmiatore in attesa di un ritorno alla crescita dei listini.

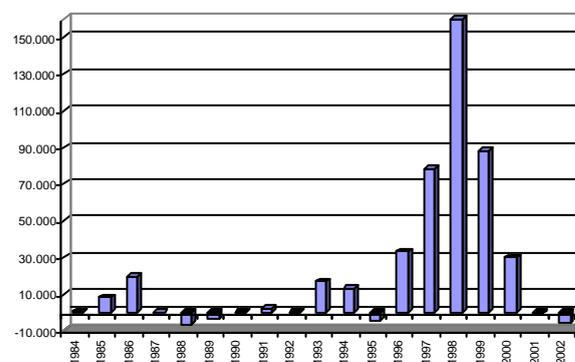
IL MERCATO ITALIANO DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO (dati in mln. di euro)

	PATRIMONIO	RACCOLTA NETTA
1984	2.783	557
1985	14.119	8.250
1986	39.121	19.390
1987	35.238	17
1988	31.095	-6.691
1989	29.814	-4.060
1990	27.657	-252
1991	31.863	2.207
1992	33.889	-141
1993	59.535	16.672
1994	69.994	12.942
1995	69.003	-4.478
1996	108.716	33.105
1997	202.342	78.295
1998	395.102	167.065
1999	537.405	88.016
2000	548.018	29.607
2001	514.303	-599
2002	465.966	-6.401

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: TASSO ANNUO DI CRESCITA DEL PATRIMONIO



FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: RACCOLTA NETTA (dati in mln. di euro)



Fonte: Assogestioni

L'ERA DELLA SELEZIONE

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

Continua a dominare lo stato di tensione sui mercati azionari, preoccupati più dalle forti divisioni tra Europa e Stati Uniti in tema di intervento militare che dalle prospettive stesse del conflitto (evento già "prezzato" da tempo).

All'incertezza geopolitica, monitorata puntualmente dalla reattività dell'oro e del petrolio, si aggiungono le incognite sulla congiuntura statunitense, dove i segnali di ripresa (boom del mercato immobiliare) si confondono con quelli più critici (disoccupazione, allargamento del deficit commerciale).

All'appello della ripresa non manca solo il fronte macroeconomico ma è assente anche la *Corporate America*.

Gli stessi amministratori delle società lamentano la scarsa visibilità sugli utili e l'assenza di dati certi e stime attendibili per i prossimi trimestri.

Malgrado la crisi irachena, la debolezza della congiuntura economica e del dollaro, è possibile impostare strategie di acquisto aggressive, approfittando di cedimenti profondi dei listini.

La precarietà del *sentiment* ed il *trend* primario ribassista non impediscono, infatti, manovre di riposizionamento e accumulo.

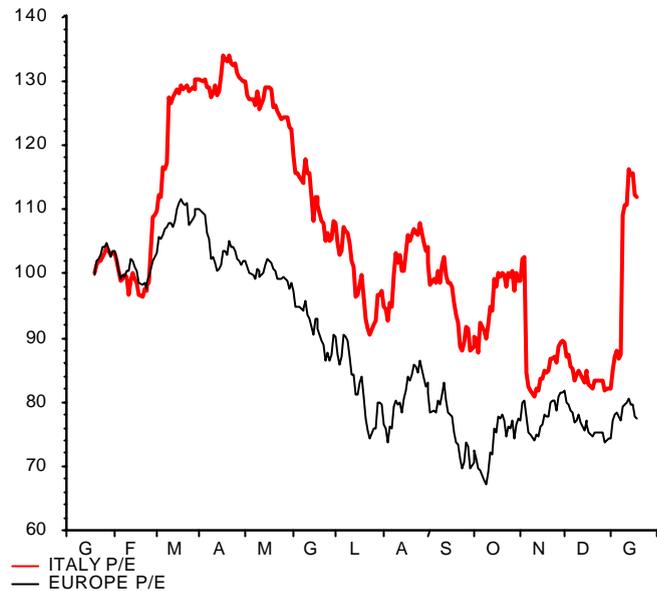
Il fattore strategico è rappresentato piuttosto dal *timing* di ingresso e dal grado, altissimo, di selettività.

Ora che sul mercato si riaffacciano i temuti minimi di ottobre crescono paradossalmente le opportunità e le occasioni per uno *shopping* limitato e selettivo, strettamente vincolato ad un primo raffreddamento delle quotazioni di oro e petrolio.

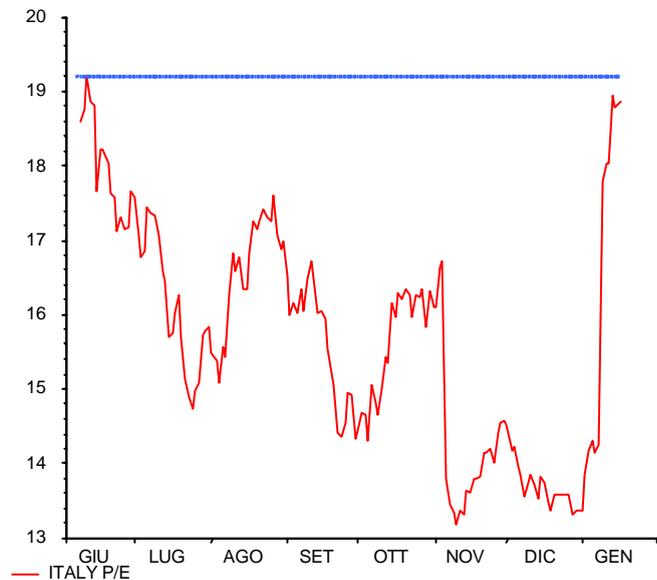
Così come le tensioni internazionali tendono a scaricarsi con immediatezza su "olio e oro", con altrettanta elasticità allentano poi la presa favorendo un pronto ritorno all'azionario.

In tale ottica di breve, l'allocatione settoriale deve essere rapida e tempestiva, evitando i settori più lenti, come ciclici e industriali, e privilegiando invece i titoli a più alto beta (reattività rispetto all'indice) all'interno dei comparti delle telecomunicazioni, tecnologici, chimici, farmaceutici, ed energetici.

Azioni italiane care in Europa



Italia: P/E ai massimi di giugno



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

	Dati storici				Variazioni percentuali						
	24/1/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	16.638	17.538	17.752	22.677	29.834	28.094	-5,1	-6,3	-26,6	-44,2	-40,8
MIB 30	22.634	24.001	24.285	31.866	42.906	41.477	-5,7	-6,8	-29,0	-47,2	-45,4
DOW JONES IND.	8.131	8.587	8.448	9.796	10.646	11.358	-5,3	-3,8	-17,0	-23,6	-28,4
NASDAQ	1.342	1.376	1.372	1.943	2.292	4.131	-2,5	-2,2	-30,9	-41,4	-67,5
STANDARD & POOR'S	861	902	892	1.132	1.283	1.455	-4,5	-3,5	-23,9	-32,9	-40,8
NIKKEI 225	8.732	8.690	8.512	10.074	13.786	18.934	0,5	2,6	-13,3	-36,7	-53,9
FTSE100	3.604	3.821	3.942	5.233	6.175	6.930	-5,7	-8,6	-31,1	-41,6	-48,0
CAC40	2.899	3.057	3.081	4.508	5.799	5.917	-5,2	-5,9	-35,7	-50,0	-51,0
DAX30	2.718	2.919	3.001	5.170	6.290	6.751	-6,9	-9,4	-47,4	-56,8	-59,7
MADRID	653	670	653	815	879	1.012	-2,5	-0,0	-19,8	-25,7	-35,4
SINGAPORE	1.358	1.367	1.337	1.663	1.896	2.583	-0,6	1,6	-18,3	-28,4	-47,4
HONG KONG	9.461	9.615	9.562	10.741	14.870	17.370	-1,6	-1,1	-11,9	-36,4	-45,5
DJ EURO STOXX50	2.235	2.390	2.455	3.710	4.702	4.849	-6,5	-9,0	-39,8	-52,5	-53,9
MSCI WORLD	778	809	797	982	1.202	1.422	-3,8	-2,4	-20,8	-35,3	-45,3
MSCI EMU	117	124	126	187	233	243	-5,6	-7,2	-37,5	-49,8	-51,8
MSCI FAR EAST	1.651	1.651	1.580	1.717	2.572	3.605	0,0	4,5	-3,8	-35,8	-54,2
MSCI NORTH AMERICA	868	907	897	1.141	1.302	1.525	-4,3	-3,2	-23,9	-33,3	-43,1

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 28/1 AL 3/2/2003)

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

EVENTI

GIORNO

Martedì 28	Area Euro: intervento di Quaden, membro del Consiglio BCE, ad un seminario sull'allargamento UE Stati Uniti: intervento di McDonough, Presidente Fed di New York Washington: discorso del Presidente Bush sullo Stato dell'Unione
Mercoledì 29	Stati Uniti: FOMC. Annuncio tassi. 📌
Giovedì 30	Stati Uniti: pubblicazione verbali FOMC del 10 dicembre Bruxelles: discorso di Welteke
Domenica 2	Germania: elezioni regionali Assia e Bassa Sassonia

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 28	Germania	IFO 📌	gennaio	87,1	87,3
	Area Euro	M3	dicembre	7,1% a/a	7,1% a/a
	Italia	Prezzi al consumo (12 città)	gennaio	0,1% m/m; 2,8% a/a	0,4% m/m; 2,8% a/a
Mercoledì 29	Italia	Bilancia commerciale (UE)	novembre	- 676 mln	- 700 mln
Giovedì 30	Francia	Indice di fiducia delle imprese	gennaio	99,0	100,0
		Prezzi alla produzione	dicembre	-0,2% m/m; 1,2% a/a	0,1% m/m; 1,4% a/a
	Italia	Prezzi alla produzione	dicembre	-0,2% m/m; 1,2% a/a	0,1% m/m; 1,4% a/a
		Salari orari	dicembre	0,1% m/m; 2,1% a/a	0,0% m/m; 2,1% a/a
	Regno Unito	Credito al consumo	dicembre	£ 1,4 mld	£ 1,894 mld
		Indice di fiducia dei consumatori	gennaio	-4,0	-2,0
Venerdì 31	Francia	Tasso di disoccupazione	dicembre	9,0%	9,1%
	Italia	Bilancia commerciale (non Ue)	dicembre	1.710 mln	2.400 mln
	Area Euro	Indice di fiducia economica 📌	gennaio	98,5	98,6
		Indice di fiducia imprese	gennaio	-9,0	-8,0
		Indice di fiducia consumatori	gennaio	-16,0	-16,0
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 28	Stati Uniti	Ordini di beni durevoli 📌	dicembre	-1,5% m/m	0,9% m/m
		Ordini di beni durevoli (escl. trasporti)	dicembre	-1,3% m/m	0,7% m/m
		Indice di fiducia dei consumatori	gennaio	80,3	78,5
		Vendita di nuove unità abitative	dicembre	1.069.000	1.040.000
Mercoledì 29	Giappone	Produzione industriale	dicembre	-1,6% m/m; 5,1% m/m	0,1% m/m; 6,3% a/a
Giovedì 30	Giappone	Indice di fiducia dei consumatori	IV tr. 02	39,6	38,0
	Stati Uniti	Pil 📌	IV tr. 02	4,0% t/t	0,6% t/t
		Deflatore del Pil	IV tr. 02	1,0%	1,4%
		Consumi personali	IV tr. 02	4,2%	1,5%
		Costo del lavoro	IV tr. 02	0,8% t/t	0,9% t/t
		Richieste sussidi di disoccupazione	25 gennaio	381.000	385.000
Venerdì 31	Giappone	Tasso di disoccupazione	dicembre	5,3%	5,4%
		Consumi delle famiglie	dicembre	-3,4% a/a	-1,0% a/a
	Stati Uniti	Indice direttori d'acquisto (Chicago) 📌	gennaio	51,7	51,9
		Redditi delle famiglie	dicembre	0,3%	0,2%
		Spese delle famiglie	dicembre	0,5% m/m	0,8% m/m