

**BNL**

Servizio Studi

Focus settimanale del Servizio Studi BNL

24 luglio 2002
n. 8 - 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:

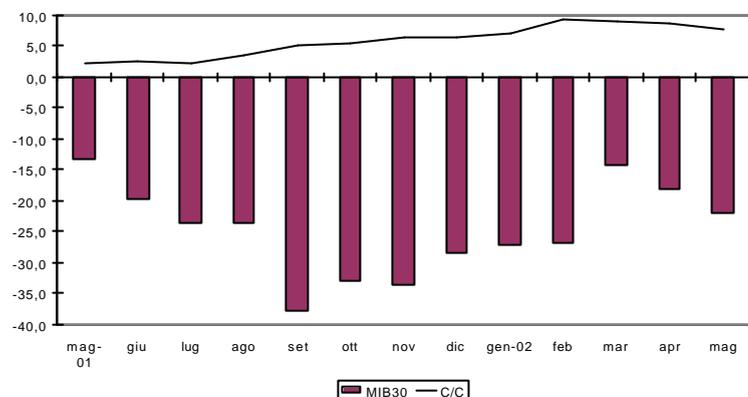
Giovanni Ajassa

Aut. Del Tribunale di Roma

n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la
responsabilità della Banca

Variazioni % tendenziali del MIB30 e dei volumi dei depositi in C/C



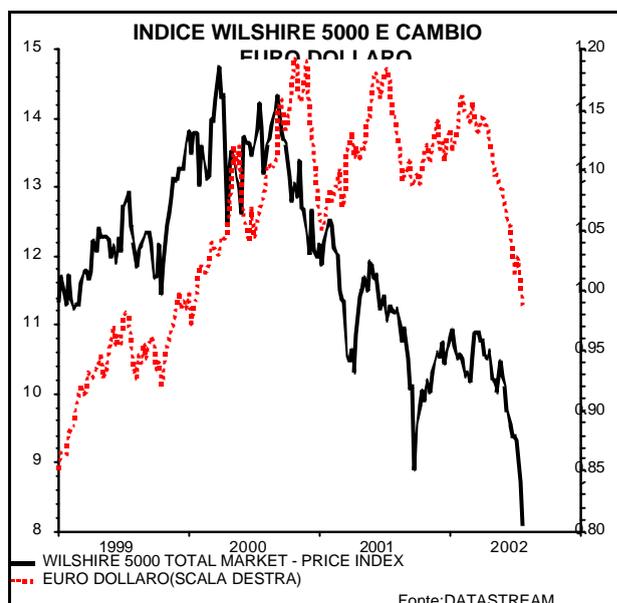
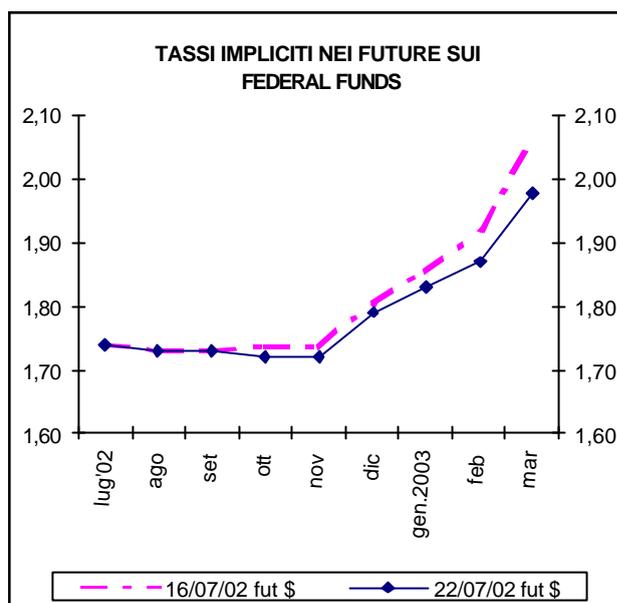
- ✓ Greenspan afferma che i fondamentali dell'economia Usa sono sani e che esistono le condizioni per favorire la tenuta dei consumi e il rilancio degli investimenti. Ma le previsioni della Fed non rassicurano i mercati azionari.
- ✓ La Turchia, che aveva messo a segno significativi miglioramenti economici nel primo trimestre del 2002, deve fare i conti con le elezioni anticipate e con le incertezze sulla coalizione che emergerà. La volatilità è dietro l'angolo
- ✓ Tornano alla ribalta i *vulture investors*, pronti a sfruttare un'offerta senza precedenti nutrita dai resti delle dotcom e dei telefonici.
- ✓ Impieghi e depositi italiani vedono positivo. A maggio si evidenzia un'inversione del trend discendente degli impieghi, che aveva caratterizzato i mesi precedenti a partire da settembre. Anche l'attività di raccolta cresce sulla scia delle delusioni di borsa.

...ci trovi anche su www.bnl.it

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, Greenspan ha sfruttato l'intervento al Senato del 16 luglio per rassicurare i mercati sulla buona tenuta dei fondamentali. La Fed si aspetta che le misure di aiuto all'economica poste in atto dalla politica monetaria e fiscale riusciranno a supportare i consumi e a rilanciare gli investimenti, proiettando gli Usa verso una ripresa sostenibile. Le previsioni di crescita della Fed sull'economia Usa sono state riviste al rialzo e indicano per il quarto trimestre del 2002 un incremento tendenziale compreso tra il 3,5% e il 3,75%, per il quarto 2003 un aumento tra il 3,5% e il 4
- Il messaggio positivo è stato confermato dalla produzione industriale, cresciuta a giugno dello 0,8% m/m dopo un incremento dello 0,4% il mese prima.
- In attesa che l'anello mancante della catena, gli investimenti privati, si rimettano in moto la Fed lascerà con ogni probabilità i saggi guida fermi all'1,75% nel 2002, agevolata dall'assenza di tensioni sui prezzi. L'ipotesi d'invarianza dei saggi guida nel 2002 sembra essere quella cui anche i mercati accreditano al momento la maggiore probabilità di realizzazione.
- Come anticipato dallo stesso governatore della Fed, la crisi di fiducia sul *corporate* americano non si è placata e l'insorgere di nuovi casi a rischio ha condizionato in negativo l'andamento dei mercati azionari. I nuovi cali borsistici sono stati seguiti dall'ennesimo ritocco all'ingiù dei tassi sui titoli di Stato, più marcato nel caso dei Treasury.
- L'euro ha continuato a rafforzarsi la scorsa settimana, per poi tornare a testare livelli inferiori alla parità col dollaro tra lunedì e mercoledì.
- I principali dati congiunturali rilasciati in Europa la scorsa settimana non hanno modificato il quadro prospettico, che sembra indirizzato verso un lento percorso di recupero e potrebbe proiettare la crescita nella media del 2002 vicino all'1%. Lo conferma l'andamento fiacco della produzione industriale di maggio, cresciuta dello 0,1% congiunturale che equivale a un calo tendenziale dell'1,2%. Si conferma moderato il profilo inflazionistico con un incremento dell'1,8% a giugno per l'indice armonizzato. Il risultato dovrebbe garantire saggi guida invariati per il futuro prevedibile, nonostante l'inflazione *core* al 2,4%.



Previsioni	dato storico 22/07/02	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	116	116	117	120	125
dollaro-euro	1,008	1,010	1,020	1,030	1,000
yen-euro	117	117	119	124	125
sterlina-euro	0,640	0,641	0,654	0,662	0,651
Eurotassi a 3 mesi					
dollaro	1,85	1,90	2,00	2,20	3,00
euro	3,43	3,45	3,50	3,75	4,25
yen	0,06	0,07	0,07	0,09	0,12
sterlina	4,01	4,10	4,30	4,55	5,05
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	4,51	4,50	5,00	5,30	5,70
Germania	4,82	4,80	4,90	5,30	5,60
Giappone	1,26	1,25	1,30	1,40	1,45
Italia	5,05	5,03	5,13	5,52	5,82
Gran Bretagna	4,90	4,85	4,90	5,20	5,75

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

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

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

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

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

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				1,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9
var.% trim su trim annualizzato				6,1	2,3	2,7	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5
var.% anno su anno	1,2	2,6	3,3	1,7	2,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,4	3,5

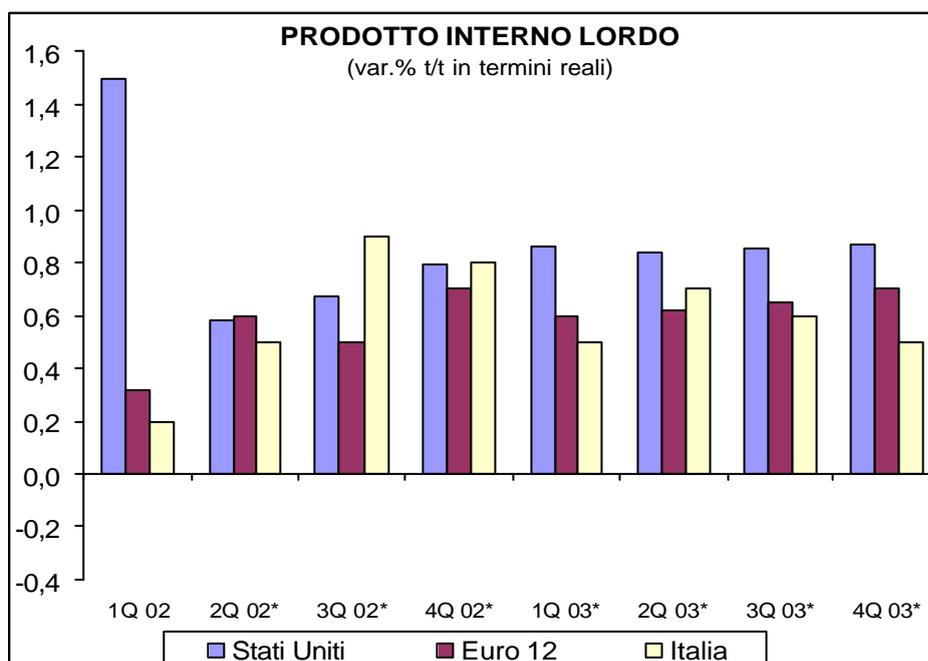
AREA EURO

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

ITALIA

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

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



TURCHIA: STABILITA' CERCASI

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

- La Turchia è il paese più indebitato col Fondo Monetario Internazionale. L'FMI dovrà decidere a breve sulla concessione di un'ulteriore tranche del maxi prestito da 16 miliardi di \$.
- Il Fondo si trova di fronte a un paese in fase di recupero economico, dopo la pesante crisi del 2001, ma penalizzato dall'instabilità politica. Con le elezioni anticipate si apre uno scenario denso di incertezze che lascia presagire un periodo di forte volatilità, da cui difficilmente emergerà una maggioranza stabile in grado di guidare il Paese sulla via disegnata dal FMI.
- L'importante posizione geo-politica della Turchia potrebbe giocare ancora un ruolo importante a suo favore.

In Turchia si programmano le elezioni anticipate per cui era stata indicata la data del 3 novembre, poi messa in discussione. Comunque per ufficializzare la decisione sarà necessario il voto del Parlamento che si riunirà per discuterne il 29 luglio. La situazione è precipitata quando la defezione di altri sei deputati del partito di Ecevit ha fatto salire i dimissionari a 59, inclusi 7 ministri, che hanno portato a 270 seggi su 550 il peso della coalizione governativa in Parlamento. Questo non implica la caduta automatica del governo e, di conseguenza, Ecevit intende condurre il Paese fino alle elezioni.

La crisi politica si innesta in un contesto di parziali progressi realizzati dalla coalizione governativa di socialdemocratici (Dsp con 64 seggi in Parlamento), partito nazionalista d'azione Mhp (127 seggi) e partito della Madrepatria Anap (79 seggi) guidata da Bulent Ecevit. Il programma era stato siglato per ottenere il supporto del FMI dopo l'abbandono del *crawling-peg* del 22 febbraio 2001 deciso sulla scia del crollo della lira turca di circa il 40% contro dollaro. La terapia è stata sostenuta da un prestito internazionale di 15,7 miliardi dollari, cui è seguito uno *swap* di bond brevi con titoli a più lunga scadenza (da 7,7 miliardi dollari) finalizzato ad allungare la vita media del debito e a contenerne i costi. I 15,7 miliardi di dollari destinati alla Turchia da giugno '01 sono stati messi a disposizione tramite un prestito del FMI da 13,2 miliardi e uno stanziamento della Banca Mondiale da 2,5. I finanziamenti rappresentano circa il 7% del Pil nominale.

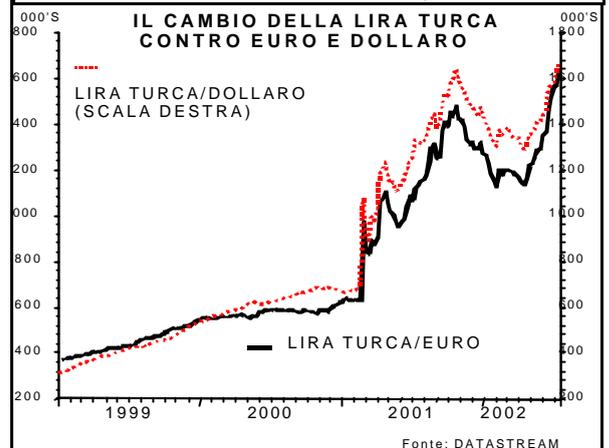
Dopo il crollo del Pil del -7,4% nel 2001, la Turchia ha iniziato a recuperare. Nel primo trimestre del 2002 il Pil è rimbalzato del 2,3% rispetto all'anno prima sostenuto da scorte e consumi, la lira turca ha registrato un apprezzamento del cambio nominale del 25% tra ottobre '01 e maggio '02 e il tasso d'inflazione è rallentato al 43% di giugno dal 68% di dicembre. Un risultato ottenuto tramite la sterilizzazione della liquidità e 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. Il rigore monetario ha compensato l'allentamento della politica fiscale nel 2002, dopo la rigorosa stretta dell'anno prima. L'aumento delle importazioni ha però concorso a volgere il surplus commerciale del 2001 in un deficit pari all'1,8% del Pil tra gennaio-aprile 2002. Le riserve valutarie sono aumentate a giugno fino a 22,2 miliardi di \$ dai 18,7 del 2001, grazie agli stanziamenti del FMI che da inizio anno ammontano a circa 3,7 miliardi di \$.

Sul recupero si è abbattuto lo spettro delle elezioni anticipate e l'incognita della coalizione politica che emergerà. La lira turca si è rapidamente deprezzata. I tassi dei titoli turchi sono lievitati e con loro lo spread, monitorato dall'indice EMBI+, tra i rendimenti dei bond turchi e i titoli del tesoro Usa che si è portato oltre i 1.000 punti base per poi retrocedere a 900 circa. Il livello è comunque elevato e appesantisce la spesa per interessi di un paese fortemente indebitato. Alla fine di aprile il debito domestico dello Stato orbitava intorno al 62% del Pil, il debito estero a circa 120 miliardi di \$ pari al 222% delle esportazioni.

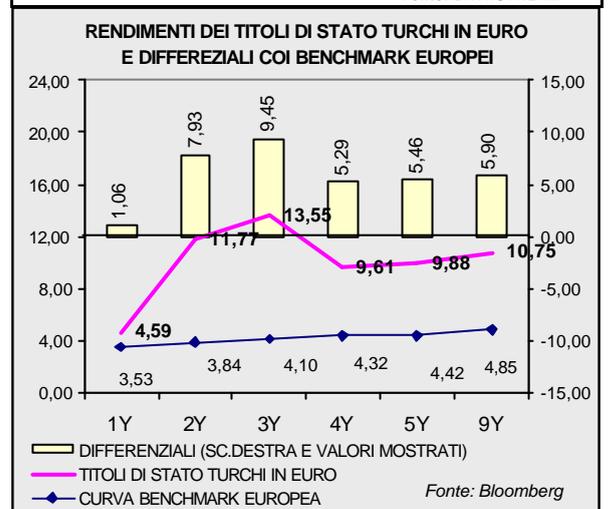
La vera incognita per il futuro della Turchia sta quindi nella coalizione che emergerà dalle elezioni e dalle sue scelte di politica economica. Queste non potranno scostarsi dalle linee disegnate dal FMI senza mettere a rischio il sostegno della comunità finanziaria internazionale.

Turchia	2000	2001	2002p	2003p
Popolazione in milioni	66,60	67,70		
Pil pro-capite in \$	2.994	2.174		
Pil reale (var a/a)	7,4	-7,4	3,8	5,0
Pr. al consumo (fine periodo)	39,0	68,4	33,0	25,0
Saldo di parte corrente/Pil	-4,9	-2,3	-1,6	-3,1
Deficit/Pil (%)	19,6	19,0	15,7	11,4
Debito/Pil (%)	62,7	100,6	89,0	

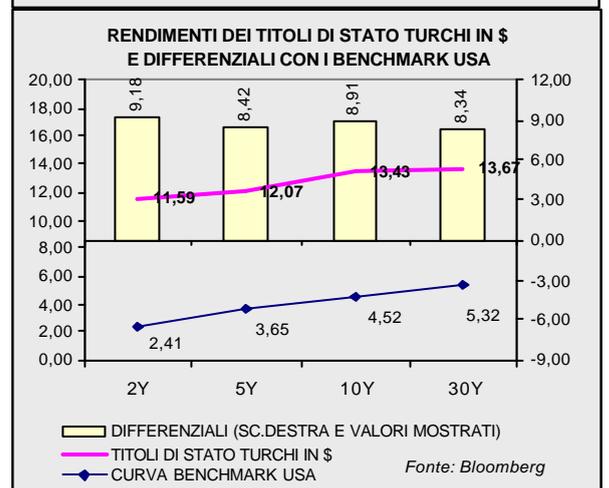
Fonte: IIF, Comm.europea, Datastream



Fonte: DATASTREAM



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

IL VULTURE CAPITAL DOVE IL VENTURE CAPITAL NON OSA

P. Verduci ☎ 06-47027281 – paola.verduci@bnlmail.com

- Gli investimenti in *venture capital* negli Stati Uniti, con un calo di più del 50% sull'anno precedente, ritornano ai livelli antecedenti la formazione della bolla tecnologica.
- La liquidità raccolta negli anni precedenti non viene investita perché non si intravedono strategie di uscita convenienti.
- Favoriti dagli andamenti cedenti delle dotcom e dei telefonici, ritornano alla ribalta i *vulture investors*, pronti a sfruttare un'offerta senza precedenti.

Con \$6,2 miliardi investiti, il *venture capital* negli Stati Uniti si è ridotto nel primo trimestre 2002 del 24% rispetto al trimestre precedente e di più del 50% rispetto allo stesso trimestre dell'anno prima.

Per ritrovare valori analoghi occorre ritornare indietro nel tempo fino al 1998, cioè prima della formazione della bolla tecnologica. Già nel 2001, in linea con l'andamento negativo dell'economia e dei mercati finanziari, i rendimenti sulle operazioni di *private equity* negli Stati Uniti erano crollati. In particolare, il *venture capital* a fine anno ha messo a segno una performance annua pari al -27,8% e le previsioni per il primo trimestre del 2002, disponibili a fine mese, sono per un'ulteriore perdita. Tuttavia, grazie alle performance degli anni immediatamente precedenti, il rendimento medio a dieci anni, più significativo per investimenti di così lungo periodo, rimane positivo con un +26% per il *venture capital* ed un +17,3% per il *private equity* in generale.

Il problema non è la mancanza di liquidità, visto che si parla di circa \$75 miliardi di capitale in eccesso, ma la difficoltà di liquidare gli investimenti tramite le tradizionali strategie della quotazione sui mercati azionari o della cessione a terzi.

Il secondo trimestre 2002 fornisce alcuni segnali confortanti, con quotazioni di società "venture-backed" che hanno raccolto \$1,3 miliardi, il valore trimestrale più elevato dalla fine del 2000 (\$2,2 miliardi) ed un valore medio collocato (\$106 milioni) tra i più elevati degli ultimi anni. I risultati incoraggianti di tale trimestre riflettono quanto sta accadendo negli Stati Uniti in generale sul mercato dei collocamenti con una domanda da parte degli investitori elevata soprattutto per il settore medico scientifico.

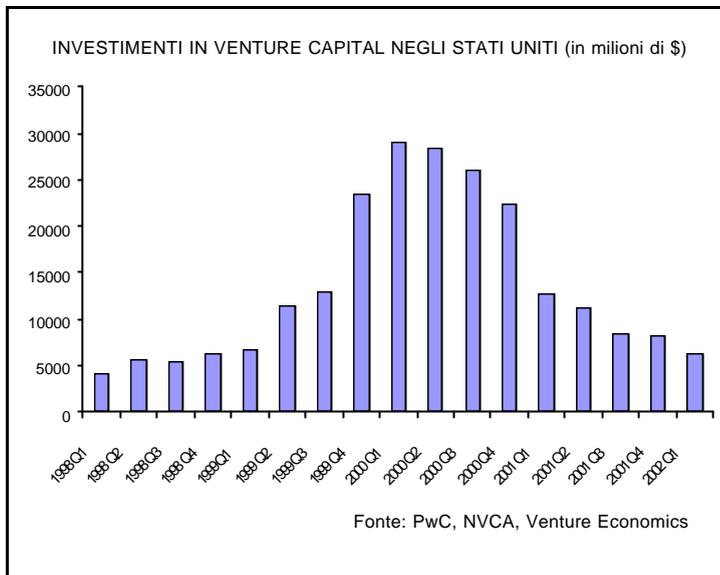
Si dice che il 2002 sia stato l'anno in cui il *venture capital* si è trasformato nel *vulture capital*, settore specializzato nell'intervento del capitale di rischio nelle crisi d'impresa. Certamente sono tempi difficili per trovare capitali di rischio, ed il mercato del *private equity* si sta muovendo molto lentamente.

Dopo la bolla speculativa delle dotcom, un numero di fallimenti che cresce velocemente e dubbi sulle pratiche contabili adottate ritornano alla ribalta i cosiddetti *vulture investors*, letteralmente gli "investitori avvoltoi". Nel 2000 hanno raccolto a prezzi di svendita le dotcom ed i telefonici ed ora aggrediscono il mercato dei *junk bonds* rafforzato non da nuove emissioni ma da *downgrades* dei cosiddetti *fallen angels*. Questi ultimi sono in media aziende molto più grandi e con emissioni elevate rispetto agli emittenti tradizionali di titoli *high-yield* e per questo tendono a dominare il mercato. La preoccupazione maggiore è che la numerosità dei *fallen angels* possa superare la domanda degli investitori contribuendo al continuo declino dei prezzi. A fine giugno i *fallen angels* negli Stati Uniti erano pari a 34, con buone possibilità di superare nell'anno il record del 2001 pari a 60. Con \$30 miliardi di *bond default* nel primo trimestre dell'anno, l'offerta non è mai stata così ampia.

Secondo alcuni la presenza dei *vulture investors*, è un segnale positivo in quanto può indicare che il fondo è stato toccato. Alcuni studi dimostrano inoltre che le società partecipate da tali investitori agli inizi degli anni novanta, quando ci fu il crollo del settore immobiliare, hanno realizzato performance anche migliori dopo il fallimento.

La finanza del risanamento è diretta al recupero di aziende in gravissime difficoltà finanziarie tramite l'iniezione di nuovi capitali, l'esperienza manageriale ed il taglio dei costi al fine di generare flussi di cassa positivi per prolungare la vita dell'azienda, cercare un acquirente e recuperare parte del valore originario dell'azienda. Il risanamento non è un obiettivo agevole. Richiede un'intensa attività di ricerca, conoscenze legali, contabili, settoriali e soprattutto una forte propensione al rischio per investire laddove nessuno è disposto a farlo e per riabilitare imprese altrimenti destinate alla morte.

Il tempo è un elemento essenziale di differenza rispetto al *venture capitalist*. Il *vulture capitalist* non investe nel lungo periodo, ma cerca partners che acquistino tutta o anche solo una parte dell'attività. Studi empirici dimostrano che i rendimenti migliori per tale tipo di investimento si realizzano nei due o tre anni successivi al picco del tasso di default. Determinante è la tempestività del loro intervento, persino i *vulture investors* hanno dei principi. Affinché possano intervenire occorrono un *business plan* interessante seppure in un settore stagnante, oppure fondamentali robusti; insomma non hanno la bacchetta magica.



IMPIEGHI E DEPOSITI VEDONO POSITIVO

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

- **Inversione del trend degli impieghi bancari italiani nel mese di maggio (+6,9% a/a).** Dal settembre scorso infatti registrava continui rallentamenti.
- **La raccolta conferma l'andamento positivo delle poste più incisive: conti correnti +11,7% a/a e obbligazioni +11,3% a/a.**
- **I tassi di rendimento medi attivi rimangono sostanzialmente stabili; aumento limitato ad 1 centesimo per quelli passivi.**

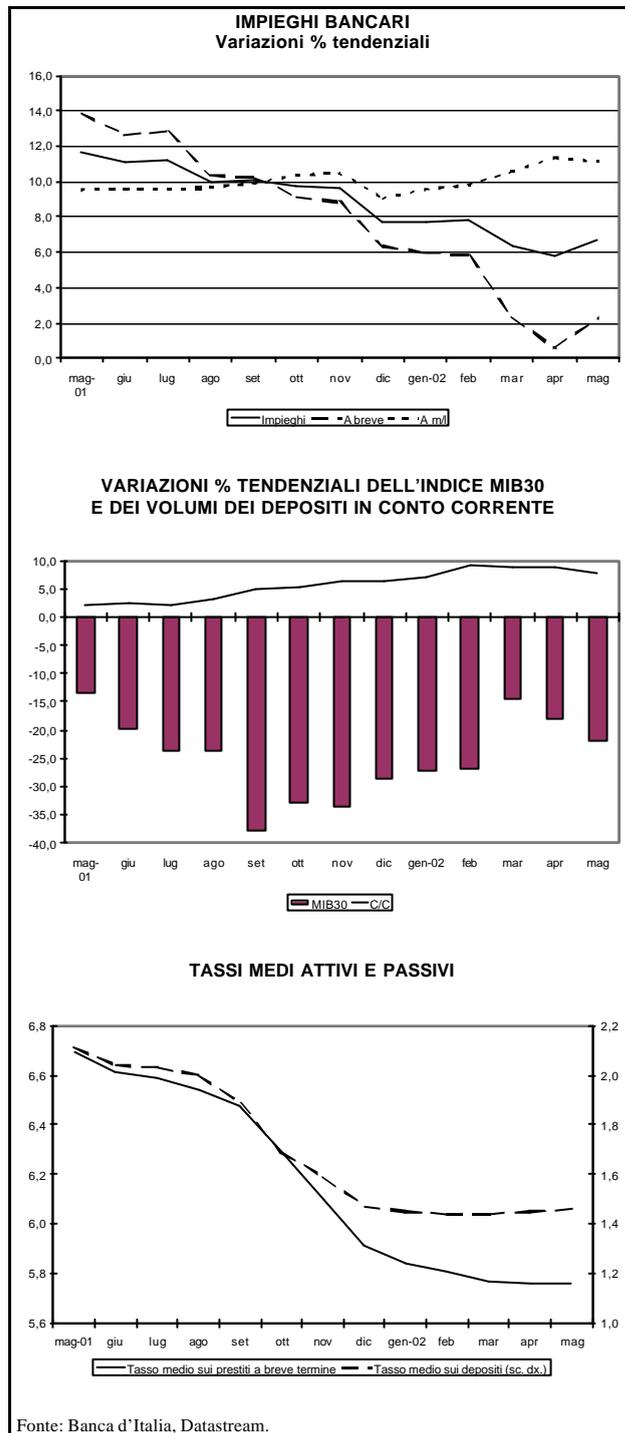
Le indicazioni provenienti dall'ultimo comunicato stampa Banca d'Italia sugli aggregati bancari italiani, relativo al mese di maggio, mostrano un'accelerazione degli impieghi vivi (+6,9%). E' la prima rilevazione che evidenzia un'inversione del trend discendente che aveva caratterizzato i mesi precedenti a partire dal settembre scorso. Le consistenze totali ammontano ora a 935 mld di € di cui oltre il 52% destinati agli impieghi a medio/lungo t. E' proprio il forte ritmo di crescita di questi ultimi (+11,3% a/a) che imprime la spinta maggiore all'aggregato totale; i prestiti a breve, infatti, riportano solamente un leggero incremento tendenziale (+2,4%) con consistenze in diminuzione di 14 mld. di € dall'inizio dell'anno.

Nell'ambito della distribuzione dei crediti ai settori, differenziati per forme tecniche, rivestono un'importanza considerevole le erogazioni al comparto delle famiglie (consumatrici e produttrici) per acquisto di abitazioni (+12,1% a/a) e per il credito al consumo (+19% a/a). Per entrambe le tipologie si tratta delle dinamiche tra le più vivaci registrate nell'ultimo anno. Tali andamenti sono correlati sia alla crescita del mercato immobiliare (risultano in aumento tanto i prezzi degli immobili quanto il numero delle transazioni), sia quello relativo alla domanda di credito per consumi da rimborsare ratealmente. In particolare, la domanda di mutui è favorita dall'ancora basso livello del tasso di interesse che potrebbe giocare un ruolo determinante nella decisione di richiesta di finanziamento. Gli alti tassi di crescita del credito al consumo sono invece ormai una costante e sottolineano l'attenzione che le banche pongono a questo prodotto che in futuro potrebbe offrire ampi margini di sviluppo. I volumi del credito al consumo infatti, sebbene contenuti, in pochi anni sono all'incirca raddoppiati e stanno recuperando il *gap* con l'eurozona. L'incidenza di questa tipologia di credito nel mercato italiano, considerata sul totale dei crediti alle famiglie, ha di recente raggiunto una quota pari al 9% rispetto al 16% registrato dall'eurozona.

Gli andamenti dei settori istituzionali, anche se distanti dalle vivaci variazioni di un anno fa, realizzano nel mese di maggio una ripresa delle dinamiche tendenziali rispetto ai valori conseguiti dall'inizio del 2002. In particolare, gli impieghi ai comparti produttivi (società non finanziarie ed imprese individuali) mostrano gli incrementi maggiori se confrontati con i mesi precedenti (+6,8% a/a e +5,4% a/a rispettivamente; erano 4,6% e 3,0% in aprile). Sempre in primo piano la domanda di credito proveniente dal comparto alberghiero (+10,1% a/a) e da quello relativo ai trasporti e servizi connessi (+26,4% a/a), anche se per questi ultimi le cifre erogate superano di poco i 7 mld. di € Andamento significativo invece per gli altri servizi destinabili alla vendita (+17% a/a) che costituiscono il 18% degli impieghi totali alle branche, mentre si riducono i crediti verso il comparto delle comunicazioni (-34,4% a/a) dopo i consistenti finanziamenti degli anni passati.

Rimane stabile intorno ai 45 mld di € il livello delle sofferenze ma prosegue il trend discendente (-13,4% a/a in aprile) a testimonianza della maggiore attenzione posta dal sistema bancario nella concessione del credito. Il rapporto tra sofferenze al valore di realizzo ed impieghi si è portato al 2,1%, il valore più basso mai registrato.

L'attività di raccolta ha segnato anche nel mese di maggio un'accelerazione della crescita tendenziale al 9% circa, con variazioni vivaci sia dei depositi in conto corrente (+11,7% a/a) che delle obbligazioni bancarie (+11,3% a/a). I tassi di rendimento di queste forme tecniche, in leggerissima ripresa rispetto alla fine dello scorso anno, ne favoriscono il rilancio; esse infatti garantiscono una remunerazione del proprio capitale, seppure contenuta, a differenza dei "dispiaceri" offerti di recente dal mercato azionario.



IL FARMACO ANTICICLICO

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

- In Italia la spesa farmaceutica continua a crescere. I dati definitivi del primo quadrimestre mostrano incrementi in tutte le Regioni, anche se le anticipazioni dei mesi di maggio e giugno lasciano intravedere un rallentamento.
- Il settore farmaceutico in Italia ha conosciuto negli ultimi trenta anni un forte ridimensionamento nel numero delle imprese, che in gran parte risultano controllate da capitali stranieri.
- In generale, l'andamento del settore risulta poco legato al ciclo economico. Nel corso del 2002 si prevede un ritmo di crescita della produzione superiore a quello del resto del comparto manifatturiero.

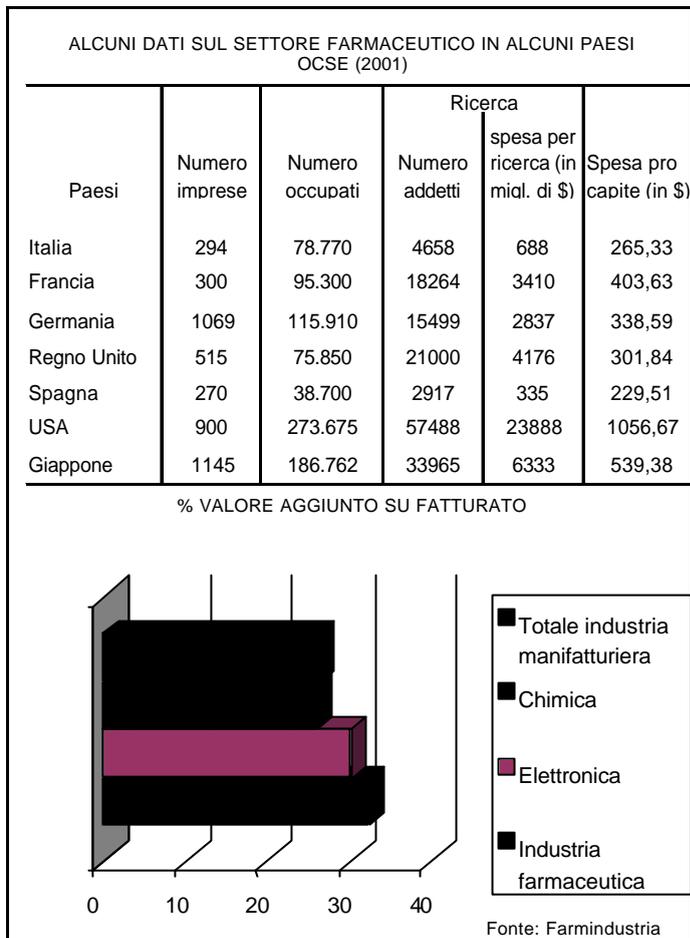
Durante il primo quadrimestre del 2002, la spesa farmaceutica a carico del SSN è aumentata dell'8,8% rispetto allo stesso periodo del 2001, attestandosi sui 4 miliardi e 229 milioni di euro. La quota a carico dei cittadini, sia come differenza di prezzo rispetto al valore di rimborso, sia sotto forma di ticket nelle Regioni che hanno applicato questa forma di rimborso, è arrivata a 51 milioni di euro, di cui 24 nel solo mese di aprile. L'incremento della spesa nazionale a carico dello stato è comunque in leggera flessione: ad aprile si registra infatti un +7,5%.

Sull'andamento futuro della spesa farmaceutica pesa l'incognita relativa all'effetto atteso delle strategie che verranno adottate dalle singole Regioni: dalla reintroduzione del ticket alla cosiddetta *delisting*, ovvero il trasferimento di farmaci di fascia B1 e B2 nella C. Tali provvedimenti, nel periodo considerato, non sembrano aver apportato grandi risparmi: la *delisting*, in particolare, sembra aver avuto come principale conseguenza uno spostamento delle prescrizioni verso altri farmaci, talvolta anche più costosi di quelli declassificati in fascia C. Altrettanto dubbio, inoltre, risulta l'effettivo risparmio derivante dall'introduzione dei farmaci generici. Nel nostro paese, il consumo di questi prodotti rimane su livelli modesti: nel 2001 i generici costituivano appena lo 0,5% dei farmaci venduti, contro il 14,6% del Regno Unito e il 15,4% dell'Olanda. Inoltre, di recente si è aperto un dibattito sul prolungamento della copertura brevettuale dei farmaci (certificato di protezione supplementare della copertura brevettuale), prospettato per permettere alle imprese di recuperare i tempi di sperimentazione e quelli di attesa per ottenere l'autorizzazione ad immettere i prodotti in commercio, che secondo alcuni potrebbe peggiorare la posizione relativa del nostro paese. In Italia la copertura brevettuale continua a essere in media 7 anni superiore a quella del resto d'Europa. Secondo Assogenerici, proprio a causa della protezione supplementare alla copertura brevettuale, il risparmio stimato derivante dall'impiego progressivo dei farmaci generici (circa 1,8 miliardi di euro per il 2005) potrebbe slittare.

Il settore farmaceutico italiano mantiene comunque una posizione immutata nel contesto internazionale, rappresentando il quinto mercato al mondo, con un fatturato complessivo (farmacia + ospedali) pari a 11,9 miliardi di dollari: il 3,3% del totale mondiale, dopo USA, Giappone, Germania e Francia. Complessivamente, l'industria farmaceutica italiana si compone di 294 imprese (in netta diminuzione dalle 770 del 1962): il numero più basso tra i principali paesi avanzati dell'OCSE. Una quota rilevante del mercato interno è controllata da capitali esteri: circa il 71%, contro il 61% della Francia e il 41% della Germania. Le quote estere più rilevanti in Italia sono quelle statunitensi (28,6%), svizzera (10,9%), britannica (10,47%), francese (9,91%) e tedesca (7,52%). Il valore annuo della produzione farmaceutica in Italia è superiore ai 16 miliardi di euro (dato a fine 2001). Nel corso del 2002, la crescita della produzione dovrebbe risultare leggermente inferiore al 3%, un tasso di sviluppo comunque decisamente superiore a quello della media del comparto manifatturiero. La domanda interna dovrebbe aumentare allo stesso ritmo, scontando in parte i livelli sostenuti raggiunti nel 2001.

A fine 2002 la bilancia commerciale farmaceutica dovrebbe risultare positiva. Le esportazioni dovrebbero crescere a livelli sostenuti (+8,8%), e in particolare è previsto un aumento per le specialità medicinali. Anche per le importazioni il 2002 sarà un anno di crescita (+9% circa) sebbene più modesta rispetto a quella dello scorso anno (superiore al 16%). Vi è comunque da sottolineare che in campo farmaceutico l'interscambio commerciale è in gran parte il frutto di scambi intra-gruppo e risente quindi di scelte di politica commerciale e produttive delle imprese multinazionali.

In generale, il settore farmaceutico risente in modo limitato della congiuntura economica, riuscendo a ottenere buoni livelli di redditività anche in fasi del ciclo non particolarmente brillanti. Per la media del 2002, in particolare, il ROE del settore dovrebbe attestarsi sul 10,8%, mentre il ROI al 15%. La dinamica dei costi operativi dovrebbe rimanere contenuta per tutto l'anno, mentre il margine operativo lordo dovrebbe arrivare al 13%.



IMPRESSE BALNEARI: UN'ESTATE D'ORO

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

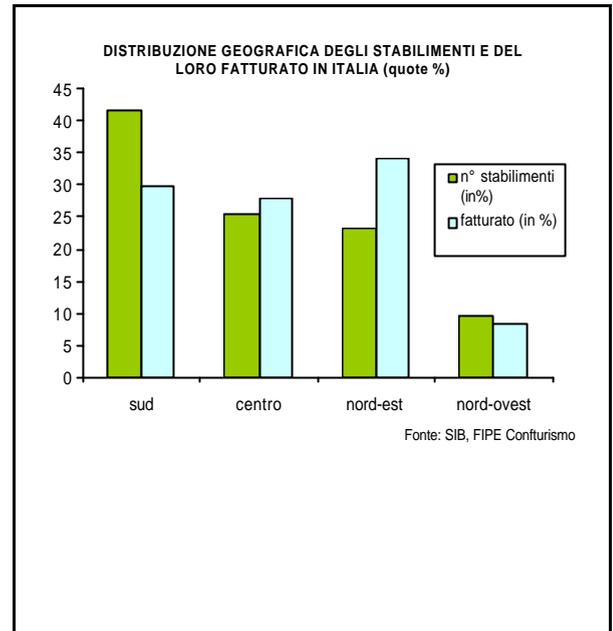
- **Tutti al mare nell'estate 2002.** Dalla villeggiatura al semplice week-end il 70% dei vacanzieri intende trascorrerlo sulle spiagge nazionali e il 54% mostra di preferire la spiaggia attrezzata. Sono oltre 12.000 gli stabilimenti balneari in Italia con fatturato complessivo di 1.230 milioni di euro, pari all'1,4% dei consumi turistici. Il 42% circa è concentrato nel Mezzogiorno ma sono le strutture del Nordest quelle più avanzate per dimensione, attrezzature e fatturato.
- Negli ultimi anni la concorrenza di altri paesi mediterranei, Spagna e Croazia in particolare, ha spinto le imprese balneari a innovarsi aumentando e specializzando la dotazione di servizi e attrezzature. Per mantenere le proprie posizioni l'Italia deve giocare le sue carte sul piano della qualità e della integrazione delle offerte di carattere territoriale, legando il soggiorno balneare a tutte le opzioni che ogni paese offre sul piano dell'arte, dei beni culturali e delle manifestazioni, e, particolarmente, con riferimento all'enogastronomia e alle altre tradizioni locali.

Per l'industria del turismo da spiaggia, quella del 2002 si profila come un'estate d'oro. Sono stimati in oltre 30 milioni gli italiani vacanzieri di quest'anno, il 3,5% in più rispetto al 2001. Sarà il timore di nuovi attentati terroristici e l'incertezza dovuta alla crisi internazionale, ma la popolazione

avverte una forte tendenza a passare l'estate in Italia, in particolare al mare. Su questa destinazione il 70% non ha dubbi: che siano villeggiature o semplici fine settimana, verranno comunque trascorsi sui litorali nazionali. Il 58% mostra di preferire il Tirreno, il 41% si dirigerà sull'Adriatico, il resto sullo Ionio. Nella bilancia turistica nazionale, il mare è dunque in assoluto la meta favorita. Con un fatturato di oltre 5 miliardi di euro, le vacanze marine valgono il 63% di tutto il comparto turistico. Il settore da inoltre lavoro a circa 300 mila persone (di cui 100 mila bagnini) suddivise tra 12 mila stabilimenti grandi e piccoli. Lo scorso anno, tra le regioni che hanno registrato maggiori presenze, spicca la Sardegna con un incremento del 25% su base annua, segue la Basilicata (15%), l'Emilia Romagna - in particolare la costa riminese - (10%) e la Puglia (8%). Veneto, Calabria, Liguria, Lazio e Campania hanno registrato un incremento del 5%. Tutte le altre sono risultate stabili ad eccezione di Abruzzo, in leggera flessione (-5%), Friuli (-10%) e Sicilia che ha perso il 20% delle presenze. Nel turismo balneare è cresciuto negli ultimi anni un approccio "mordi e fuggi", diventato una prerogativa non solo degli italiani, ma anche degli stranieri e il tutto esaurito si registra soltanto durante i week-end. Il grado di fedeltà alla villeggiatura balneare continua a essere più alto rispetto ad altre tipologie di turismo: il 63% dei soggetti andrà nelle stesse località ove ha soggiornato nel 2001. La fedeltà si associa spesso a un turismo povero e il suo grado diminuisce man mano che una tipologia si evolve e diventa più facoltosa.

Il 54% dei turisti balneari preferisce la spiaggia attrezzata. Sono oltre 12.000 gli stabilimenti balneari in Italia con fatturato complessivo di 1.230 milioni di euro, pari all'1,4% dei consumi turistici. Si va dalle imprese di grandi dimensioni con pluralità di attività e fatturato medio per addetto molto elevato come quelle del Nord-est, alle strutture semplici e a buon mercato del Mezzogiorno, spesso delle vere e proprie microimprese. La maggiore concentrazione di stabilimenti si rileva al Sud con il 41,7%, il 25,5% si trova nel Centro, il 23,1% e il 9,6% rispettivamente nel Nord e nel Nord-est. A livello regionale, è l'Emilia Romagna l'area che accoglie il maggior numero di imprese balneari mentre quella con il più elevato fatturato complessivo è il Veneto, seguito da Lazio e Toscana. Quanto a dimensioni e dotazione di attrezzature, il Friuli guida la classifica. La diversità tra la concentrazione geografica degli stabilimenti e quella del fatturato dipende dalla diversa dimensione (al Sud prevalgono le microimprese) e dal diverso livello di utilizzazione, molto più intenso al Centro-nord. Il turista balneare tende sempre più a selezionare gli stabilimenti in base ai servizi e alla qualità, pur rimanendo determinante il fattore prezzi. Tra i servizi percepiti come cruciali per la scelta dello stabilimento primeggia la sicurezza in mare, attrezzature per bambini, presenza di ristoranti vicini alla spiaggia, palestre, fitness, animazione, aree riservate alla lettura e a collegamenti Internet. Molto meno rilevanti appaiono le richieste per iniziative culturali e artistiche, storia e tradizioni.

La risorsa mare come prodotto turistico si trova a vivere da anni una fase di maturità e, per rinnovarsi ed innovarsi, ha dato luogo ad una molteplicità di segmenti specializzati e a una integrazione sempre più spinta fra spiaggia e territorio retrostante. Proprio perché si tratta di un prodotto maturo, è in atto una forte concorrenza internazionale che si esplica in primo luogo sul piano della competitività dei prezzi, rendendo molto appetibile "l'offerta mare" di altri paesi mediterranei (Spagna, Croazia). Si tratta di una concorrenza che opera sia nei confronti dei residenti in Italia sia in quelli dei turisti di altri paesi europei. Per mantenere le proprie posizioni e continuare la fase di sviluppo il comparto balneare deve giocare le sue carte sul piano della qualità e delle offerte. Da questo punto di vista il sistema esistente in Italia è forse il più articolato e complesso per la lunga tradizione storica che ha dato luogo a diverse organizzazioni degli arenili e anche per l'affidabilità delle strutture in termini di sicurezza e di servizi offerti al cliente. Negli ultimi anni gli stabilimenti si sono caratterizzati per una sempre maggior animazione, sia diurna che notturna, con un ruolo crescente dell'enogastronomia come momento caratterizzante il soggiorno. L'industria di attrezzature da spiaggia sostiene il settore con la produzione di ogni genere di comfort nell'ottica di attrarre e fidelizzare il bagnante. Le novità per questa stagione vanno dall'esposimetro solare personalizzato per un'abbronzatura ottimale, ombrelloni radiocomandati, braccialetti anti-smarrimento, stuoie massaggianti, brandine dotate di pistola-doccia portatile, cabine per il lavaggio rapido, disinfezione e asciugatura di lettini, cuscini anatomici gonfiabili, ombrelloni dotati dei più vari accorgimenti tecnici e accessori, piscine con coperture telescopiche. Per quanto riguarda le previsioni relative all'estate 2002, continuerà la fase di consolidamento del turismo balneare con un aumento delle presenze intorno all'1,3%, determinato, in buona parte, da una maggior utilizzazione dei periodi intorno all'alta stagione.



Quando il Toro è in vacanza

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

Qualora questi 28 mesi consecutivi di Orso dovessero diventare 36 (3 anni) dovremmo aggiornare le statistiche economiche con un nuovo record. Fino ad ora, infatti, l'evento "tris" si è verificato soltanto nel 6,1% dei casi in tutta la storia borsistica internazionale.

A disorientare la comunità finanziaria è comunque la dura contrapposizione tra economia reale e mercato azionario. Dicotomia altamente pericolosa perché potrebbe risolversi a favore di quest'ultimo, attraverso un avvistamento della crisi finanziaria che possa soffocare il ciclo economico e costringerlo alla resa. Per i chiari effetti devastanti il contagio Borsa-economia rappresenta quindi il vero tallone d'Achille dell'attuale congiuntura.

Il cedimento delle ultime ottave è particolarmente rilevante perché ha travolto anche l'"immunità ai crolli" del Dow Jones, da sempre vaccinato ai grandi colpi ribassisti grazie alla struttura stessa del paniere (media semplice e non ponderata) che, rispetto agli altri indici, funziona come vero ammortizzatore nelle fasi discendenti.

Come in uno specchio, il panico e la volatilità accompagnano le crisi del Dow Jones con uguale intensità e accelerazione (cfr. primo grafico).

Allo stato attuale, le elaborazioni quantitative sul premio a rischio fotografano perfettamente l'entità della bolla speculativa (cfr. secondo grafico).

Valori superiori alla retta di indifferenza esprimono la convenienza relativa ad investire in azioni, e viceversa.

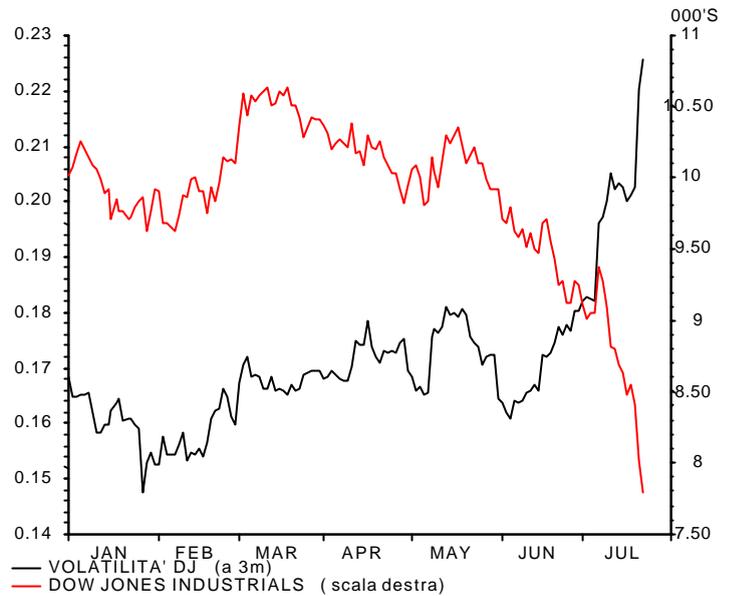
La dinamica dell'ultimo quinquennio rivela l'esistenza della bolla e di valori eccessivamente alterati.

Tuttavia, la positiva evoluzione verso una chiusura del *gap* rende possibile l'estinzione della bolla.

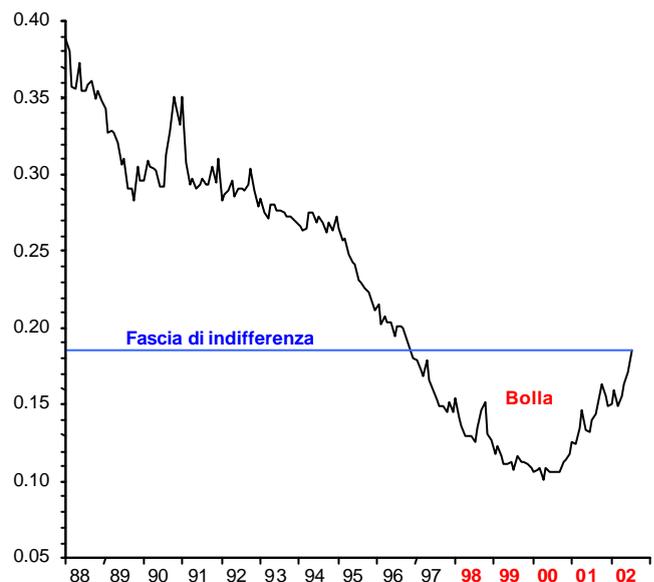
Il riallineamento su valori più congrui riordina così le prospettive dei mercati e rinnova tecnicamente l'appetibilità dell'investimento azionario.

Con leve tecniche ribassiste in esaurimento la manovra depressiva sui corsi azionari sarà quindi affidata principalmente a fattori emotivi, di fiducia e credibilità.

Wall Street: la volatilità tonifica i crolli



Il premio al rischio (Usa) chiude la bolla



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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	19/7/02	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.589	19.292	20.773	25.281	29.834	28.094	-3,6	-10,5	-26,5	-37,7	-33,8
MIB 30	25.126	26.246	28.377	35.915	42.906	41.477	-4,3	-11,5	-30,0	-41,4	-39,4
DOW JONES IND.	8.019	8.685	9.562	10.610	10.646	11.358	-7,7	-16,1	-24,4	-24,7	-29,4
NASDAQ	1.319	1.374	1.497	2.047	2.292	4.131	-4,0	-11,9	-35,5	-42,4	-68,1
STANDARD & POOR'S	848	921	1.020	1.215	1.283	1.455	-8,0	-16,9	-30,2	-33,9	-41,7
NIKKEI 225	10.202	10.601	10.476	11.908	13.786	18.934	-3,8	-2,6	-14,3	-26,0	-46,1
FTSE100	4.098	4.224	4.652	5.437	6.175	6.930	-3,0	-11,9	-24,6	-33,6	-40,9
CAC40	3.324	3.513	3.936	4.930	5.799	5.917	-5,4	-15,5	-32,6	-42,7	-43,8
DAX30	3.892	4.131	4.355	5.830	6.290	6.751	-5,8	-10,6	-33,2	-38,1	-42,3
MADRID	673	703	750	815	879	1.012	-4,3	-10,4	-17,5	-23,4	-33,5
SINGAPORE	1.560	1.614	1.565	1.627	1.896	2.583	-3,3	-0,3	-4,1	-17,7	-39,6
HONG KONG	10.325	10.648	10.673	12.280	14.870	17.370	-3,0	-3,3	-15,9	-30,6	-40,6
DJ EURO STOXX50	2.695	2.886	3.122	3.991	4.702	4.849	-6,6	-13,7	-32,5	-42,7	-44,4
MSCI WORLD	806	853	914	1.067	1.202	1.422	-5,5	-11,8	-24,4	-32,9	-43,3
MSCI EMU	139	148	161	200	233	243	-5,6	-13,2	-30,3	-40,2	-42,6
MSCI FAR EAST	1.932	1.983	1.865	2.191	2.572	3.605	-2,6	3,6	-11,8	-24,9	-46,4
MSCI NORTH AMERICA	855	924	1.024	1.233	1.302	1.525	-7,5	-16,5	-30,7	-34,4	-43,9

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 23 AL 29 LUGLIO)

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

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 24	Giappone: discorso di Hayami sulla politica economica e monetaria giapponese

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 23	Italia	Bilancia commerciale (UE)	maggio	-0,3 mld di euro	-0,2 mld di euro
		Bilancia commerciale (non UE)	giugno	1,5 mld di euro	1,1 mld di euro
23-25/7	Germania	CPI (lander) ⚠	luglio	-0,1% m/m;0,8% a/a	0,4% m/m;1,2% a/a
Mercoledì 24	Francia	Prezzi al consumo (def.)	giugno	0,0% m/m;1,4% a/a	0,0% m/m;1,4% a/a
	Italia	Vendite al dettaglio	maggio	1,2% a/a	2,0% a/a
		ISAE – Indice fiducia imprese ind.li	luglio	95	95,8
Giovedì 25	Germania	Prezzi alla produzione	giugno	0,0% m/m;-0,9% a/a	-0,1% m/m;-1,2% a/a
		IFO ⚠	luglio	91,3	91
	Francia	Spese per consumi	giugno	-1,3% m/m;2,0% a/a	0,4% m/m;3,1% a/a
	Area Euro	M3 (media ultimi 3 mesi)	giugno	7,8% a/a	8,1% a/a
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	giugno	-0,6% m/m;5,4% a/a	-1,3% m/m;5,0% a/a
Venerdì 26	Italia	Retribuzioni contrattuali	giugno	2,3% a/a	2,5% a/a
	Regno Unito	Pil (prel.)	II tr. 02	0,1% t/t;1,1% a/a	0,9% t/t;1,5% a/a
STATI UNITI E GIAPPONE					
Martedì 23	Giappone	Bilancia commerciale	giugno	Yen 619 mld	Yen 980 mld
		Indice di fiducia dei consumatori	II tr. 02	38,4	39,0
Giovedì 25	Giappone	Vendite al dettaglio (grande distribuz.)	giugno	-1,6% m/m	0,2% m/m
	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	20 luglio	379.000	374.000
		Ordini di beni durevoli ⚠	giugno	0,9% m/m	1,3% m/m
		Ordini di beni durevoli (escl. trasp.)	giugno	1,0% m/m	1,2% m/m
		Vendite di nuove unità abitative	giugno	1.028.000	975.000
		Vendite unità abitative esistenti	giugno	5,75 mln	5,85 mln
Venerdì 26	Giappone	Prezzi al consumo (nazionale)	giugno	-0,9% a/a	-0,8% a/a
		Prezzi al consumo (Tokyo)	luglio	-0,8% a/a	-0,9% a/a
	Stati Uniti	Indice fiducia Univers. Michigan (prel.)	luglio	86,5	86,0