

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

12 novembre 2002
n. 19 - 2002

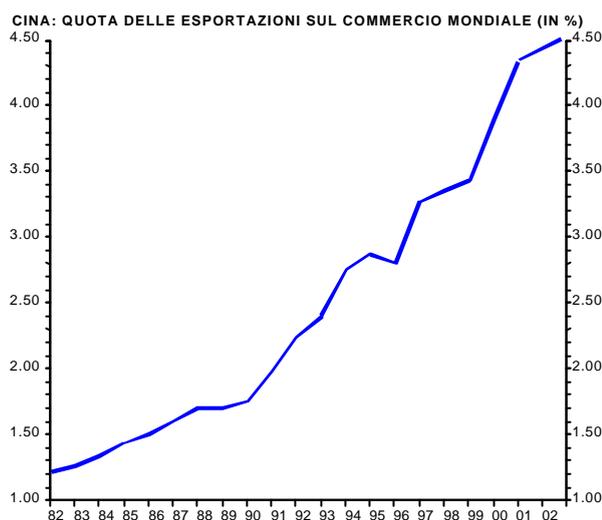
Coordinamento:
Giovanni Ajassa
capo economista
☎ 06 4702 8414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

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

Cina	2001	2002p	2003p
Popolazione (milioni di abitanti)	1.289		
Pil pro capite (in US\$)	1.377		
Pil (var. % annua)	7,3	7,8	7,6
Prezzi al consumo (var. % annua)	0,7	-0,5	0,9
Cambio contro US\$ (media annua)	8,28	8,28	8,28

Fonte: ns elaborazioni su dati DATASTREAM



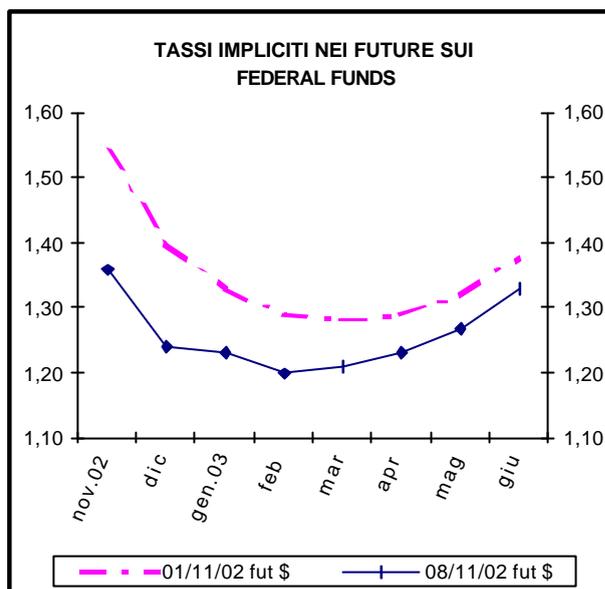
- ✓ **Il Mondo dell'economia e della politica guarda alla Cina. Nel 2002 il paese asiatico batterà gli Stati Uniti come polo di attrazione del maggior flusso di investimenti diretti dall'estero a livello planetario. Grazie anche agli effetti del WTO, l'export cinese si avvia a raggiungere il 5% del mercato mondiale. Cresce il peso dei manufatti a medio e alto valore aggiunto, oltre alle tradizionali produzioni a basso costo. Il grande salto in avanti dell'economia cinese attende conferme dal lato delle riforme finanziarie e dalle aperture, che sul fronte politico, potranno venire dal passaggio del potere ai leader della "quarta generazione".**

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

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

- Negli Stati Uniti, il 6 novembre la Fed ha ridotto il tasso sui federal funds di mezzo punto all'1,25%, un minimo degli ultimi 41 anni. L'entità della manovra, che si somma alla possibilità di nuove misure espansive dal lato della politica fiscale con la vittoria dei Repubblicani alle elezioni del 5 novembre, riflette le preoccupazioni della Fed sulla tenuta della ripresa economica e sui rischi di deflazione. Il richiamo del comunicato alle incertezze dovute al quadro geopolitico mostra la volontà della Fed di agire iniettando fiducia alla vigilia del periodo delle spese natalizie. L'impatto della manovra sull'economia potrebbe tuttavia non essere determinante nel breve termine, almeno fino a quando non si delinea una soluzione per la questione irachena. Le incertezze sulla possibilità di una guerra, insieme ad un "effetto saturazione" per l'acquisto di beni di consumo durevoli e all'elevato indebitamento delle famiglie, contribuiscono a frenare le spese e quindi a ritardare la ripresa degli investimenti. Il Pil nell'ultimo trimestre dell'anno potrebbe attestarsi all'1% (tasso annualizzato t/t) dal 3,1% del terzo.



- La Banca centrale europea ha lasciato i saggi guida invariati alla riunione del Consiglio direttivo del 7 novembre, come avevamo previsto. Tuttavia, il presidente Wim Duisenberg ha ammesso che la decisione è stata controversa. Non è del tutto privo di fondamento pensare che in seno al Consiglio direttivo della Bce si siano replicate posizioni simili a quelle assunte dagli Stati in occasione dell'Ecofin, dove si sono scontrati paesi con maggiori difficoltà di bilancio che avrebbero voluto trovare un espediente per rendere più morbide le regole del Patto di Stabilità e i paesi più virtuosi e rigorosi. Finora all'Ecofin ha prevalso l'applicazione delle regole del Patto di Stabilità. Nonostante gli impegni assunti dai governi in difficoltà a correggere le attuali deviazioni di bilancio, la situazione del 2002 appare particolarmente difficile presso paesi come la Germania e questo non può non avere ripercussioni sulle valutazioni della Bce. Ma anche l'inflazione non aiuta. Come ha sottolineato lo stesso Duisenberg durante la conferenza stampa, tra fine 2002 e inizio 2003 è possibile un rialzo della dinamica dei prezzi dovuto a un confronto statistico sfavorevole con l'anno precedente, oltre che a specifici sviluppi in alcuni paesi, come aumenti intervenuti nell'imposizione indiretta o particolari evoluzioni dei prezzi dei servizi. A questo si aggiungono le incognite che pesano sulle scenario geopolitico e quindi sui corsi petroliferi. Uno stabile ritorno verso la soglia del 2% non si vedrà probabilmente fino alla fine del primo trimestre 2003. In conclusione, non mancano freni potenziali a un taglio dei saggi guida. Sul tema della crescita rimane cruciale il dato preliminare sul Pil di Eurolandia del terzo trimestre 2002, in calendario per i primi di dicembre. Nel Bollettino di ottobre la Bce ha già anticipato una stima di crescita del Pil dello 0,4% congiunturale a luglio-settembre. In caso di sostanziale aderenza tra i risultati e le stime sul Pil proposte dalla Bce, continuiamo a pensare che il *timing* più favorevole a un allentamento si collochi a inizio 2003 quando il profilo inflazionistico dovrebbe avvicinarsi più stabilmente al 2% e le leggi finanziarie dei paesi avranno assunto contorni più definiti. I tassi impliciti nei *future* sull'Euribor a tre mesi scontano al momento un taglio di 25 punti base a dicembre con una probabilità elevata, vicina all'80%.
- Sul mercato dei cambi i differenziali nei tassi di interesse sembrano tornati ad influenzare l'andamento delle principali valute, ad eccezione dello yen. Dopo il taglio della Fed e il nulla di fatto di Bce e Bank of England, il dollaro ha perso terreno nei confronti dell'euro (-1,3%), ma anche e soprattutto rispetto alla sterlina inglese (-1,6%). In Gran Bretagna il tasso guida è stato confermato al 4%. Il ribasso di mezzo punto per il tasso sui *federal funds* potrebbe non avere più la stessa efficacia rispetto al passato nello stimolare l'economia statunitense. L'apprezzamento dello yen (2,2%) si riconduce all'ammorbidimento delle misure di risanamento del sistema bancario, che riduce la possibilità di ripercussioni negative sull'economia.

Previsioni	dato storico 11/11/2002	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	1,19	1,22	1,25	1,26	1,27
dollaro-euro	1,013	1,020	1,000	1,000	0,990
yen-euro	1,21	1,24	1,25	1,26	1,25
sterlina-euro	0,637	0,638	0,640	0,643	0,646
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,42	1,40	1,40	1,45	1,80
euro	3,20	3,20	3,10	3,15	3,40
yen	0,08	0,07	0,07	0,07	0,09
sterlina	3,95	3,99	4,05	4,20	4,70
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,82	3,95	4,03	4,30	5,05
Germania	4,44	4,50	4,55	5,00	5,15
Giappone	0,96	1,00	1,15	1,27	1,40
Italia	4,70	4,75	4,77	5,22	5,35
Gran Bretagna	4,51	4,57	4,63	5,10	5,35

LE PREVISIONI SUI PREZZI

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

PREZZI AL CONSUMO

EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2001	107,2	107,6	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	111,7	112,0	112,0	112,1	111,4
2003	112,3	112,4	112,9	113,2	113,4	113,6	113,6	113,7	114	114,2	114,4	114,4	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	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2
2003	0,2	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	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	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2
2003	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	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	103,4	103,5	103,5	102,5
2003	103,4	103,2	103,7	104,3	104,8	104,9	104,7	104,5	104,6	105,4	105,6	105,7	104,6
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	0,3	0,1	0,0	0,2
2003	-0,1	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,8	0,2	0,1	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	2,6	2,8	2,6	2,5	2,4	2,5
2003	2,3	2,4	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,5	1,9	2,0	2,1	2,0

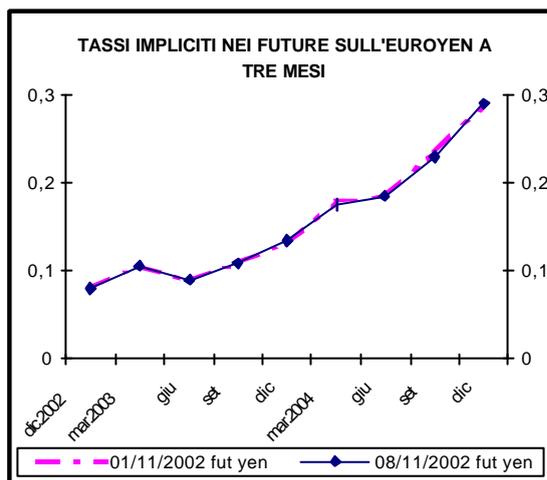
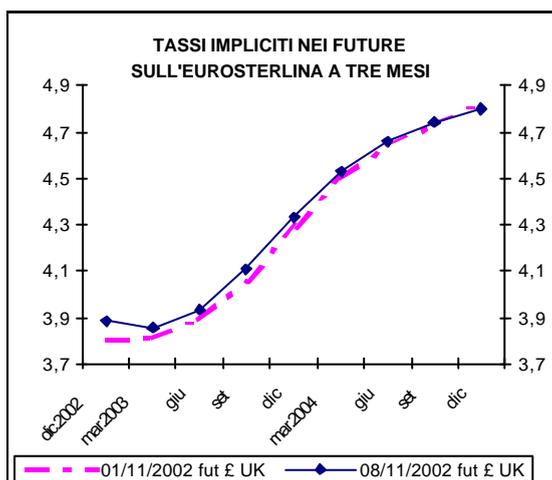
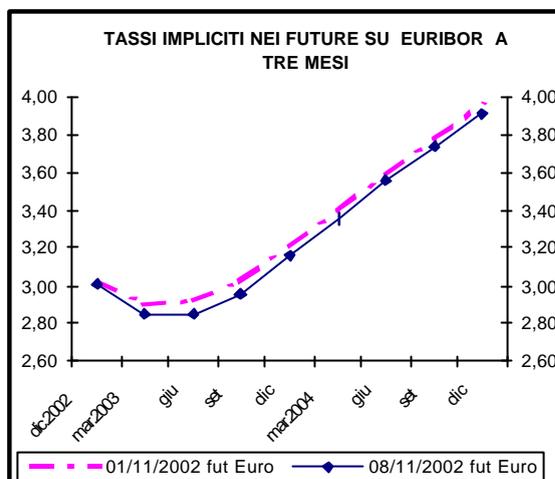
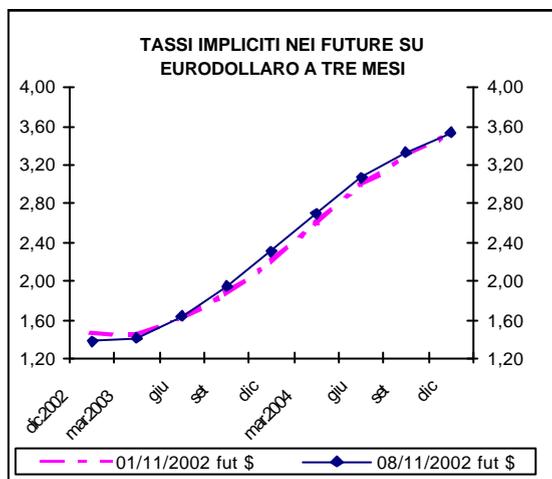
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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



CAMBI DELL'EURO	Dati storici				Var. % dell'euro contro le altre valute		
	8/11/02	- 1 settimana	1 mese	4/1/99	- 1 settimana	1 mese	4/1/99
	Dollaro USA-euro	1,011	0,997	0,980	1,179	1,33	3,13
Dollaro canadese-euro	1,575	1,553	1,559	1,800	1,42	1,04	-12,51
Dollaro australiano-euro	1,786	1,792	1,788	1,910	-0,30	-0,10	-6,49
Dollaro Nuova Zelanda-euro	2,030	2,037	2,032	2,223	-0,32	-0,11	-8,68
Yen-euro	121,950	121,580	121,730	133,730	0,30	0,18	-8,81
Yen-dollaro USA	121,195	122,265	124,195	111,650	-0,88	-2,42	8,55
Franco svizzero-euro	1,463	1,461	1,467	1,617	0,18	-0,26	-9,49
Sterlina britannica-euro	0,638	0,637	0,627	0,711	0,11	1,74	-10,35
Corona svedese-euro	9,122	9,089	9,157	9,470	0,36	-0,38	-3,68
Corona danese-euro	7,429	7,432	7,428	7,450	-0,04	0,02	-0,28
Corona norvegese-euro	7,332	7,369	7,276	8,855	-0,50	0,77	-17,20
Tallero sloveno-euro	229,265	229,125	228,451	189,045	0,06	0,36	21,28
Zloty polacco-euro	3,972	3,993	4,080	4,071	-0,54	-2,66	-2,45
Corona ungherese euro	239,030	241,400	245,020	251,480	-0,98	-2,44	-4,95

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

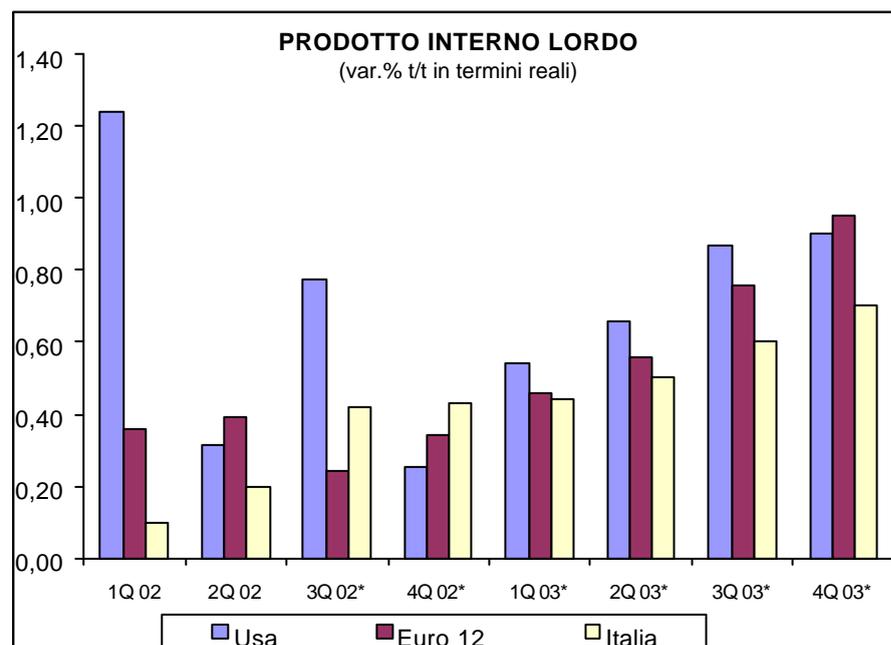
	2001	2002	2003	2002				2003			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,2	0,3	0,8	0,3	0,5	0,7	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				5,0	1,3	3,1	1,0	2,2	2,7	3,5	3,6
var.% anno su anno	0,3	2,3	2,4	1,4	2,2	3,0	2,6	1,9	2,3	2,3	3,0

AREA EURO

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

ITALIA

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



PIL 2001 (mld di euro)
a prezzi correnti

Stati Uniti	11.399
Euro 12	6.805
Italia	1.218

LE METAMORFOSI DELLA CINA

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

- L'economia cinese non sembra sostanzialmente risentire del rallentamento dell'economia mondiale, nonostante la crescita del Pil dipenda per oltre il 50% dall'export.
- Nel 2002 le esportazioni hanno accelerato il passo anche a seguito dell'ingresso della Cina nel Wto e del continuo afflusso di investimenti diretti dall'estero.
- Il paese si sta trasformando in un polo manifatturiero per l'economia mondiale, con produzioni che si spostano rapidamente verso segmenti a maggiore valore aggiunto.
- La Cina si appresta ad affrontare la sfida posta dal passaggio di potere ai *leader* della "quarta generazione". Il paese dovrà conciliare riforme e sviluppo con la lotta alla disoccupazione e il risanamento della finanza pubblica.
- Anche a fronte degli accordi presi per l'ingresso nel Wto, resta prioritaria la riforma del settore bancario in vista dell'apertura del mercato alla concorrenza estera.

Come all'epoca della crisi asiatica del 1997-98 l'economia cinese continua a navigare controcorrente. Negli ultimi due anni il paese non sembra sostanzialmente risentire del rallentamento dell'economia mondiale, nonostante la crescita del Pil dipenda attualmente per oltre il 50% dall'export. Nel 2002 il Pil è atteso aumentare del 7,8% in termini reali contro il 7,3% nel 2001. La stima sconta un modesto rallentamento nel quarto trimestre di quest'anno dopo il picco (+8,1% a/a) raggiunto nel terzo trimestre. Nel 2003 la crescita potrebbe proiettarsi al 7,6% circa.

L'elevato sviluppo del paese trae impulso dai nuovi cambiamenti imposti dalla transizione a un'economia di mercato e

dall'affermazione del paese quale polo manifatturiero per l'economia mondiale. Si tratta di importanti trasformazioni messe alla prova dalle difficoltà provocate dalla complessità dei cambiamenti stessi e ora anche dal passaggio di potere ai *leader* della "quarta generazione" dall'indipendenza che dovrebbe essere sanzionato dal Congresso del Partito Comunista attualmente in corso.

Entro il 2003 è prevista la sostituzione di gran parte dell'attuale dirigenza, inclusi il primo ministro Zhu Rongji e il capo del partito comunista Jang Zemin, e l'inserimento nelle file del partito di imprenditori privati. Si teme che in questo periodo di transizione si possa allentare la spinta riformista che sotto la guida di Zhu Rongji ha caratterizzato la Cina negli ultimi quattro anni.

Nonostante il rallentamento del commercio mondiale, l'export cinese ha accelerato il passo con una crescita che, in valore, potrebbe toccare il 20% nel 2002 (+7% nel 2001). L'ingresso della Cina nel Wto ha contribuito a questo sviluppo perché ha comportato un immediato abbassamento delle tariffe per numerose importazioni, riducendo ulteriormente i costi di produzione, mentre ha favorito un aumento degli investimenti diretti dall'estero. Con un afflusso di \$50 mld stimato per il 2002, la Cina è attesa diventare per la prima volta quest'anno il principale paese di destinazione degli investimenti diretti superando gli Stati Uniti. Le imprese estere sono state la forza trainante di questo *boom* delle esportazioni che non si concentra più solo in prodotti a basso valore aggiunto, come abbigliamento, calzature, giocattoli, ma che sempre più rapidamente si sposta verso produzioni avanzate come l'elettronica di qualità e altri prodotti della tecnologia dell'informazione. Il *know how* portato dagli investimenti diretti esteri e un inesauribile *pool* di lavoratori a basso costo, associati a misure di liberalizzazione dell'economia, sono gli ingredienti che maggiormente contribuiscono a trasformare il paese in un polo manifatturiero di rilievo mondiale.

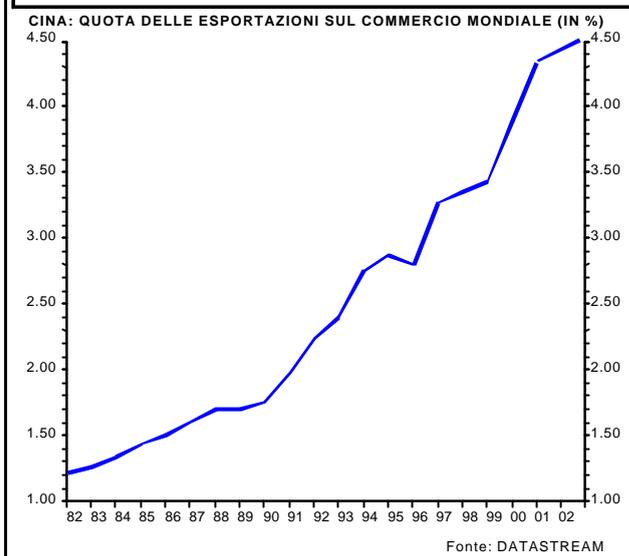
La crescita della domanda interna non segue il dinamismo di quella estera. Solo la spesa pubblica, tesa a migliorare le infrastrutture e a contenere gli effetti negativi sull'occupazione causati dalle riforme strutturali nel settore statale (banche, imprese, amministrazione) registra elevati ritmi di sviluppo. La disoccupazione, stimata dal governo (probabilmente per difetto) nel 10% per le aree urbane e prevista raggiungere nei prossimi anni il 15% anche a causa di un continuo flusso migratorio dalle campagne, tende a deprimere i consumi privati e crea il rischio di tensioni sociali. Le famiglie preoccupate per la sicurezza del posto di lavoro continuano ad aumentare il risparmio a scapito dei consumi.

L'aumento della produttività, la riduzione delle tariffe sui prodotti importati oltre ad un eccesso di capacità produttiva per molti beni di consumo frenano l'inflazione che quest'anno è tornata ad essere negativa (-0,5% in media per il 2002). Si tratta di una situazione che potrebbe tuttavia rivelarsi transitoria qualora il governo riuscisse ad imprimere una significativa spinta alla crescita della domanda interna. Nel frattempo il basso livello dei prezzi alla produzione e all'esportazione, sommato alla crescente quota dei prodotti cinesi nel commercio mondiale contribuisce ad esportare disinflazione a livello mondiale e soprattutto negli Stati Uniti dove i prodotti cinesi hanno raggiunto il 10% dell'import. La quota dell'export della Cina sul commercio mondiale è pressoché raddoppiata negli ultimi dieci anni al 4,5%, un livello eccezionale per un vasto paese emergente che copre il 4,7% del Pil del pianeta.

Oltre a dover conciliare riforme, sviluppo e lotta alla disoccupazione, la nuova amministrazione dovrà far fronte ai problemi di finanza pubblica che derivano soprattutto dal basso livello delle entrate fiscali. Prioritaria resta la riforma del settore bancario che, secondo gli accordi per l'ingresso nel Wto, deve prepararsi all'apertura del mercato alla concorrenza estera entro fine 2006. In questo settore la proprietà dello Stato è ancora dominante (74% delle attività e 84% dei depositi) e le sofferenze ammontano secondo Standard & Poor's ad almeno il 50% dei prestiti (30% secondo la stessa ammissione del presidente della Bank of China, una delle quattro grandi banche statali). Già da adesso le banche estere sono incoraggiate ad acquisire partecipazioni minoritarie (per ora non superiori al 25%) in banche cinesi di secondo livello con lo scopo di accelerare il risanamento e la modernizzazione del settore. Inoltre, anche nell'intento di integrare il mercato dei capitali nell'economia globale, il governo ha di recente deciso di aprire agli investitori istituzionali esteri il mercato azionario delle così dette "A-shares", che comprende circa 1200 aziende.

Cina	2001	2002p	2003p
Popolazione (milioni di abitanti)	1.289		
Pil pro capite (in US\$)	1.377		
Pil (var. % annua)	7,3	7,8	7,6
Prezzi al consumo (var. % annua)	0,7	-0,5	0,9
Cambio contro US\$ (media annua)	8,28	8,28	8,28

Fonte: ns elaborazioni su dati DATASTREAM



LA TURCHIA SCOMETTE SUL NUOVO ESTABLISHMENT

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

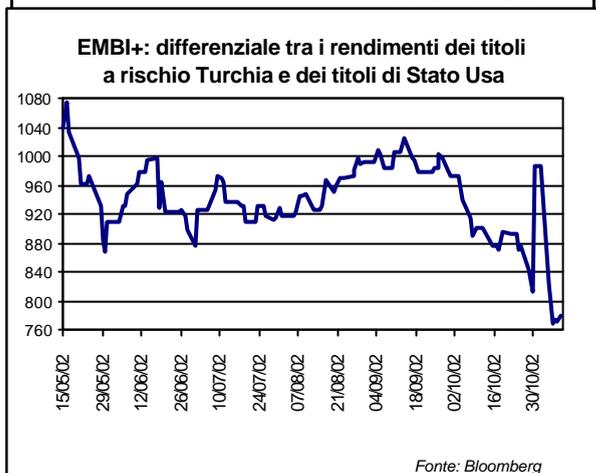
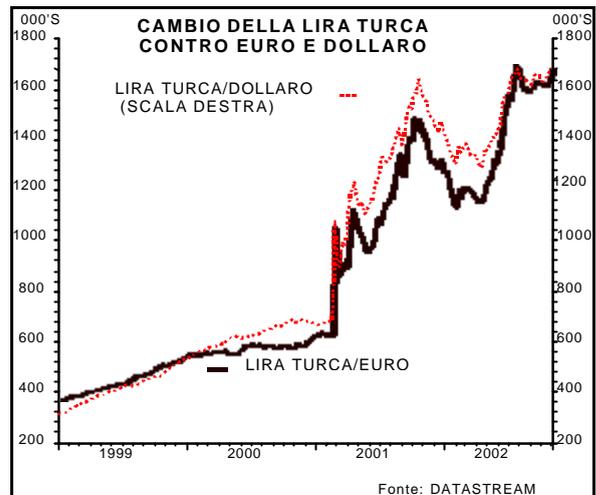
- In Turchia, le elezioni del 3 novembre hanno assegnato la maggioranza assoluta al partito AKP che affonda le sue radici nel movimento islamico. La nuova *leadership* sembra cercare un rapporto di collaborazione con le forze armate, col Fondo monetario internazionale (Fmi) e con l'Unione europea (Ue).
- Un cauto ottimismo si è fatto strada sulle prospettive del paese. Il Fmi potrebbe trovarsi nelle condizioni favorevoli a concedere un'ulteriore tranche del maxi prestito da 16 miliardi di \$.
- L'importante posizione geopolitica della Turchia continua a giocare un ruolo chiave a suo favore.

La Turchia ha bisogno di stabilità politica per garantire un processo duraturo di riforme e sviluppo e gli elettori hanno interpretato questa esigenza ammettendo solo tre partiti nel nuovo parlamento emerso dalle elezioni del 3 novembre. ❶ Il partito per la giustizia e lo sviluppo (AKP) guidato da Recep Tayyip Erdogan ha ottenuto la maggioranza assoluta con il 34,3% dei voti, equivalenti a 363 seggi in parlamento su un totale di 550. L'AKP viene considerata una compagine conservatrice sul piano sociale, ma liberista in economia e radicata nel movimento islamico. ❷ Il Partito del Popolo Repubblicano (CHP), che annovera tra le sue fila l'ex-ministro dell'economia Kermal Dervis, ha ottenuto il 19,4% dei voti e 178 seggi. ❸ Infine, un gruppo di candidati indipendenti può contare su 9 seggi. L'AKP potrà governare senza alleati e contare su una maggioranza vicina ai due terzi (367 voti) qualora decida di modificare la costituzione redatta dai generali nel 1982. Erdogan si è affrettato ad assicurare ai civili e soprattutto ai militari il rispetto della costituzione. La nuova *leadership* ha anche confermato di voler consolidare il percorso di avvicinamento alla Ue e l'adesione al programma concordato con il Fondo. "Stabilità" sembra essere la parola d'ordine e questa possibilità è stata accolta con cauto ottimismo dai mercati, dove il differenziale misurato dall'indice EMBI+ dei rendimenti sui bond turchi oltre i titoli di Stato Usa è sceso dai picchi dei 1.000 punti base fino a 787, la borsa ha guadagnato, la lira turca si è rafforzata dopo le elezioni.

Alcune scelte, come i rapporti preferenziali con la Ue, rappresentano un percorso quasi obbligato dato che il 70% circa degli scambi turchi sono indirizzati all'Europa. Tra i mercati di sbocco principali figurano la Germania che accoglie circa il 17% dell'export turco, gli Usa con oltre il 10% e poi l'Italia, la Gran Bretagna e la Francia. Questi paesi, inclusa la Russia, sono anche i principali fornitori. I prodotti turchi più venduti all'estero sono abbigliamento, tessili, alimentari, utensileria in metallo, mezzi di trasporto. I settori produttivi più rilevanti sono il tessile, l'alimentare, l'estrazione di minerali come carbone e rame, ma anche la produzione di legname e carta e l'edilizia.

L'adesione al programma concordato col Fmi è vitale per la Turchia che ha bisogno del suo sostegno finanziario. Circa 8 miliardi di \$ andrebbero restituiti al Fmi tra il 2004-2005. Il Fondo ha congelato una tranche da 1,6 miliardi di dollari, del maxi-prestito da 16 miliardi, in attesa dell'approvazione della legge di bilancio 2003 da parte del nuovo parlamento. Gli obiettivi, ispirati al proseguimento del rigore fiscale, intendono stabilizzare al 6,5% del prodotto nazionale lordo il surplus di bilancio al netto della spesa per interessi, ipotizzano una crescita al 5% nel 2003 e un'inflazione in calo fino al 20% a dicembre 2003. La progressiva riduzione del deficit pubblico sarà al centro degli sforzi della Turchia, per correggere in prospettiva anche il debito che si attesta intorno al 100% del Pil, anche se ha mostrato una tendenza al calo: nei 12 mesi che si concludono ad agosto 2002, il debito governativo incluso quello sull'estero è sceso al 96% del Pil dal 101% di fine 2001. Un livello ancora molto elevato, con un'ampia quota denominata in valuta estera e posseduta da stranieri che rende l'affidabilità creditizia della Turchia vulnerabile alle fluttuazioni del cambio. Inoltre, il debito turco ha una vita media piuttosto corta (35,6 mesi) che lo rende altrettanto sensibile alle variazioni dei tassi. Nonostante la Banca centrale abbia tagliato i saggi guida per la sesta volta consecutiva nel 2002, questi rimangono elevati: il tasso overnight è sceso l'11 novembre '02 al 44% dal 46% e il tasso a cui la Banca centrale presta alle banche al 51% dal 53%.

Dopo il crollo del Pil del -7,4% nel 2001, la Turchia ha recuperato terreno. Nel primo semestre del 2002 il Pil è rimbalzato di oltre il 5% rispetto all'anno prima sostenuto da scorte e consumi, la produzione industriale è cresciuta a ritmi annui prossimi al 10 da aprile, il tasso d'inflazione è rallentato al 33,6 di ottobre dall'oltre 70% di gennaio. Un risultato, quest'ultimo, ottenuto tramite tagli dei saggi guida monetari inferiori al calo dell'inflazione che hanno mantenuto restrittive le condizioni monetarie interne, cui si è aggiunto il contestuale controllo del credito. Tuttavia, il rigore monetario si rifletterà in un rallentamento nel Pil del terzo trimestre, ma le attese per il 2003 sono di ulteriore crescita sulla scia di un miglioramento del quadro internazionale. Il deprezzamento della valuta da gennaio ha indotto un aumento delle importazioni, più sostenuto dell'export, concorrendo a limare il surplus di parte corrente allo 0,4% del Pil in gennaio-agosto dal 2,3% di un anno prima.



Turchia	1999	2000	2001	2002*	2003*
Popolazione in milioni	65,6	66,6	67,7		
Pil pro-capite in \$	2.810	2.994	2.174		
Pil reale (var. a/a)	-4,7	7,3	-7,4	6,6	5,8
Prezzi al consumo	54,9	54,4	45,4	45,4	29,3
Saldo parte corrente/Pil	-0,7	-4,9	2,30	-1,50	-2,00
Deficit/Pil (%)	-24,2	-19,6	-19,0	-16,7	-15,2
Debito/Pil (%)	62,1	62,7	100,6	89,0	
Debito estero/Pil (%)	56,1	60,0	78,4	69,0	55,0

Fonte: IIF, Comm.europea, Datastream

FARMACEUTICA: CRESCONO I GENERICI

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

- Il settore farmaceutico italiano continua a occupare stabilmente la quinta posizione al mondo per livello di fatturato. Negli ultimi anni tuttavia la crescita è stata inferiore a quella dei principali paesi Ocse.
- Grazie al buon andamento del comparto delle specialità farmaceutiche, nella prima parte dell'anno risultano in crescita fatturato ed esportazioni. A fine anno la *performance* complessiva del settore dovrebbe risultare superiore a quella media del comparto manifatturiero.
- La crescita della spesa farmaceutica a carico del servizio sanitario nazionale dopo il +9% a/a del primo quadrimestre aumenta a livelli più contenuti. L'evoluzione futura dipenderà soprattutto dall'effetto dei nuovi interventi adottati dal Governo, tra cui soprattutto la ridefinizione del criterio per la fissazione del prezzo di rimborso.

Il settore farmaceutico italiano ha chiuso i primi sei mesi dell'anno con una crescita invariata rispetto allo stesso periodo del 2001. A fronte di un buon andamento del comparto delle specialità farmaceutiche, trainato sia dalla domanda interna sia da quella estera, le aziende che realizzano prodotti farmaceutici di base hanno svolto una funzione di freno, a causa soprattutto del calo della domanda

proveniente dal Nord America. Le esportazioni (+21% nel primo semestre del 2002) continuano a essere dirette prevalentemente nei paesi dell'Unione europea, e il buon risultato generale si deve anche alla forte domanda estera di specialità farmaceutiche, cresciuta di quasi il 26% durante il periodo considerato. Relativamente alle importazioni, (+26% in termini di valore), l'aumento è stato determinato in larga misura da movimenti *intracompany* tra le imprese.

In Italia il settore farmaceutico ha conosciuto una consistente crescita del fatturato nel periodo 1989-2001 (+33,3% grazie alla sola domanda interna). In termini reali, tuttavia, l'incremento non è stato tra i maggiori dell'area OCSE: nello stesso periodo, infatti, la crescita è stata pari al 180,6% negli Stati Uniti, al 95,7% nel Regno Unito, e al 93,5% in Spagna; più vicina ai nostri risultati è stata la Francia, con un aumento del 36,2%. Il nostro paese rimane comunque al quinto posto per fatturato farmaceutico complessivo, con 13,3 miliardi di euro (poco più del 3% del fatturato mondiale), preceduto da Stati Uniti (49,1% del totale), Giappone (13,1%), Germania (4,9%) e Francia (4,8%).

Nella prima metà dell'anno, in Italia la spesa farmaceutica del servizio sanitario nazionale è arrivata a 6.204 milioni di euro, con un incremento del 3% circa rispetto allo stesso periodo del 2001, e in netta flessione rispetto al picco del 9% registrato nei primi quattro mesi dell'anno. Sul rallentamento ha pesato il provvedimento con il quale il Governo, nel mese di aprile, ha ridotto del 5% il prezzo dei medicinali (con alcune eccezioni); ciò ha permesso un parziale assorbimento degli aumenti verificatisi a gennaio a causa del processo di adeguamento al prezzo medio europeo.

La spesa (lorda) *procapite* per l'acquisto di farmaci, nello stesso periodo, ha toccato i 114,25 euro, in aumento del 5% rispetto al 1° semestre 2001. Tra le varie regioni, il valore più elevato si registra in Sicilia: 146 , **seguono poi la Campania (139 circa) e il Lazio (133)**. **In queste ultime due regioni, tuttavia, nel periodo considerato si sono registrati gli incrementi di spesa più contenuti (1,2% a/a)**. In tutte le regioni la dinamica della spesa farmaceutica è stata condizionata dalle diverse misure intraprese dalle amministrazioni locali, dal *delisting* alla reintroduzione del ticket. Quest'ultimo provvedimento, in particolare, sembra aver portato buoni risultati, anche se in occasione dell'annuncio della reintroduzione si assiste spesso a un forte mutamento dei consumi dei farmaci, e in particolare a un deciso aumento seguito poi da un calo. Il contenimento della spesa farmaceutica è stato in parte favorito anche dall'aumento del consumo dei farmaci generici, che oggi contano per quasi il 12% della cifra totale. Secondo stime recenti la loro introduzione ha permesso, nel solo primo semestre 2002, un risparmio di circa 97 milioni di euro.

L'evoluzione della spesa per i prossimi mesi dipenderà in larga misura dagli effetti del recente decreto con il quale il Governo ha definito i nuovi parametri di fissazione dei prezzi di rimborso (adottando il cosiddetto criterio costi-benefici) che supera il precedente metodo basato sul concetto di prezzo medio europeo. Il riferimento sarà quello del farmaco di prezzo più basso per i prodotti non coperti da brevetto sul principio attivo. La revisione del Prontuario farmaceutico, inoltre, ha eliminato la classificazione di fascia B1 e B2, prevedendo l'accorpamento dei prodotti nelle due rimanenti (A e C).

Nel complesso, la cifra per fine anno dovrebbe crescere del 5,9% rispetto al 2002 (con aumenti maggiori attesi per Molise, Basilicata e Sardegna) a fronte di un aumento della domanda pari a circa il 2,3%. In termini di quantità prodotte, la crescita dovrebbe essere più contenuta (leggermente inferiore al 2%), anche se superiore a quella media del comparto manifatturiero.

La combinazione tra un aumento delle esportazioni del 16% circa e delle importazioni del 21% circa dovrebbe permettere al saldo commerciale di rimanere positivo.

IMPRESE, OCCUPATI E FATTURATO DEL SETTORE FARMACEUTICO DI ALCUNI PAESI OCSE NEL 2001

	N. imprese	Occupati	Fatturato interno*
ITALIA	294	78770	11895
FRANCIA	300	95300	17537
GERMANIA	1069	115910	17799
REGNO UNITO	515	75850	11761
SPAGNA	270	38700	7452
UNIONE EUROPEA	-	530008	80722
USA	900	273675	178238
GIAPPONE	1145	186762	47621

* milioni di dollari

Fonte: Farmindustria 2002

MECCANICA STRUMENTALE, UN ANNO DA DIMENTICARE

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

- I costruttori di macchine e apparecchi meccanici si avviano ad archiviare un 2002 segnato da una difficile congiuntura, con ordini in caduta, contrazione della produzione e riduzione dell'export.
- Sul fronte interno ha influito negativamente la crisi del settore auto, uno dei principali utilizzatori finali dei costruttori. La domanda estera ha risentito della contrazione degli acquisti da parte di importanti paesi clienti come Stati Uniti e Germania.

Nel primo semestre del 2002 è proseguita la dinamica di decelerazione produttiva sperimentata dal settore nel corso del 2001 (1,4%). La produzione ha registrato una flessione pari al 4,9%, penalizzata dalla forte riduzione della domanda estera, in particolare quella proveniente da importanti paesi clienti come Stati Uniti e Germania. Sul mercato interno, ha influito negativamente la crisi del settore auto, uno dei principali utilizzatori finali dei costruttori. Nel clima di incertezza, l'atteggiamento degli operatori si è orientato alla cautela, come si evince dai dati di contabilità nazionale sugli investimenti che hanno subito una battuta d'arresto, sia nella componente in macchine strumentali (-1,7%) sia, più accentuata, in quella ad alta tecnologia. Gli attesi segni di ripresa non sono giunti nemmeno dal comparto di punta del settore, quello delle macchine utensili che ha registrato una flessione dell'export del 17% nei primi sei mesi dovuta soprattutto alla forte diminuzione della domanda dagli USA, crollata del 48%. Il profilo è apparso negativo anche per gli ordini e le consegne: i primi sono diminuiti del 18,6%, le seconde del 22,5%. I mesi di produzione assicurata sono scesi a 3,8 dai 5 del 2001. Ne ha risentito anche l'occupazione che, nel secondo trimestre, ha evidenziato una perdita di addetti dell'1,4%.

I primi sei mesi del 2002 hanno mostrato un andamento a due facce per i numerosi comparti che compongono il settore. L'avvio d'anno è stato positivo per i costruttori di macchine per l'imballaggio (packaging), premiato dalla massiccia internazionalizzazione delle imprese e dai costanti investimenti in ricerca e sviluppo. Il comparto, che sembra aver risentito in modo limitato della crisi di domanda degli USA, conta di chiudere l'anno con un incremento del fatturato del 3-4%. In ripresa appaiono le macchine tessili i cui ordinativi, dopo alcuni mesi di calo, sono tornati a crescere grazie alla domanda estera aumentata, nei primi sei mesi, del 38%. La dinamica negativa del mercato interno (-13,4%) frenerà tuttavia la crescita produttiva del comparto stimata, per l'anno in corso, intorno al 2%. Le macchine per il marmo registrano invece una brusca frenata: nel primo semestre, le esportazioni mostrano una flessione del 3,5% e il mercato interno del 10%. Negativa la *performance* anche per le macchine per la ceramica: il fatturato registra una flessione del 10% dovuta alla debolezza del mercato interno e al calo delle vendite su importanti mercati esteri. Qualche spiraglio di ripresa si profila per le macchine per lavorazione del legno: nel terzo trimestre 2002, dopo mesi di flessioni, si è attenuata la discesa degli ordinativi grazie alla spinta del mercato interno (+5%).

L'interscambio con l'estero del settore evidenzia una dinamica negativa dell'export che nel primo semestre dell'anno ha mostrato un calo del 4% circa. Il contributo negativo è giunto soprattutto dai mercati UE (Francia e Germania) e da quello statunitense. Hanno invece mantenuto una dinamica vivace le vendite nei paesi dell'Europa Centro-orientale, in quelli del bacino mediterraneo e in Cina. Dal lato delle importazioni, gli acquisti di apparecchi meccanici hanno registrato una flessione del 5%, riflettendo lo scarso dinamismo del mercato interno.

L'attuale fase congiunturale negativa è destinata a prolungarsi nel breve periodo. L'incerta evoluzione dell'economia internazionale continuerà a frenare i piani di investimento delle imprese nazionali ed estere condizionando la produzione settoriale. In media d'anno questa è attesa registrare un calo dell'1%, in linea con il dato complessivo dell'industria manifatturiera. In presenza di un miglioramento del quadro internazionale, la ripresa è rimandata alla seconda metà del 2003, quando l'aumento della spesa in investimenti e il riavvio della domanda estera consentiranno un incremento produttivo medio annuo del 2,5%. Probabilmente né il mercato USA né quello tedesco rappresenteranno più le "locomotive" dell'export come era accaduto nel 2000. Aspettative di maggior ottimismo provengono dai mercati emergenti, Cina e Russia. I saggi di crescita registrati dall'export verso questi due paesi nel 2001, rispettivamente del 51% e del 97%, confermano il grande interesse di queste aree per i fabbricanti italiani. La Cina, tuttavia, se da un lato costituisce un mercato dalle vaste potenzialità, dall'altro si sta rivelando un *competitor* temibile sui mercati internazionali di nostro interesse, particolarmente nei comparti delle macchine per il legno, tessili, utensili e imballaggio. Insieme alla Cina vanno rafforzandosi la Corea del Sud, Taiwan, Repubblica Ceca e, in minor misura, Hong Kong e Singapore. Le imprese del settore che nell'ultimo decennio hanno subito una progressiva erosione delle proprie quote di mercato, sia pure inferiore a quella riportata dalla Germania, dovranno rivedere quelli che fino ad oggi hanno rappresentato i punti di forza del modello italiano (piccola dimensione, interazione con i clienti, specializzazione su macchinari a prezzo meno elevato dei concorrenti). Il nuovo panorama competitivo impone nuove risposte quali l'innovazione e l'attenzione all'aspetto qualitativo dei prodotti, fondamentali per rivitalizzare i mercati maturi dei paesi industrializzati. Le buone prospettive nella domanda, specie sui mercati non UE, offriranno gli spazi di manovra necessari per procedere nel processo di riqualificazione dell'offerta nazionale, che comporterà anche la selezione delle realtà aziendali più deboli e più esposte alla maggiore concorrenza.

IL SETTORE DELLA MECCANICA STRUMENTALE			
	2001	2002*	2003**
Dinamica del mercato (var. % annue)			
Produzione	1,4	-1,0	2,5
Importazioni	2,4	-5,6	7,4
Esportazioni	5,5	0,3	3,6
Previsioni a 3-4 mesi (saldo delle risposte degli operatori)			
tendenza degli ordini		stazionaria	
tendenza della produzione		stazionaria	
Costi e prezzi (var % annue)			
Costi operativi totali	0,9	1,0	1,6
Prezzi alla produzione	0,3	0,7	1,5
Indicatori economico-finanziari			
Mol in % della produzione	9,0	8,8	8,8
Utile netto rettificato	2,5	2,2	2,3
ROI	8,6	7,8	8,1
ROE	9,0	7,2	7,5
(*) stima (**) previsione			

Fonte: ISTAT, ISAE, Centrale dei Bilanci, Prometeia

POSTE: PAROLA D'ORDINE "EFFICIENZA"

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

- **Gli incoraggianti risultati ottenuti da Poste Italiane Spa sono in gran parte dovuti all'ampliamento dell'offerta di prodotti finanziari.**
- **E' pari a quasi 200 mld. la raccolta complessiva di cui una quota crescente in strumenti di risparmio gestito.**

Il cammino che Poste Italiane Spa ha da alcuni anni intrapreso ha come obiettivo ultimo la privatizzazione tramite collocamento sul mercato. Come per le altre entità statali destinate a essere privatizzate, le Poste stanno attuando una trasformazione articolata in quattro tappe: ❶ azienda autonoma; ❷ ente pubblico economico; ❸ spa a capitale pubblico; ❹ spa a capitale privato.

I primi tre traguardi sono stati raggiunti. Infatti, l'"Amministrazione per le poste e le telecomunicazioni" istituita nel 1925 è divenuta nel 1993 "Ente poste italiane" e si è quindi trasformata in "Poste Italiane Spa" nel gennaio 1998 con l'intento di raggiungere sia un risanamento stabile di bilancio sia un livello di servizio in linea con gli standard europei.

Dal 1998 ad oggi il cammino percorso da Poste Italiane SpA è stato considerevole sia per il miglioramento della qualità e quantità di servizi offerti sia per risultati economici ottenuti. Considerate le sue dimensioni, la storia, il settore di attività, i favorevoli risultati si sono concretizzati in un periodo relativamente breve. Da un deficit di bilancio di **1.368 mln.** (1998) ad un risultato del I semestre 2002 in passivo relativamente contenuto (**62 mln.**) e con previsioni di un possibile pareggio in tempi non lontani, comunque prima del 2004 data in cui è prevista la quotazione in borsa.

Lo sforzo sostenuto per adeguare i servizi offerti ha comportato notevoli investimenti in un comparto che per lungo tempo ha sofferto per la mancanza di innovazione. Nel piano industriale del 1997 furono stanziati oltre **3 mld.** destinati ad ammodernamento degli sportelli, ampliamento dei servizi offerti, potenziamento delle strutture esistenti, sviluppo del sistema informatico. L'ordinamento interno di Poste Italiane è stato inoltre modificato secondo un modello divisionale composto da tre comparti: Corrispondenza, Espresso Logistica Pacchi, Bancoposta. Si è infine rinnovato profondamente il management dell'azienda assumendo managers con precedenti esperienze nel settore industriale.

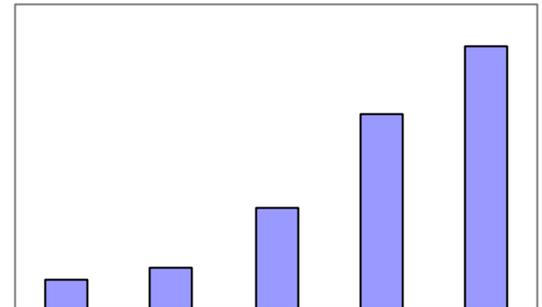
L'ampliamento dei servizi ha riguardato in particolare i prodotti finanziari e assicurativi. A fine 2001 la divisione Bancoposta contribuiva alla determinazione dei ricavi d'esercizio per oltre il 38%, di cui metà ottenuti tramite i nuovi servizi.

La pressante campagna pubblicitaria che ha accompagnato la diversificazione dell'offerta e la recente congiuntura dei mercati finanziari in aggiunta alla capillarità della rete distributiva hanno contribuito a rafforzare i depositi postali. La raccolta destinata alla Cassa Depositi e Prestiti (buoni postali e libretti) ha registrato, nel 2001, un flusso netto (sottoscrizioni-rimborsi) pari a **4.685 mln.** Il contributo più rilevante è pervenuto dai depositi sui libretti con **5.764 mln.** A dispetto quindi della maggiore varietà di prodotti finanziari offerti al pubblico il libretto di deposito si conferma una forma di risparmio tra le più richieste e diffusa presso le famiglie italiane. Quanto ai

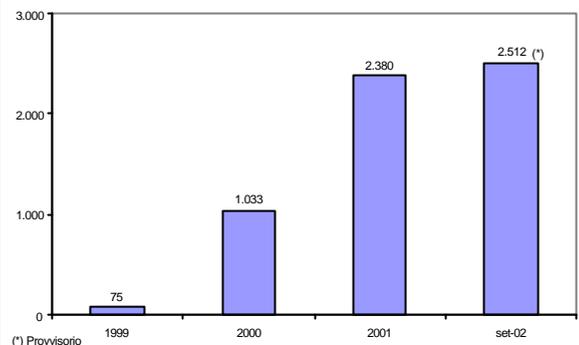
conti correnti un forte incremento ha riguardato il numero di rapporti accesi passati da 998mila di fine 2000 a oltre 2,6 milioni di settembre 2002. In particolare quelli aperti dalla clientela *retail* sono all'incirca l'80%, mentre è di recente realizzazione un servizio dedicato alle piccole e medie imprese (Bancoposta Impresa) ed è allo studio un progetto di collaborazione con la Pubblica Amministrazione per l'eventuale fornitura di servizi per il cittadino quali ad esempio documenti anagrafici, carte di circolazione, biglietti ferroviari. L'operatività attraverso i nuovi canali (internet e call center) è particolarmente apprezzata poiché consente tutte le operazioni di sportello. Anche nel comparto assicurativo i risultati raggiunti sono rilevanti. Con circa **2,4 mld.** di premi raccolti nel 2001 Poste Vita è tra le prime compagnie del settore (riserve tecniche pari a circa **2,9 mld.**). Le poste hanno anche collocato nel 2001 **4 mld.** di obbligazioni strutturate a capitale garantito.

Il recepimento della direttiva 97/67 Ce ha posto le basi per la liberalizzazione del comparto corrispondenza indirizzandolo verso un regime più competitivo, mantenendo comunque le caratteristiche del monopolio in riferimento all'universalità del servizio, ovvero l'obbligo di recapitare la posta in tutte le zone d'Italia, durante l'intero anno e con tariffe accessibili. L'onere che per le poste ne deriva e che viene compensato dallo Stato scenderà dal 6% al 3% del fatturato nel 2005 grazie anche ad un programma di maggiore efficienza aziendale.

NUMERO DI CONTI CORRENTI ATTIVI - Migliaia



RACCOLTA PREMI LORDI DI POSTE VITA in mln. di



(*) Provvisorio

FORME TECNICHE DELLA RACCOLTA DELLA CASSA D.P.
Flussi in mln. di

Saldi	2001	2000
Buoni ordinari	1.403	-439
Buoni a termine	-2.483	-1.787
Libretti	5.764	1.574
Totale	4.685	-652

IL RISPARMIO POSTALE - Consistenze in mln di

	2001	2000	Var. % a/a
Conti correnti	16.438	17.837	-7,8
Libretti di deposito	45.493	38.649	17,7
Buoni postali fruttiferi	129.644	120.131	7,9
Polizze vita: importi sottoscritti	2.400	1.034	132,0
Azioni e Obbligazioni: importi sottoscritti	4.000	3.034	31,9

Fonte: bilancio 2001 Poste Italiane SpA, Cassa Depositi e Prestiti.

FONDI COMUNI: IL MERCATO ASPETTA IL TORO

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

Tasso annuo di crescita del patrimonio (rispetto all'anno precedente) ▼	Raccolta netta da inizio anno	Negativa	Performance da inizio anno	Negativa	Prospettive di chiusura 2002	Modeste
---	-------------------------------	----------	----------------------------	----------	------------------------------	---------

- Il mercato italiano dei fondi comuni ha fatto segnare nei primi dieci mesi del 2002 una riduzione del patrimonio gestito (-9%) e una raccolta netta negativa (-8.4 mld. di euro).
- Tra i diversi comparti si registra una crescita molto accentuata dei fondi di liquidità mentre appaiono in costante flessione tutti gli altri comparti con l'eccezione dei fondi flessibili, il cui peso sul totale resta però modesto.
- Un elemento importante per il mercato dei fondi è costituito dalle scelte strategiche operate dalle gestioni patrimoniali. Ancora una volta aldilà delle politiche di offerta e dello sviluppo di nuovi prodotti elemento imprescindibile per la ripresa appare una stabile permanenza del toro sul mercato.

Il mercato italiano dei fondi comuni ha fatto registrare nei primi dieci mesi del 2002 una riduzione in termini di patrimonio di circa il 9% (da 513 a 467mld. di euro) per l'effetto congiunto di performance e raccolta netta negative.

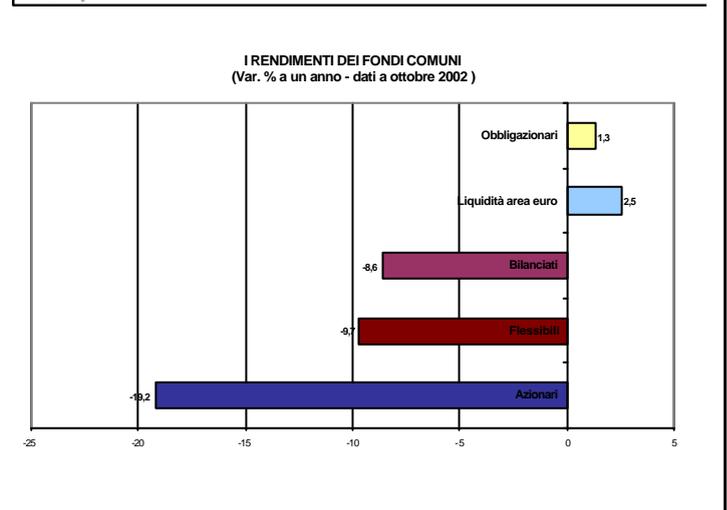
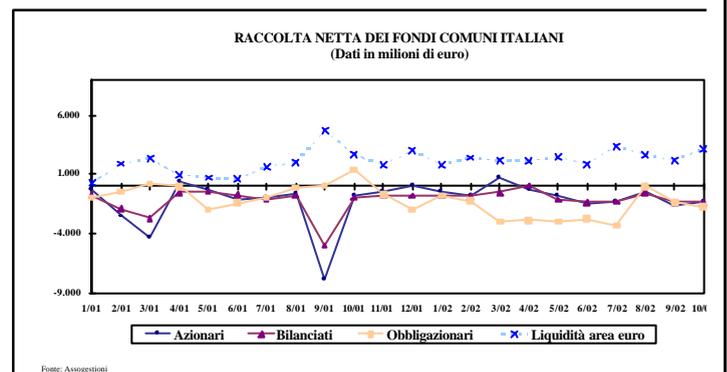
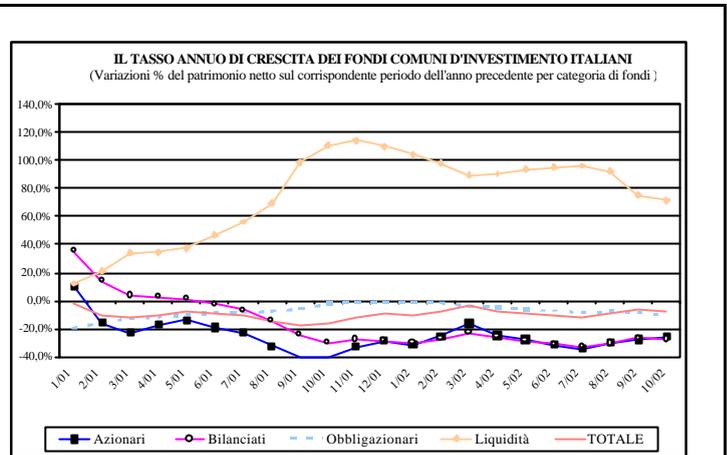
I dati diffusi da Assogestioni, relativi al mese di ottobre, evidenziano una ripresa del patrimonio che ha guadagnato quasi il 2% rispetto a settembre per effetto del buon andamento del mercato di borsa nel corso del mese.

La raccolta netta registra nel mese una crescita di 0,329 mld. di euro, tuttavia il risultato da inizio anno rimane comunque pesantemente negativo (-8,4 mld. di euro).

Nonostante la mini ripresa delle borse, persiste la crisi di fiducia dei risparmiatori sulle prospettive dei mercati. I segnali più evidenti emergono dal costante interesse per i fondi di liquidità che da inizio anno hanno raccolto oltre 26 mld. di euro, e dai risultati molto negativi che si registrano negli altri comparti (-7,7 mld. di euro per i fondi azionari, -10,6 mld. di euro per i bilanciati, -18,7 per gli obbligazionari). Si registra inoltre un'impennata dei fondi flessibili che nel solo mese di ottobre raccolgono 1,3 mld. di euro, portando la raccolta da inizio anno a 2,5 mld. euro.

Le dinamiche in atto appaiono piuttosto consolidate; i risparmiatori continuano a domandare prodotti con un basso profilo di rischio in attesa di un eventuale consolidamento della ripresa dei mercati che incentivi il ritorno all'azionario. Nonostante i buoni risultati di ottobre, gli indici Fideuram dei fondi evidenziano come da inizio anno le performance rimangono, in territorio negativo per i fondi azionari (-19,2%), per i flessibili (-9,7%) e per i bilanciati (-8,6%). Appena positivi i rendimenti dei fondi obbligazionari (1,3%), mentre i fondi liquidità evidenziano un +2,5%.

Un elemento importante per il mercato dei fondi è costituito dalle scelte strategiche operate dalle gestioni patrimoniali. In caso di ripresa dei corsi di borsa, se il ritorno all'azionario da parte dei piccoli risparmiatori sarà guidato da una estrema cautela, i gestori professionali potrebbero cogliere prima i segnali di inversione di tendenza, sostenendo in anticipo la crescita del mercato. Ancora una volta aldilà delle politiche di offerta e dello sviluppo di nuovi prodotti elemento imprescindibile per la ripresa appare una stabile permanenza del toro sul mercato.



TORO SEDUTO, SUGLI ALLORI

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

Volatilità: vola alto a Wall Street

Le prospettive di un conflitto forse già deciso a suo tempo arrivano a scombinare i piani ambiziosi del Toro. In realtà, è solo un pretesto. L'immediata associazione guerra-Orso che nasce dalla coincidenza temporale con la piena vittoria di Bush è fin troppo semplice.

Il fattore guerra, controllato a vista dalla sensibilità delle oscillazioni petrolifere, è da mesi ormai ampiamente scontato ed incorporato nei prezzi.

Il mercato trova sempre pretesti per seguire il richiamo dei fondamentali e della congiuntura economica. Anticipa ma solo nel breve periodo. Se lo slancio poi non viene corrisposto dagli sviluppi della congiuntura la scommessa si rivela insostenibile e viene abbandonata. Come nell'ultimo rally, il 20% in 20 giorni, costruito con un *leverage* focalizzato (aspettative del taglio dei tassi) e molto speculativo.

Una volta realizzato l'evento (taglio di 50 b.p.) la tesi rialzista perdeva di significato e gli investitori sono passati a riscuotere. Anche per via dei dubbi sull'effettiva utilità marginale di un ulteriore taglio dei tassi, sia per le imprese sia per i consumatori americani, visti i vincoli delle condizioni contrattuali finali, dove l'esistenza di soglie e pavimenti pre-fissati vanificano a priori i vantaggi della riduzione.

Gli ultimi dati di settembre confermano inoltre l'inarrestabile *boom* del credito al consumo negli Stati Uniti che rende maggiormente vulnerabile la catena del ciclo economico.

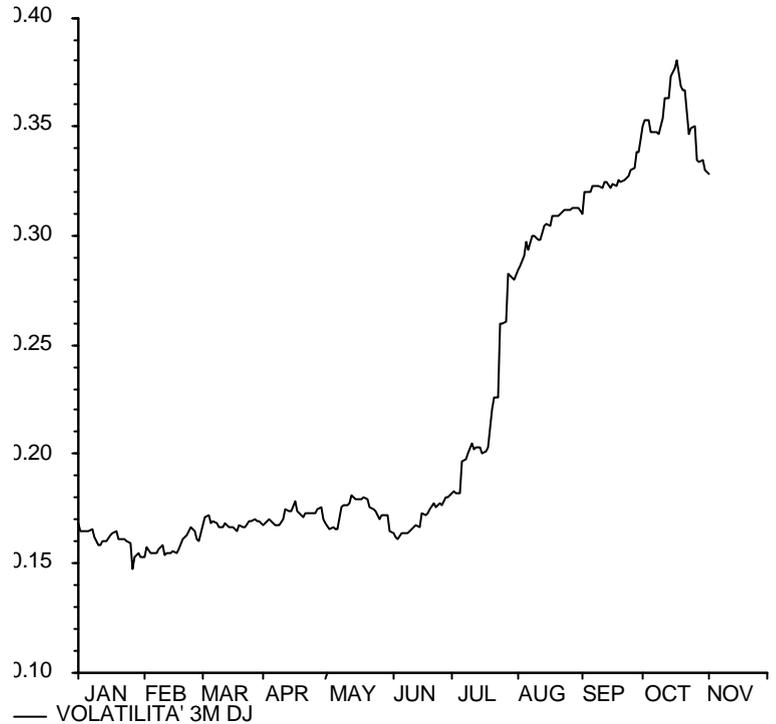
I livelli *record* raggiunti dall'indebitamento dei consumatori minano la tenuta dell'ultima diga dei consumi, da tempo rimasta isolata a fronteggiare le minacce della recessione e ad assicurare la sopravvivenza del tasso di crescita.

La vera scommessa del taglio dei tassi è quindi quella di rafforzare la vulnerabile trincea dei consumi giusto il tempo per traghettare l'economia in prossimità del periodo natalizio ed arrivare così integri, magari sul filo del rasoio, alla stagione statisticamente più favorevole al Toro.

La manovra di Greenspan, garantendo così un'adeguata propensione al consumo, tende a scoraggiare il contagioso effetto ricchezza negativo mediato dai consumi, che trascinerebbe l'economia verso un ulteriore deterioramento delle variabili chiave fuori dal controllo della politica economica.

Fino a dicembre il mercato dovrà intanto sciogliere non solo gli attriti sul fronte geopolitico (Irak) ma diversi nodi di incertezza.

Un livello di volumi ancora inadeguato, che tradisce prudenza e poca convinzione negli acquisti. Una sopravvalutazione dei corsi ancora intatta confermata da P/E indifferenti alla mutata congiuntura. Troppa concentrazione su pochi selezionati titoli e nessuna rotazione settoriale, indice di poca partecipazione ed assenza di base di accumulazione. Velocità del *trend* anomala e incostante. Pressione sul cross euro/dollaro sfavorevole all'area anglosassone e quindi a oltre il 50% del mercato azionario. Avvicinamento ai picchi di agosto, resistenze importanti e faticose da superare senza prima aver scaricato per bene gli oscillatori tecnici di breve. E, non ultimo, *sentiment* di ottimismo ai massimi relativi dell'anno, paradossale sinonimo di precarietà del Bull market.



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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	8/11/02	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	17.373	17.366	15.728	22.224	29.834	28.094	0,0	10,5	-21,8	-41,8	-38,2
MIB 30	23.539	23.462	21.044	31.719	42.906	41.477	0,3	11,9	-25,8	-45,1	-43,2
DOW JONES IND.	8.537	8.518	7.501	9.588	10.646	11.358	0,2	13,8	-11,0	-19,8	-24,8
NASDAQ	1.359	1.361	1.129	1.828	2.292	4.131	-0,1	20,4	-25,6	-40,7	-67,1
STANDARD & POOR'S	895	901	799	1.119	1.283	1.455	-0,7	12,0	-20,0	-30,3	-38,5
NIKKEI 225	8.691	8.686	8.709	10.432	13.786	18.934	0,1	-0,2	-16,7	-37,0	-54,1
FTSE100	4.035	3.997	3.730	5.278	6.175	6.930	0,9	8,2	-23,6	-34,7	-41,8
CAC40	3.058	3.110	2.694	4.573	5.799	5.917	-1,7	13,5	-33,1	-47,3	-48,3
DAX30	3.079	3.165	2.622	4.994	6.290	6.751	-2,7	17,4	-38,3	-51,0	-54,4
MADRID	638	643	576	818	879	1.012	-0,8	10,8	-22,0	-27,4	-37,0
SINGAPORE	1.426	1.428	1.397	1.333	1.896	2.583	-0,1	2,1	7,0	-24,8	-44,8
HONG KONG	9.771	9.408	8.977	10.539	14.870	17.370	3,9	8,8	-7,3	-34,3	-43,7
DJ EURO STOXX50	2.450	2.488	2.171	3.719	4.702	4.849	-1,5	12,9	-34,1	-47,9	-49,5
MSCI WORLD	800	799	716	989	1.202	1.422	0,2	11,8	-19,0	-33,4	-43,7
MSCI EMU	126	128	112	185	233	243	-1,4	12,8	-31,8	-45,7	-47,9
MSCI FAR EAST	1.636	1.611	1.570	1.918	2.572	3.605	1,6	4,2	-14,7	-36,4	-54,6
MSCI NORTH AMERICA	898	903	798	1.126	1.302	1.525	-0,6	12,4	-20,3	-31,1	-41,1

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 12 AL 18 NOVEMBRE)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 12	Pubblicazione mensile dell'ente internazionale dell'energia Stati Uniti: interventi di Greenspan, Ferguson, Stern, Olson, Bies e Santomero della Federal Reserve
Mercoledì 13	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica il rapporto sull'inflazione Area Euro: la Commissione Europea rilascia i dati previsivi di autunno. Stati Uniti: intervento di Greenspan (Joint Economic Committee) 📞 Stati Uniti: intervento di Parry della Federal Reserve di San Francisco
Giovedì 14	Area Euro: bollettino mensile della BCE di novembre 📞 Area Euro: interventi di Liebscher, Constancio e Padoa Schioppa a Vienna (2 gg.) Stati Uniti: intervento di Moskow della Federal Reserve di Chicago
Venerdì 15	Stati Uniti: intervento di Poole della Federal Reserve di St. Louis
Sabato 16	Area Euro: intervento di Welteke, Trichet e Haemaelaeninen

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 12	Germania	Bilancia partite correnti	settembre	4,5 mld di euro	2,3 mld di euro
		Bilancia commerciale	settembre	10,5 mld di euro	9,0 mld di euro
		Indice Zew 📞	novembre	23,4	20,0
	Regno Unito	RPI-X	ottobre	0,6% m/m;2,1% a/a	0,1% m/m;2,3% a/a
Mercoledì 13	Francia	Bilancia commerciale	settembre	1,6 mld di euro	0,5 mld di euro
		Prezzi al consumo	ottobre	0,2% m/m;1,8 % a/a	0,2% m/m;1,9% a/a
	Regno Unito	Tasso di disoccupazione	ottobre	3,1%	3,1%
		Retribuzioni medie	settembre	3,8%	3,9%
Giovedì 14	Italia	Pil 📞	III tr.02	0,2% t/t;0,2% a/a	0,4% t/t;0,5% a/a
Venerdì 15	Francia	Produzione industriale	settembre	0,3% m/m;-1,1% a/a	0,0% m/m;-0,7% a/a
	Italia	Bilancia commerciale	settembre	-585 mln di euro	-300 mln di euro
STATI UNITI E GIAPPONE					
Mercoledì 13	Giappone	PIL	III tr. 02	0,6% t/t;2,6% a/a	0,5% t/t;1,6% a/a
		Produzione industriale (rev.)	settembre	-0,3% m/m	-0,3% m/m
Giovedì 14	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	9 novem.	390.000	395.000
		Vendite al dettaglio 📞	ottobre	-1,2% m/m	-0,5% m/m
		Vendite al dettaglio (escluso auto)	ottobre	0,1% m/m	0,1% m/m
		Prezzi alle importazioni	ottobre	0,7% m/m	0,2% m/m
Venerdì 15	Stati Uniti	Prezzi alla produzione	ottobre	0,1% m/m	0,1% m/m
		Prezzi alla produzione (escl. alim.& en.)	ottobre	0,1% m/m	-0,1% m/m
		Scorte delle imprese	settembre	-0,1% m/m	-0,1% m/m
		Produzione industriale 📞	ottobre	-0,1% m/m	-0,4% m/m
		Utilizzo capacità produttiva	ottobre	75,9	75,5
		Indice fiducia Università Michigan 📞	novembre	80,6	81,6