

## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

18 novembre 2003  
n. 37 - 2003

*Coordinamento:*  
**Giovanni Ajassa**  
capo economista  
☎ 06 4702 8414  
[giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto: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



- ✓ Mentre la Cina si afferma sempre più come "nuova fabbrica del Mondo" il sistema bancario cinese procede attraverso una lente e complessa opera di risanamento. Il problema principale, avvertito sia dalle principali agenzie di rating sia dalle autorità di Pechino, è quello del pesante fardello di sofferenze in capo alle principali banche del paese. Le stime relative all'incidenza dei prestiti di incerto recupero variano dal 20 al 45% del totale. L'obiettivo dei maggiori istituti è quello di scendere sotto il 15% entro il 2005. Per contro, il credito bancario in Cina continua a crescere a ritmi molto elevati (dell'ordine del 20% anno su anno) mentre la propensione al risparmio delle famiglie cinesi si attesta su livelli assai alti, stimati tra il 35 e il 40%.
- ✓ Con il recente accordo sui visti siglato tra Cina e Unione europea si apre un mercato turistico di vaste potenzialità e opportunità di sviluppo per ambo le parti. Non solo più numerosi viaggiatori europei in partenza per Pechino ma anche, in prospettiva, un crescente flusso di visitatori cinesi con destinazione Italia. Se i cinesi potranno essere gli estimatori del Bel Paese del domani, già oggi i nuovi turisti in visita in Italia sono in misura significativa quelli provenienti dai paesi dell'Est europeo: dai paesi di imminente accesso all'Unione europea come dalla Russia.

## PROGREDISCE MA LENTAMENTE IL RISANAMENTO DELLE BANCHE CINESI

S. Carletti ☎ 06-4702.8440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

- **Il sistema bancario cinese versa in una condizione di difficoltà per il carico di sofferenze ereditato dal vecchio modello di sviluppo. Il problema è riconosciuto dalle stesse autorità ufficiali.**
- **Negli ultimi anni le autorità cinesi si sono fortemente impegnate per sciogliere il nodo della qualità del credito che rischia di ostacolare il processo di crescita del Paese.**

Il sistema bancario cinese continua a versare in una condizione di difficoltà. Lo sostengono le principali agenzie di rating ma non lo negano neppure le stesse autorità cinesi. Standard & Poor's, ad esempio, stima (settembre 2003) che l'incidenza dei prestiti di incerto recupero sia pari al 44 – 45% dell'intero portafoglio prestiti. Le istituzioni ufficiali cinesi contestano questa stima ma non l'esistenza del problema: secondo la China Banking Regulatory Commission, infatti, alla fine di settembre 2003 le sofferenze dei quattro maggiori gruppi bancari del paese erano pari al 21,4% dei finanziamenti da loro concessi. Per dare un termine di paragone, nel suo momento più difficile (fine 1996) il sistema bancario italiano è arrivato ad avere sofferenze pari al 10,2% del portafoglio prestiti (ora è al 2%).

Il superamento delle difficoltà del sistema bancario cinese coincide in larga misura con il miglioramento della condizione dei quattro gruppi maggiori: la Bank of China, l'Industrial and Commercial Bank of China, l'Agricultural Bank of China, la China Construction Bank. Nella più recente (luglio 2003) graduatoria mondiale formulata da "The Banker" questi gruppi si collocano per totale attivo (da \$ 360 mld a \$ 577 mld) tra la 18° e la 32° posizione. Congiuntamente rappresentano oltre i tre quinti dell'intero mercato bancario cinese, hanno circa 120.000 sportelli e 1,4 milioni di addetti. Se si esclude la Bank of Communications (attivo totale di \$ 92,6 mld), il resto del sistema bancario è costituito da istituti di dimensione minore. Alla base della piramide stanno quasi 40mila cooperative di credito rurale. Le cause di una così modesta qualità del portafoglio prestiti sono parte integrante della crescita recente della Cina. Il sistema bancario ha costituito, infatti, il fondamentale anello finanziario di una catena che aveva a monte gli organismi responsabili della pianificazione economica e a valle le imprese statali incaricate di realizzare i progetti di sviluppo. Le banche hanno messo a disposizione di questo processo le disponibilità finanziarie loro affidate da una popolazione con una elevata propensione al risparmio (35 – 40%) e per ora senza alcuna alternativa d'investimento al di fuori del deposito bancario. Alle banche sono stati però riconosciuti pochi spazi per intervenire nel processo di selezione della domanda di credito. E' così che esse si sono trovate costrette a finanziare investimenti di ogni tipo, in qualche caso privi di logica economica e comunque spesso con ritorni estremamente differiti nel tempo (ad esempio, le reti di comunicazione). Il noto economista americano Martin Feldstein sostiene quindi giustamente che i *bad loans* si presentano tecnicamente come un problema delle banche ma nella sostanza devono essere oggetto di intervento della politica fiscale.

In effetti il governo cinese si è fatto da tempo carico del problema, anche perché l'adesione al WTO impone l'apertura del mercato domestico alle banche estere entro la fine del 2006. Nel 1999 sono state costituite quattro AMC (Asset Management Company) cui i quattro maggiori gruppi bancari hanno ceduto \$ 170 mld di sofferenze ricevendo in cambio titoli decennali (scadenza 2009). I prestiti di incerto recupero oggetto dello scambio sono solo quelli concessi prima del 1995. Gli interessi riconosciuti sui titoli non possono essere portati ad utile ma devono essere accantonati nel caso le AMC non fossero in grado di rimborsare i titoli alla scadenza.

A cinque anni di distanza il bilancio dell'attività delle AMC si presenta solo parzialmente positivo: il 21% dei prestiti sono stati in parte recuperati, un altro 29% è stato trasformato in azioni, il restante 50% è ancora in attesa di essere eliminato. Una delle circostanze che ha rallentato fortemente tutto il processo è rappresentato dal prezzo di cessione realizzato in sede di asta, spesso particolarmente modesto (in un caso appena il 9% del nominale). Negli ultimi mesi le autorità cinesi hanno quindi cominciato a mutare la loro politica di intervento favorendo accordi diretti di cessione tra le banche e alcuni importanti operatori finanziari americani (Morgan Stanley, Goldman Sachs, Citigroup) con l'obiettivo di accelerare i tempi e di aumentare la percentuale di recupero.

Le autorità cinesi hanno affiancato a questa politica di pulizia del portafoglio prestiti altri interventi. Prima di tutto hanno investito \$ 32 mld per ricapitalizzare i gruppi maggiori. Svolgono inoltre un'intensa pressione sul management per conseguire una riduzione di 3 – 4 punti l'anno dell'incidenza dei *bad loans*, assegnando l'obiettivo di scendere sotto il 15% entro il 2005. In un caso hanno anche proceduto alla quotazione in Borsa. Si tratta della filiale di Hong Kong della Bank of China che nel luglio di quest'anno ha collocato il 25% delle sue azioni con un incasso di circa \$ 2,5 mld. L'IPO è stata un vero successo perché, malgrado il momento non pienamente favorevole, ha raccolto adesioni 24 volte superiori all'offerta nel segmento retail e 4 volte superiori in quello degli investitori istituzionali, molti dei quali stranieri. Il traguardo finale delle politiche di miglioramento della qualità del portafoglio è appunto quello della collocazione in Borsa, un obiettivo che richiede una riduzione delle sofferenze al di sotto della doppia cifra (la filiale di Hong Kong della Bank of China era al 9%).

Le autorità cinesi hanno lasciato recentemente trasparire l'intenzione di procedere a nuovi interventi, sia in termini di assorbimento di altre sofferenze sia sul piano della ricapitalizzazione. La fragilità del sistema bancario, peraltro, ostacola non poco la possibilità di accogliere le richieste di modifica della parità di cambio rivolte alla Cina da molti paesi. Una rivalutazione della moneta, infatti, rischierebbe di indebolire la posizione di molti esportatori e quindi dare origine a nuove sofferenze. Inoltre richiederebbe un allentamento dei controlli sui movimenti di capitale con la possibilità di un deflusso di risparmio interno.

Ancora un punto su cui richiamare l'attenzione. Il credito interno sta crescendo molto intensamente (+ 29% nel 2002 e + 19% nei dodici mesi terminanti a maggio 2003). Da un lato questo contribuisce ad attenuare l'incidenza (statistica) delle sofferenze nel portafoglio prestiti; dall'altro lato, però, suscita ragionevoli preoccupazioni sulla possibile creazione di nuove sofferenze.

## I NUOVI TURISTI ARRIVANO DA EST

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

- Con il recente accordo siglato tra Cina e Ue, si apre un mercato turistico dalle potenzialità enormi finora rimasto chiuso per le restrizioni ai visti imposte da Pechino.
- Tra poco più di un decennio la Cina sarà la prima destinazione turistica nel pianeta con circa 130 milioni di arrivi internazionali. Al tempo stesso sarà anche un potente generatore di flussi turistici perché i cinesi si collocheranno tra i più numerosi viaggiatori del mondo, sostituendosi ai giapponesi.
- Nuovi bacini di domanda sono presenti anche in Est Europa: Russia, Polonia, Repubblica Ceca mostrano un crescente interesse per l'Italia.

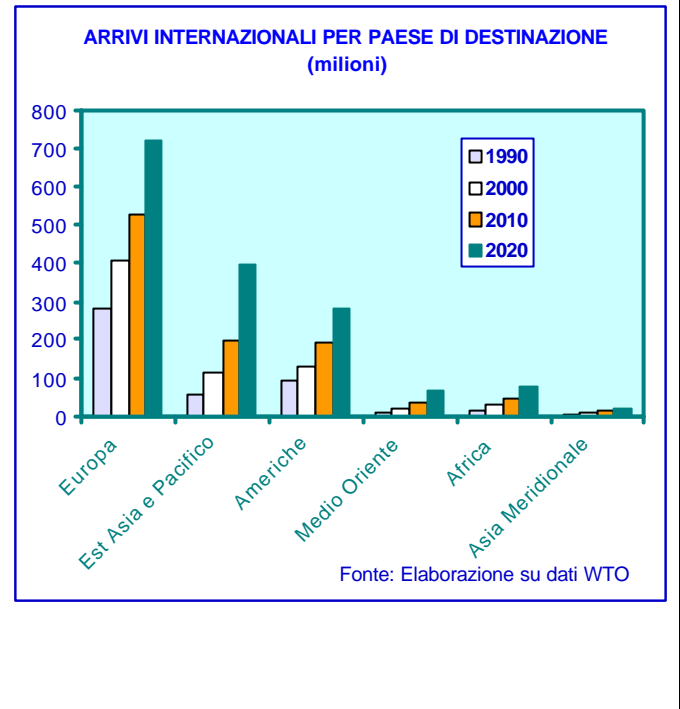
Gli ultimi due anni sono stati contrassegnati da un andamento piuttosto debole dei flussi turistici provenienti dai principali paesi extraeuropei: Usa, Canada, Australia, Giappone, America latina e Africa hanno mostrato una contrazione del 6,8% nel 2002 e dello 0,1% nel 2003. Il Bel Paese accusa la concorrenza di Francia e Spagna (i nostri competitor più diretti), degli altri paesi del Mediterraneo e dell'area centro-americana.

Se da un lato l'industria turistica ha risentito di un clima di tensione che ha scoraggiato i viaggi a livello internazionale, dall'altro si è assistito a una ricomposizione della domanda che ha visto emergere nuovi mercati e nuovi flussi di turisti. L'Europa dell'Est, la Cina, l'India sono le nuove frontiere del turismo, bacini di domanda dalle grandi potenzialità cui gli operatori di numerosi paesi della vecchia Europa già da tempo stanno rivolgendo attenzioni e anche investimenti.

I nuovi mercati dell'Est europeo si sono affacciati al turismo da una decina di anni. Sono soprattutto Russia, Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria, Croazia e Slovenia, un'area di circa 250 milioni di abitanti che attualmente costituisce per il nostro paese il 5/6% del movimento turistico straniero in Italia. Sono paesi che hanno prospettive di crescita economica interessanti, alcuni di essi sono candidati ad entrare entro pochi anni nell'Unione Europea e tutti perseguono modelli di sviluppo occidentali all'interno dei quali l'aspirazione alla vacanza sta assumendo importanza crescente.

Nel periodo gennaio-agosto 2003 sono stati più di 1 milione e 900 mila i viaggiatori giunti in Italia dai paesi dell'Europa orientale per trascorrervi una vacanza. In termini di pernottamento l'incremento è stato del 3%, mentre la spesa complessiva di questi ospiti è cresciuta del 5,7%, sfiorando i 2 miliardi di euro. Gli arrivi più numerosi sono quelli di croati e sloveni, che però, per ovvie ragioni di vicinanza, pernottano meno. Tra il 1999 e il 2002 gli arrivi di croati sono aumentati del 40% e quelli di sloveni del 59%. I polacchi, che hanno raggiunto i 625 mila arrivi, sono cresciuti del 43% nello stesso arco temporale. Incrementi di rilievo negli ultimi anni si segnalano per i cechi, più che raddoppiati passando dai 233 mila del '98 ai 484 mila del 2002, e per gli ungheresi, passati, nello stesso periodo, da 237 a 517 mila. E' fortemente cresciuto anche l'afflusso dalla Turchia che l'anno scorso ha toccato i 144 mila arrivi. Nel periodo gennaio-agosto di quest'anno si è assistito a un calo generalizzato degli arrivi dall'Europa orientale frenati dalle note tensioni in campo internazionale. Unica eccezione, i russi che hanno varcato le frontiere italiane in 200 mila circa, il 74% in più rispetto allo stesso periodo del 2002. I russi sono anche i turisti che hanno espresso la spesa maggiore per le vacanze in Italia: 236 milioni di euro, il 73,5% in più sul 2002.

Oltre alla Russia, numerosi paesi dell'ex URSS (Bielorussia, Ucraina, Georgia, Kazakistan, Azerbajjan, Uzbekistan) e Cina sono i mercati emergenti su cui gli operatori turistici italiani puntano l'attenzione. Su una popolazione complessiva di oltre 2,5 miliardi di persone, almeno 133 milioni sono già orientati verso il turismo in paesi esteri per una spesa di più di 34 miliardi di euro. L'Italia attualmente registra 2,6 milioni di arrivi e lavora con 554 tour operator di questi paesi. Di particolare importanza è il mercato cinese che ha 94 milioni di viaggiatori internazionali, una spesa di 11,2 miliardi di euro, 29 tour operator che trattano l'Italia. Secondo l'Organizzazione mondiale per il turismo, entro il 2020 l'Asia e il Medio Oriente saranno le aree che esprimeranno i tassi di crescita in flussi turistici più elevati: tra il 6 e il 7% contro la media mondiale del 4,1%. Finora, tuttavia gli operatori italiani ed europei hanno tratto benefici minimi da un business che mostra di avere delle potenzialità enormi. Il limite veniva posto da Pechino che, nel luglio 2002, aveva riconosciuto come mete autorizzate (Authorized Destination Status, ADS) ai turisti cinesi soltanto una ventina di paesi - per lo più situati nella regione dell'Asia-Pacifico - con l'unica eccezione europea della Germania. Da qualche settimana tuttavia il mercato cinese ha aperto le porte all'Europa grazie all'accordo siglato tra Cina e Ue con il quale i paesi europei sono entrati a far parte delle mete autorizzate. Il vantaggio per l'Italia sarà notevole perché il turismo, aumentando la conoscenza del nostro paese, farà da traino ad altri settori come la moda e l'agroalimentare.



## UNGHERIA: DEFICIT E TASSI SULLA VIA DELL'EURO

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com)

- Il governo e la Banca centrale ungherese puntano a creare le condizioni per una rapida adozione dell'euro, dopo l'ingresso nell'Unione europea (Ue) a maggio 2004. Il governo è impegnato a contenere il deficit di bilancio.
- Le autorità monetarie hanno contrastato il deprezzamento della divisa acquistando titoli di Stato denominati in fiorini, così da traghettarne gradualmente i tassi verso la convergenza con i benchmark europei. Tramite l'apprezzamento della divisa la Banca centrale intende anche contrastare nuove tensioni inflazionistiche.

Dopo il collasso dell'URSS nel 1991, l'Ungheria ha saldato i legami politici ed economici con l'Europa occidentale ed è entrata a far parte della NATO nel 1999, a maggio 2003 entrerà nella Ue. Tra i partner commerciali più stretti figurano la Germania, l'Austria, l'Italia e l'Olanda. La Russia fornisce energia all'Ungheria. Tra i settori magiari di maggior rilievo vi sono apparecchi elettrici di precisione, parti di autoveicoli e motori, costruzioni e telecomunicazioni.

Le elezioni parlamentari dell'aprile 2002 hanno dato vita a un esecutivo di ispirazione socialista, che segue un quadriennio di governo del centro-destra. La nuova leadership intende portare l'Ungheria nella Ue e accelerare la fase di sostituzione dell'euro al fiorino. Questo implica politiche fiscali restrittive che dovranno tagliare il deficit/Pil salito al 9,2% nel 2002 sulla scia di spese anti-cicliche e pre-elettorali. Nel 2001-2003 l'Ungheria non è sfuggita al rallentamento economico globale che ha indotto un calo dell'export magiario e un deterioramento del disavanzo di parte corrente, aumentato al 4% del Pil nel 2002.

Il governo si propone di contenere il deficit/Pil sotto il 5% nel 2003, ma la Commissione europea stima un 5,4%. La legge finanziaria per il 2004 punta ad un'ulteriore riduzione del disavanzo e le autorità europee le hanno riconosciuto la caratteristica di una manovra strutturale sulle entrate e sulle spese che potrebbe favorire un graduale aggiustamento dei conti pubblici al 4,4% del Pil nel 2004 e al 3,6% nel 2005. La crescita economica dovrebbe rafforzarsi nel 2004-2005 sulla scia del miglioramento del quadro congiunturale internazionale.

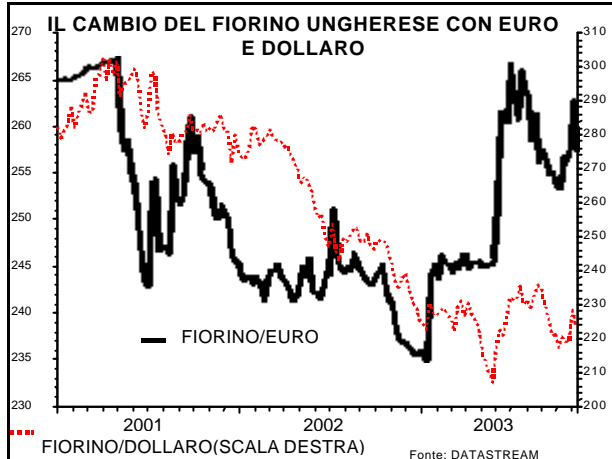
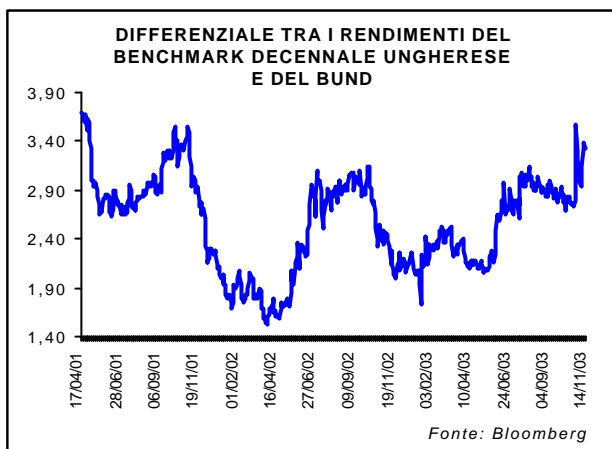
Nonostante la collaborazione tra Banca centrale (Bcu) e governo non sia stata priva di contrasti, le autorità ungheresi hanno in comune l'obiettivo di creare condizioni favorevoli a una rapida adozione dell'euro, prevista per il 2008. Questo implica non solo un processo di contenimento del disavanzo e del debito pubblico, ma anche dell'inflazione e dei tassi e una fase di stabilizzazione del cambio di almeno due anni nell'ambito dello SME-2.

Il compito delle autorità monetarie è stato complicato dalla volatilità del fiorino. Fino a gennaio 2003 la Banca centrale ha dovuto tenere conto

di un eccessivo rafforzamento della divisa nazionale verso l'euro ed è intervenuta per ridimensionarlo, tagliando decisamente i tassi a metà gennaio quando il rendimento overnight e quello a due settimane sono stati piegati rispettivamente al 3,5 e al 6,5% e intervenendo sul mercato con massicci acquisti di euro. Una volta arginata la speculazione, le autorità monetarie si sono nuovamente rivolte all'inflazione, risultata superiore al 5% nella media del 2002. Già il 25 febbraio 2003, la Banca centrale ha iniziato a rialzare i tassi piegando la dinamica dei prezzi al consumo al 3,6% a maggio. Ma l'inflazione ha ripreso a salire oltre 4% per il resto del 2003 a causa anche di un eccessivo indebolimento del fiorino che nei mesi estivi è sfociato in una svalutazione del 2,27% della parità centrale contro l'euro. Per contrastare future tensioni inflazionistiche, indotte dall'introduzione dell'IVA nel 2004 su generi prima esenti e dalla liberalizzazione di prezzi energetici, e l'indebolimento del fiorino la Banca centrale ha reagito con un'ulteriore stretta monetaria che ha portato il suo tasso di riferimento sui depositi a due settimane fino al 9,5%. Queste tensioni hanno fatto aumentare anche il premio a rischio pagato dai titoli di Stato ungheresi sui benchmark europei. Il differenziale tra i rendimenti decennali ungheresi e il Bund tedesco si è aperto portandosi sui livelli del 2001 (vedi grafico). L'adozione dell'euro nel 2008 impone un processo di convergenza anche tra i tassi a lungo termine ed è per questo che le autorità monetarie hanno deciso di ricorrere a operazioni "non convenzionali" di politica monetaria. Tra il 3 e il 14 novembre, la Banca centrale è intervenuta sul mercato in acquisto di titoli di Stato denominati in fiorini ottenendo un duplice simultaneo risultato: contrastare l'aumento dei rendimenti sui bond governativi e rafforzare la divisa nazionale intorno a 250-260 contro euro. Le autorità hanno pilotato un apprezzamento del fiorino verso un livello che, secondo le loro stime, dovrebbe aiutare a contrastare le attese pressioni inflazionistiche.

Ungheria	2002	2003	2004*
Popolazione (milioni di abitanti)	9,88		
Pil pro capite (in \$ Usa)	137.688		
Pil (var. % annua in termini reali)	3,3	2,9	3,6
Prezzi al consumo (var. % annua)	5,3	4,4	6,1
Cambio contro \$ Usa (media annua)	257,7	225,1	216,5
Deficit di bilancio (in % del Pil)	-9,2	-5,4	-4,4
Debito estero (in % del Pil)	60,4	56,9	55,4
<b>Rating debito in valuta estera a lungo termine (Bloomberg)</b>	<b>Moody's A1</b>	<b>S&amp;P A-</b>	<b>FITCH A-</b>

Fonte: IIF, EIU, Commissione europea e nostre elaborazioni su dati Datastream & Bloomberg (\*) Previsioni



## I NODI DEL COMMERCIO ESTERO

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

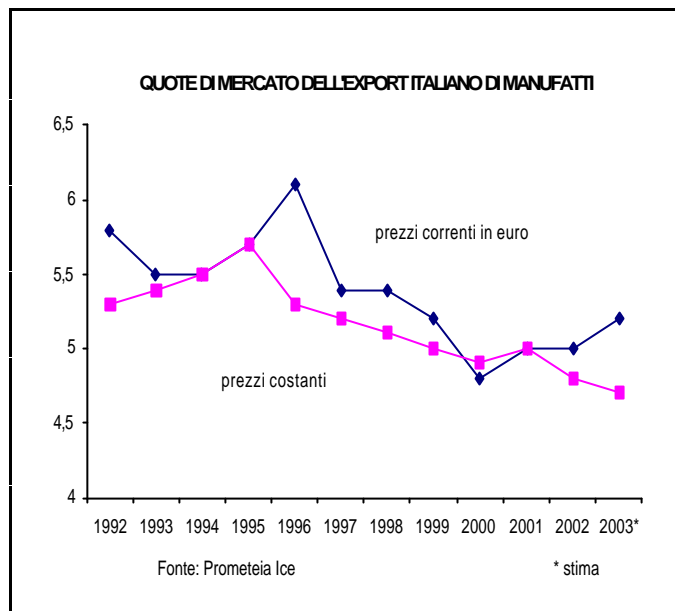
- Nel biennio 2002-03, gli scambi mondiali sono aumentati a un tasso di circa il 3,5%, ancora nettamente inferiore a quello registrato nella seconda metà degli anni Novanta.
- Le imprese italiane hanno lievemente incrementato le quote di mercato nominali mentre è proseguita la perdita di quote in termini reali.

Nel 2003, per il terzo anno consecutivo, l'economia mondiale è caratterizzata da una modesta dinamica degli scambi internazionali. Dopo aver registrato il punto di minimo nel 2001, con una crescita degli scambi mondiali di manufatti a prezzi costanti di poco superiore all'1%, nel biennio successivo il commercio si è sviluppato a un tasso medio annuo di circa il 3,5%, ancora nettamente inferiore a quello registrato nel corso della seconda metà degli anni novanta (oltre l'8%). Alla base di questo vistoso rallentamento vi sono principalmente due fattori: la riduzione dell'elasticità degli scambi alle variazioni del Pil e la minor crescita del Pil stesso. L'elasticità degli scambi internazionali rispetto al Pil, dopo essere stato intorno a 2,5 nel periodo 1995-2000, a partire dal 2001 è scesa sotto il livello di 2. Dai dati elaborati da Prometeia e dall'Istituto per il Commercio Estero si evince come la riduzione dell'elasticità del commercio mondiale sia da ascrivere, dal lato delle aree geografiche, al forte rallentamento delle importazioni dalle Americhe, mentre, dal lato dei settori merceologici, al notevole diradarsi degli scambi di beni di investimento, soprattutto nel settore *high-tech*.

Inoltre, il contesto internazionale si caratterizza per un flessione dei prezzi in euro dei beni scambiati. Nel 2003, i prezzi medi in euro praticati dai *partners* commerciali dell'Italia potrebbero flettere di circa l'8% rispetto all'anno prima e risultare di circa il 12% inferiori a quelli del 2000. Tale dinamica è legata alla bassa inflazione, all'assenza di forti tensioni sui mercati delle materie prime ma soprattutto all'indebolimento del dollaro nei confronti dell'euro. Particolarmente intensa è risultata quest'anno la caduta del valore in euro delle importazioni di manufatti nel Nord America e in America Latina. L'impossibilità per le imprese italiane di seguire completamente le modificazioni di prezzo attuate dai concorrenti esteri si riflette in una sostanziale tenuta delle quote di mercato del nostro commercio con l'estero in termini nominali, cui corrisponde tuttavia una prosecuzione della perdita di quote in termini reali. Il processo è in parte fisiologico. Infatti, se gli scambi internazionali trovano sostegno nell'apertura al commercio internazionale di nuovi paesi, appare evidente che, alla crescente presenza di nuovi competitori, non può che corrispondere un arretramento delle quote di mercato dei paesi più industrializzati. Il fenomeno tuttavia riflette una maggiore vulnerabilità delle nostre imprese alle pressioni competitive dei paesi emergenti, a causa sia della specializzazione settoriale dell'*output* italiano, sia della sua maggiore sensibilità alle condizioni di prezzo. Hanno fatto eccezione quei comparti dove le imprese italiane hanno saputo inserirsi nel processo di riorganizzazione dell'offerta a livello europeo.

Nel prossimo biennio, gli scambi mondiali a prezzi costanti di manufatti potrebbero accelerare e avvicinarsi al 6% nel 2004 e al 6,5% nell'anno successivo, con tassi di crescita prossimi alle due cifre nelle aree dei paesi in via di sviluppo. I flussi di importazione dell'Europa Occidentale potrebbero registrare incrementi dell'ordine del 5%, mentre ancora più contenuta (4% circa) sarà la dinamica prevista per le importazioni complessive nell'area Nafta. Dal punto di vista settoriale, il prossimo biennio si caratterizzerà per una minor crescita nei comparti in cui l'Italia presenta le maggiori quote di mercato. L'aumento delle importazioni mondiali che fanno riferimento al "sistema casa" "sistema moda" e meccanica strumentale è infatti previsto mantenersi al di sotto del 5%. Un altro elemento di preoccupazione per l'export italiano è legato all'andamento previsto dei prezzi medi in euro praticati dai competitori, che potrebbero accusare anche nel 2004 una riduzione di circa il 3%, per crescere lievemente nel 2005. Infine, su un mercato dal grande potenziale, come quello cinese, le quote dei nostri esportatori risultano sensibilmente inferiori non solo a quelle di Giappone e Stati Uniti, ma anche a quelle dei principali partners europei, spesso facilitate da dimensioni di impresa più elevate.

Nel prossimo futuro, la crescita delle esportazioni italiane dovrà essere affidata a una maggiore capacità di controllo dei canali distributivi sui mercati tradizionali – dove le opportunità di crescita saranno vincolate dalla maturità e complessità che caratterizza ampi segmenti di domanda – e all'incremento delle vendite in mercati lontani e "difficili", dove le imprese italiane potrebbero cogliere le opportunità che si sono venute a creare. Potrà essere richiesto il cambiamento delle strategie competitive di molte imprese, la differenziazione dell'offerta rispetto ai concorrenti, una maggiore conoscenza e presenza sui mercati di vendita. L'integrazione tra prodotti e servizi, l'attenzione agli aspetti logistico-distributivi e la creazione di reti all'estero dovranno essere rafforzate, così come le sinergie tra il *brand* aziendale e l'immagine del *made in Italy*.



## IL VINO DEL NUOVO MONDO SULLA SCENA MONDIALE

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

- **La produzione mondiale di vino è arrivata a 267 milioni di ettolitri l'anno, in discesa dai 330 dei primi anni Ottanta. Il 64% del vino mondiale è attualmente prodotto dall'Europa.**
- **La produzione italiana di vino si attesta nel 2003 sui 47 milioni di ettolitri circa, e rappresenta il 21% del mercato europeo.**
- **Il settore vinicolo risulta caratterizzato dall'estrema frammentazione delle strutture produttive: la dimensione media delle imprese è molto ridotta e la quotazione in borsa ancora l'eccezione.**

Dopo aver conquistato nel 2001 la posizione di primo paese esportatore di vino, l'Italia, secondo i dati dell'*Office international de la vigne et du vin*, realizza attualmente il 21% circa della produzione mondiale e il 33% di quella europea. Complessivamente, la produzione mondiale di vino raggiunge i 267 milioni di ettolitri e risulta in netto calo rispetto ai 330 milioni dell'inizio degli anni Ottanta. Il 64% del totale proviene dai paesi dell'Unione europea, primo produttore al mondo; seguono poi gli Stati Uniti (circa l'8% del totale) e l'Argentina (4% circa). Anche nel nostro paese la produzione di vino è andata gradualmente diminuendo nel corso degli ultimi due decenni: se infatti nel periodo 1982/91 era pari 67,8 milioni di ettolitri l'anno, nel decennio 1992/2001 il valore medio è diminuito di 10 milioni di ettolitri. Nel 2002, poi, con poco più di 42 milioni, si è registrato il peggior risultato dal 1950. Non migliore si è rivelata infine la vendemmia 2003, seconda solo a quella dell'anno precedente per la scarsità del prodotto (46,3 milioni). Accanto a fattori "naturali", tra cui soprattutto la siccità della scorsa estate che ha penalizzato in particolare le produzioni di Toscana, Lazio, Marche e Lombardia, negli ultimi anni si è assistito a una graduale riduzione della quantità di terra destinata a vigneto, passata da 1.230.000 ettari del 1980 agli attuali 700.000.

Nel complesso, il settore vinicolo italiano conta poco meno di 800.000 aziende, con un giro d'affari di circa 8,5 miliardi di euro. A questa cifra occorre aggiungere quella derivante dal cosiddetto "turismo del vino": nel nostro paese, infatti, un interesse sempre crescente è suscitato dalle cosiddette "strade del vino". Vino e cibo italiani sono tuttora al secondo posto come motivazione di viaggio verso l'Italia, e al primo posto come elemento di soddisfazione per i turisti stranieri. Il turismo del vino raggiunge oggi un giro d'affari di 2,5 miliardi di euro, e le proiezioni per il prossimo futuro parlano di un fatturato in aumento del 10%.

Il settore vinicolo in senso stretto presenta una forte propensione all'export, da cui proviene circa il 30% del fatturato complessivo. Nell'ambito dell'intero comparto alimentare, per ogni 100 euro esportati 16,7 provengono dai vini. Nel primo semestre 2003, tuttavia, la bilancia vinicola ha registrato una flessione: in particolare, tra i principali paesi clienti la Germania, che da sola detiene una quota di mercato di vini italiani pari al 33%, ha ridotto le importazioni del 20% circa. A fronte di ciò risultano in aumento le esportazioni verso gli Stati Uniti, nei quali l'Italia ha raggiunto una posizione di leadership con 2 milioni di ettolitri circa (+15% rispetto allo stesso periodo del 2002), seguita dall'Australia e dalla Francia. Complessivamente, il valore dei vini esportati negli USA è pari a 5,35 milioni di euro, contro i 5,15 destinati alla Germania.

Nel prossimo futuro, i mercati europeo e mondiale del vino saranno oggetto di profondi cambiamenti, sia dal lato della produzione sia da quello del consumo. Nell'ambito del processo di allargamento dell'Unione europea, occorre infatti considerare il peso che la produzione di vino dei paesi candidati avrà all'indomani dell'ingresso. Complessivamente, infatti, Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Romania, Slovacchia e Slovenia producono oggi 14,6 milioni di ettolitri di vino, di cui il 14,3% è destinato ai mercati esteri. Essi rappresentano inoltre un importante mercato di consumo, con 9,8 milioni di ettolitri l'anno. Al di fuori dell'Unione europea molti paesi, tra cui soprattutto Australia, Cile, Nuova Zelanda e Sud Africa, hanno intrapreso consistenti investimenti per aumentare l'estensione fisica dei vigneti e la qualità della produzione, e sono molto impegnati nella ricerca di politiche commerciali innovative. In Australia, ad esempio, negli ultimi dieci anni la superficie destinata a vigneti è raddoppiata, permettendo alla produzione di raggiungere i 10 milioni di ettolitri, il 60% dei quali destinati ai mercati esteri. Questi paesi possono poi contare su una elevata concentrazione del mercato interno: in Australia, l'80% del mercato vinicolo è controllato da quattro società, mentre in Cile le prime cinque società vinicole controllano il 50% del mercato. L'elevata concentrazione dei mercati, e la conseguente ampia dimensione media delle principali aziende produttrici, permettono di sfruttare rilevanti economie di scala nella gestione del marketing e favoriscono investimenti in tecnologia e innovazione. Al contrario, nel nostro paese il punto più debole della catena è costituito proprio dalla struttura del settore, fortemente frazionata e con imprese di dimensioni molto ridotte (in media meno di un ettaro). Solo quattro gruppi vinicoli hanno un fatturato superiore a 100 milioni di euro, e la quota di mercato dei primi cinque non supera il 5 per cento del totale. Delle circa 800.000 aziende, inoltre, 300.000 hanno una struttura di impresa, ma solo due sono quotate. In Francia, che ha la metà delle nostre imprese, le imprese quotate sono otto, come negli Stati Uniti; in Spagna quattro, cinque in Cile e 14 in Australia.

SOCIETA' VINICOLE QUOTATE IN ALCUNI PAESI*		
	Numero	Valore (in mln di euro)
FRANCIA	8	911
SPAGNA	4	506
GRECIA	1	39
GERMANIA	2	62
SUD AFRICA	1	321
AUSTRALIA	14	2055
STATI UNITI	8	7878
CANADA	5	813
CILE	5	1210

\* Sono escluse le società specializzate nella produzione di altri alcolici

Fonte: Borsa Italiana

## PIEMONTE: UNA REALTÀ IN MOVIMENTO

G. Felici ☎ 06-47027967 – [giovanni.felici@bnlmail.com](mailto:giovanni.felici@bnlmail.com)

- Il Piemonte è caratterizzato da una forte realtà industriale trainante per il resto del paese, con una produzione diversificata e qualificata che pone la regione al secondo posto, dopo la Lombardia, per volumi produttivi. La regione è al terzo posto per gli scambi con l'estero e fa registrare un saldo commerciale positivo.
- Il numero sempre crescente di piccole e medie imprese denota una vita media superiore alla maggior parte delle altre regioni. Buone performance si segnalano anche per quanto riguarda il mondo del lavoro con un tasso di disoccupazione contenuto (circa il 5% contro il 9% del dato nazionale).
- L'attenzione per i problemi sociali, l'innovazione e l'istruzione nonché per la variegata offerta turistica, conferma la vitalità del tessuto economico-sociale della regione.

REGIONE PIEMONTE	
Principali indicatori socio-economici	Dati 2002
Superficie	25.399 Km <sup>2</sup>
Popolazione	4.200.000 unità
Forza lavoro	1.889.000 unità
Occupati	1.793.000 unità
Persone in cerca di occupazione	96.000 unità
Tasso disoccupazione	5,10 %
Spesa media mensile delle famiglie	2.200,00 Euro
Consumi elettrici	26.000 milioni di Kw/h
Abitanti con oltre 65 anni	20,7 %

*dati Istat*

I risultati che da anni accompagnano le attività economiche del Piemonte poggiano in gran parte su una delle realtà industriali più progredite del paese che ha saputo diversificare la propria produzione mantenendo, al tempo stesso, un'elevata qualità. La realtà industriale piemontese spazia dai numerosi settori della meccanica (robotica, macchine per ufficio, apparecchi elettronici e per l'informatica), alla chimica ed al cemento, con nicchie di eccellenza in comparti specializzati. È nota, inoltre, la forte dipendenza della regione dal comparto automobilistico al quale è legata direttamente la performance regionale nei riguardi del commercio con l'estero. Per quanto riguarda l'occupazione il Piemonte ha ottenuto nei primi mesi del 2003, soprattutto nel settore terziario e nell'edilizia, una crescita di quasi cinquantamila nuovi posti di lavoro (+2,6%), pur in un contesto occupazionale già buono. A questo risultato ha contribuito anche il largo uso dei contratti di lavoro atipici che coprono circa il 70% del mercato regionale del lavoro. Anche il dato percentuale sulla disoccupazione regionale, ferma al 5,1%, conferma il buon andamento del mercato del lavoro che sembra muoversi in controtendenza rispetto alla pur modesta flessione (-0,5%) fatta registrare nel primo semestre 2003 dal PIL regionale.

L'export regionale, che nel 2003 dovrebbe evidenziare un saldo positivo, è rappresentato per il 30% dai settori tessile ed automobilistico. Sulla vitalità del comparto industriale è interessante sottolineare un segnale che viene dal settore della componentistica auto: nel 2003, per la prima volta, questo comparto ha superato il valore dei veicoli finiti nei confronti del mercato estero (in Piemonte sono concentrati circa il 40% dei fornitori nazionali del settore). Buone prospettive anche per l'industria del legno con un volume d'affari analogo all'anno precedente di circa 23 milioni di euro.

Una menzione particolare merita anche il Distretto Orafo di Valenza che con le sue 1200 imprese e un giro di affari stimato in quasi 2 miliardi di euro, si conferma uno dei principali produttori mondiali nel settore della gioielleria di alta qualità che vede oltre il 70% della produzione destinata ai mercati esteri. Un'altra realtà regionale molto importante è rappresentata dalla radicata presenza sul territorio di parchi scientifici e tecnologici d'avanguardia come il polo dell'alta tecnologia tra Torino ed Ivrea, capace di attrarre un numero sempre crescente di aziende provenienti anche da altre province italiane. Nel solo Piemonte si concentra circa il 30% dell'intera ricerca privata italiana.

Per quanto riguarda i mercati di destinazione dei prodotti regionali questi sono costituiti principalmente dall'Unione europea (con particolare riguardo alla Francia e alla Germania) con circa i due terzi dell'intero export regionale, dall'America Centro-meridionale e dall'Europa Centro-orientale; seguono gli altri paesi europei e l'Africa settentrionale.

Il comparto delle costruzioni, che già nel corso del 2002 aveva dato segno di grande vitalità a seguito dell'avvio delle grandi opere infrastrutturali e per l'andamento sostenuto dell'edilizia residenziale privata, nel 2003 presenta, in prospettiva, buone possibilità di un ulteriore sviluppo anche in vista delle Olimpiadi invernali del 2006. Il settore del turismo evidenzia anch'esso segnali di risveglio, dopo il ridimensionamento subito nell'anno precedente, principalmente per quanto riguarda i flussi turistici nazionali (-2,75), visto il positivo andamento evidenziatosi durante il 2003 soprattutto per quanto riguarda il turismo invernale.

L'agricoltura al contrario, soprattutto a seguito delle avverse condizioni climatiche ha fatto registrare una diminuzione della produzione di cereali (-3,9%), dei prodotti orticoli (-7%), e della produzione di uva e vino. In aumento, invece, la produzione di frutta (+2%) e buoni risultati si segnalano per il mercato zootecnico favorito dall'abbondanza dei pascoli naturali.

Per l'eccellenza del prodotto, tra le specialità tipiche del Piemonte, troviamo il riso (la cultura più importante della regione), i formaggi tra i quali la regione vanta ben nove formaggi DOP, i vini tutti di notevole qualità, infine, tra i dolci spiccano i Gianduiotti di Torino, famosi in tutto il mondo e, più in generale, i prodotti dolciari del Distretto industriale dell'Alessandrino.

Il Piemonte risulta essere una regione con forti attitudini al risparmio. L'andamento dei depositi di conto corrente nel 2003 è stimato in crescita di oltre il 5%, mentre gli impieghi dovrebbero superare di gran lunga la raccolta del risparmio locale. Continua, nel contempo, l'espansione del numero degli sportelli bancari presenti sul territorio (2467, uno ogni 1.800 abitanti).

## COVERED BONDS: UN MERCATO ALLO STUDIO

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

- Il mercato dei Pfandbriefe è il più grande mercato europeo dei titoli non governativi.
- Le caratteristiche di sicurezza e liquidità del mercato hanno consentito nel tempo la riduzione dello spread sui titoli governativi ad appena 20 punti base.
- Con nomi diversi questi strumenti si stanno affermando sempre di più nei paesi europei consentendo alle banche una raccolta a costi competitivi.

Dopo una consistente crescita a seguito dell'introduzione dell'euro, il mercato tedesco dei *Pfandbriefe* ha avviato ormai da due anni una fase di consolidamento che lo ha portato ad essere il più grande mercato europeo dei titoli non governativi. Con consistenze che hanno superato a fine 2002 i **€1.000 mld**, il mercato dei *Pfandbriefe* è già dal 1996 superiore a quello dei titoli del debito pubblico tedesco (**€881 miliardi di euro**) ed è paragonabile a quello dei titoli del debito pubblico italiano (**€1.154 miliardi**).

Negli ultimi dieci anni il mercato tedesco è cresciuto ad un tasso medio annuo dell'8%, grazie soprattutto alla crescita dei "Public Pfandbriefe" (8,5%), che sono più che raddoppiati e all'introduzione, nel maggio del 1995, dei "Jumbo Pfandbriefe", che presentano consistenze superiori a **€400 miliardi**. I *Pfandbriefe* tradizionali si differenziano dai *Jumbo* per il taglio minimo e per le modalità di collocamento, elementi che rendono i primi uno strumento con caratteristiche di maggiore flessibilità per l'emittente ma destinato ad investitori a lunga scadenza per il minore grado di liquidità che presentano. Per i *Jumbo* il taglio minimo è di **€500 mln**, ma in realtà emissioni con taglio medio pari a **€1,5 mld sono collocate con volumi** paragonabili a quelli degli emittenti governativi di media dimensione dell'area dell'euro.

I *Pfandbriefe* sono "covered bonds" emessi per finanziare mutui (*Mortgage Pfandbriefe*) o prestiti al settore pubblico (*Public Pfandbriefe*) e costituiscono il tradizionale strumento di raccolta delle *mortgage banks* tedesche. Queste insieme agli istituti di credito del settore pubblico (*Landesbanken*) e alle *ship mortgage banks* sono gli unici emittenti autorizzati in Germania.

Poiché spesso i *Pfandbriefe* sono percepiti come titoli sostitutivi della carta governativa il loro rendimento è stato sempre paragonato a quello del Bund. Nel corso del 2002 lo spread tra *Pfandbriefe* e Bund sulla scadenza decennale è diminuito dal massimo di 37 punti base al minimo di 24. Il trend prosegue nel 2003 attestandosi intorno ai 20 punti base dopo aver toccato il minimo storico di 17 punti (14 ottobre scorso).

Tutti i *Pfandbriefe* pubblici hanno un rating tripla A da almeno una delle tre agenzie di rating internazionali, e anche tra i *Mortgage Pfandbriefe* i rating sono elevati. Ciò deriva dal fatto che l'attività delle *mortgage banks* è diretta principalmente ai prestiti a basso rischio al settore pubblico (56% dei prestiti totali) e ai prestiti ipotecari. Inoltre dalla prima emissione, risalente a più di due secoli fa (1769), non si è verificato nessun caso di default.

I *Landesbanken* (costituiscono il 22% dell'attivo delle banche tedesche), pur non avendo limitazione negli impieghi, godono comunque della garanzia statale che però, in base all'accordo tra la Commissione Europea e la Germania, sarà abolita nel luglio 2005. Quindi i titoli emessi fino al luglio 2005 saranno ancora garantiti, purché la scadenza non superi il 2015 e già cominciano a circolare le prime voci sulle revisioni del rating.

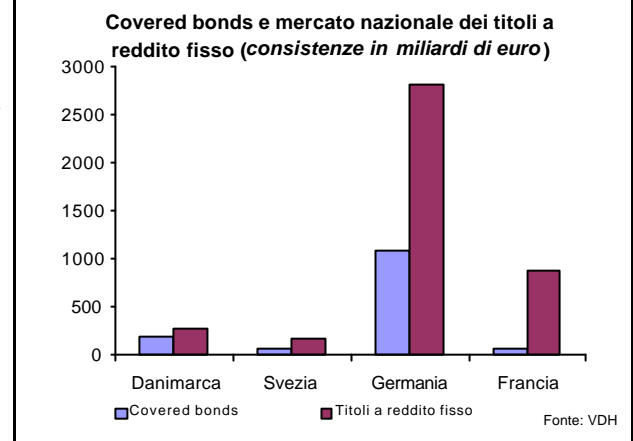
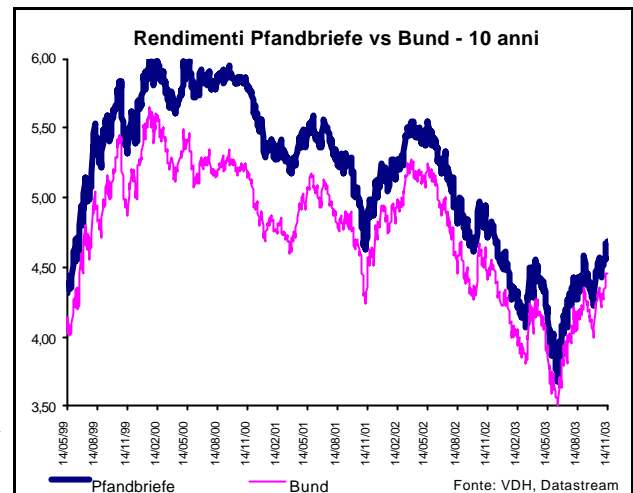
Il successo di tale strumento ha incentivato altri paesi europei ad adeguare la normativa sulla base del "German Mortgage Bank Act", emesso oltre cento anni fa (1899) e modificato varie volte nel tempo. L'ultima revisione di quest'anno è ancora in corso e riguarda le problematiche connesse ai pagamenti del debito in caso di insolvenza della banca.

L'interesse per tale mercato è testimoniato anche dagli strumenti finanziari sviluppati di recente negli altri paesi europei assimilabili a quelli tedeschi: le "lettres de gage" in Lussemburgo (1997), le "Obligations foncières" in Francia (1999), le "Realkredit-Obligationer" in Danimarca, le "Cédulas hipotecarias" in Spagna (1999) e più di recente le "Cédulas territoriales", equivalenti dei *Pfandbriefe* pubblici. In Irlanda all'inizio del 2002 è stata regolamentata l'emissione dei covered bonds. Nel luglio del 2003 un gruppo finanziario inglese ha emesso il primo bond coperto da un prestito ipotecario, definito "covered bond strutturato" per la mancanza di una specifica regolamentazione e in Austria è stato emesso un "funded bond".

Il peso dei *covered bonds* sul mercato nazionale dei titoli a reddito fisso raggiunge il valore massimo del 71% in Danimarca, seguita dalla Svezia (45%) e dalla Germania (39%).

In altri stati, quali il Belgio e l'Italia si sta considerando l'introduzione dei *Pfandbriefe* la cui mancanza è stata più volte indicata tra le cause di una minore capacità di raccolta a costi competitivi da parte delle banche italiane.

Proprio in considerazione delle diverse leggi nazionali non è agevole dare una definizione univoca di *covered bonds*, ma in linea di massima si possono indicare delle caratteristiche di base che li contraddistinguono: l'emissione è regolamentata da una legislazione speciale; gli emittenti sono istituti di credito vigilati; i titoli sono interamente coperti da un collaterale di attività ammesse; i proventi dell'emissione sono investiti in mutui ipotecari e in prestiti al settore pubblico; i detentori sono privilegiati in caso di insolvenza dell'emittente potendo rivalersi sul collaterale a questi destinato.





## MICROCREDITO: UNA STRADA DA SEGUIRE

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

- Il microcredito è stato riconosciuto quale mezzo più efficace per i paesi emergenti nella lotta contro la povertà. Attualmente nel mondo sono 2.572 le organizzazioni che erogano microcredito, concentrate prevalentemente in Asia.
- Ogni anno il 5% delle famiglie beneficiarie di programmi di microcredito riescono a sollevarsi dallo stato di assoluta povertà risultando, per la comunità in cui vivono, un esempio da emulare.
- L'Europa guarda con interesse a questo strumento finanziario in un'ottica di agevolazione e sviluppo per le micro attività imprenditoriali e per l'accesso al credito per gli immigrati.

L'esperienza del microcredito ha quasi 30 anni. Risale infatti al 1974 l'iniziativa del professor Yunus che fondando la Grameen Bank in Bangladesh offrì la possibilità a persone indigenti, e per questo usualmente escluse dal credito bancario, di poter accedere ai prestiti di piccolo importo. L'obiettivo era quello di incentivare l'avvio di attività artigianali in grado di consentire un'emancipazione da situazioni di estrema povertà spesso terreno fertile per lo sviluppo di fenomeni di usura.

Nel 2002 risultano operanti nel mondo 2.572 istituzioni eroganti microcredito. Grazie a loro 67,6 milioni di persone hanno avuto la possibilità di avviare un'attività. Di questi, oltre 41 milioni risultavano tra i più poveri (definiti come coloro che risultano essere nella fascia inferiore della linea di povertà del proprio paese oppure che vivono con meno di un dollaro al giorno) quando hanno ottenuto il loro primo prestito e di questi ultimi il 79% erano donne. Assumendo che ogni famiglia sia composta mediamente da cinque componenti il microcredito ha aiutato a migliorare le condizioni di vita di oltre 208 mln. di persone. Secondo uno studio di Shahidur Khandker della Banca Mondiale, il 5% delle famiglie incluse nei programmi di concessione del microcredito sono riuscite ad uscire dallo stato di povertà con ricadute positive, sia di carattere psicologico sia materiale, su tutta la comunità in cui esse operano. Il successo di un progetto infatti innesca processi virtuosi che si manifestano sia attraverso una maggiore fiducia in se stessi che nello stimolare fenomeni di emulazione e spesso le attività di auto-impiego evolvono in micro-imprese offrendo lavoro ad altri abitanti.

Il 2005 è stato dichiarato dalle Nazioni Unite l'anno internazionale del microcredito e per quella data l'obiettivo è di poter consentire l'accesso a questo tipo di prestito a 100 milioni di poveri e indurre le maggiori istituzioni finanziarie internazionali (World Bank, Asian, African and Inter-American Development Banks e UNDP) a destinare al programma oltre \$1 mld. l'anno rispetto agli attuali \$500 mln. L'attività delle istituzioni di microfinanza (MFIs), sebbene in forte crescita, risente però della mancanza di regolamentazione. In particolare in assenza di un riconoscimento delle MFIs quali intermediari finanziari viene meno sia la possibilità, per le società di assicurazione, di garantire i depositi raccolti, sia per le MFIs stesse di poter disporre dei depositi delle banche commerciali. A queste ultime, infatti, viene fatto divieto di operare con istituzioni di microfinanza che non siano state autorizzate ad operare in qualità di intermediari finanziari. Alle MFIs non sarà comunque possibile trasferire tout court la normativa che disciplina l'attività delle istituzioni creditizie in considerazione del particolare contesto in cui si trovano ad operare (clientela indigente, assenza di garanzie, entità e durata dei prestiti, attività finanziate).

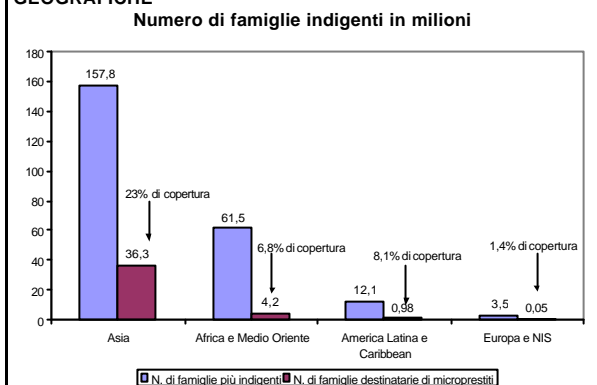
Attualmente le aree in cui il microcredito è più diffuso sono quelle dell'Asia, dell'Africa e dell'America Latina sia per la maggiore numerosità di organizzazioni presenti che di popolazione coinvolta, mentre marginali sono le iniziative nei paesi industrializzati. Alla fine dello scorso anno la percentuale di famiglie bisognose aiutata dai programmi di microcredito risultava essere del 23% in Asia, del 6,8% in Africa e Medioriente, 8,1% in America Latina e solamente dell'1,4% in Europa e nei Nis (Newly Independent States, i paesi ex Urss).

Recentemente però progetti di prestiti aventi le caratteristiche del microcredito si stanno diffondendo anche in Europa pur se con caratteristiche diverse. L'intento rimane quello di consentire l'accesso ai servizi finanziari anche a chi, per mancanza di mezzi propri e garanzie reali, sarebbe escluso dal credito tradizionale ma intenzionato all'avvio di un'attività in proprio. I destinatari di interventi di microcredito del Vecchio Continente sono ovviamente diversi dai poveri come prima definiti e sono legati alla diffusa presenza di micro imprese; recentemente la Commissione europea ha indicato il microcredito come una delle vie utili per lo sviluppo delle piccole attività. In Italia, oltre alle istituzioni di finanza etica che operano prevalentemente nei paesi emergenti, diverse iniziative delle banche commerciali sono ora indirizzate a favore degli immigrati, dei lavoratori atipici che rientrano al lavoro dopo un periodo di inattività, dei disoccupati di lunga durata in procinto di avviare micro imprese. In questi casi oltre al sostegno finanziario a tassi agevolati si aggiungono servizi di assistenza e consulenza.

IL MICROCREDITO NEL MONDO – 2002

Paesi	N. di istituzioni	N. beneficiari	N. beneficiari più indigenti	N. di donne tra i beneficiari più indigenti
Africa	811	5.761.763	4.202.280	2.611.650
Asia	1.377	59.632.098	36.304.269	29.423.010
America Latina e Caraibi	246	1.942.055	976.396	589.405
Medio Oriente	23	83.047	37.600	12.282
<b>Totale Paesi Emergenti</b>	<b>2.457</b>	<b>67.418.963</b>	<b>41.520.545</b>	<b>32.636.347</b>
Nord America	47	47.017	22.469	12.450
Europa e NIS	68	140.100	51.764	28.283
<b>Totale Paesi Industrializzati</b>	<b>115</b>	<b>187.117</b>	<b>74.233</b>	<b>40.733</b>
<b>Totale</b>	<b>2.572</b>	<b>67.606.080</b>	<b>41.594.778</b>	<b>32.677.080</b>

DISTRIBUZIONE DEL MICROCREDITO PER AREE GEOGRAFICHE



Fonte: State of the microcredit Summit Campaign report 2003.

## IL PASSO DEL TORO

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

Gli ultimi dati macro statunitensi confermano che la crescita economica, seppur lentamente, è avviata, tanto da far riemergere la possibilità di un ritorno negli Usa a politiche monetarie restrittive.

Il mercato dei *future* sui *fed funds*, infatti, inizia a scontare un rialzo dei tassi già nella primavera 2004, malgrado le continue rassicurazioni della Federal Reserve (Greenspan, Poole e Santomero) per una stabilità prolungata del costo del denaro.

Gli indici azionari, fiutando le indicazioni positive dal fronte macro, seguono il loro *trend* al rialzo in modo discontinuo, alternando *rally* intensi a fasi di recupero di ossigeno.

Queste correzioni intermittenti dei listini (due passi avanti e uno indietro) vengono spesso addebitate alle crescenti minacce terroristiche, quando sono semplicemente dovute a ragionevoli prese di profitto e alla forza simbolica delle resistenze in atto.

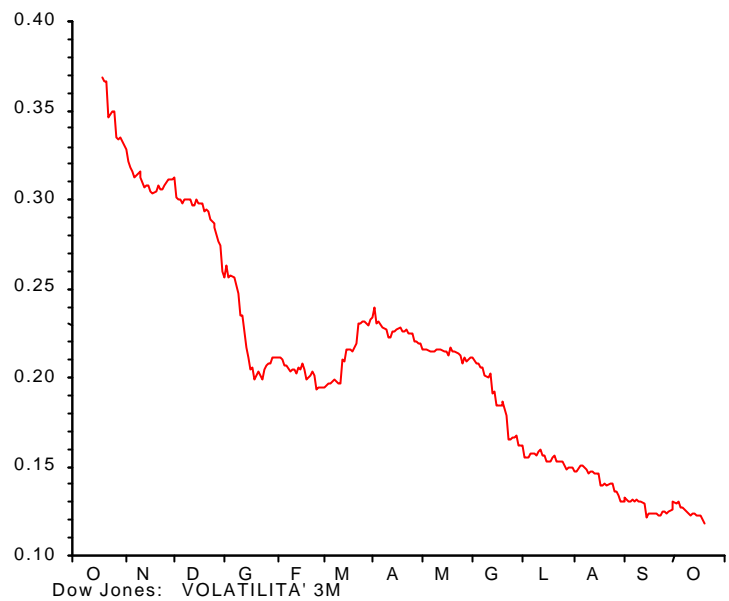
Nell'intento di anticipare gli eventi, gli indici cercano ora una solida base di supporto sulla quale impostare, a partire dal Thanksgiving Day, un movimento rialzista che ricordi in qualche modo i tradizionali *rally* di Natale.

Più che alla tenuta degli attuali livelli, i sostenitori del Toro confidano nell'effettiva capacità di guidare la riscossa con il classico rialzo natalizio, a dispetto dei primi segnali contrastanti in arrivo dalle vendite (Toys R Us).

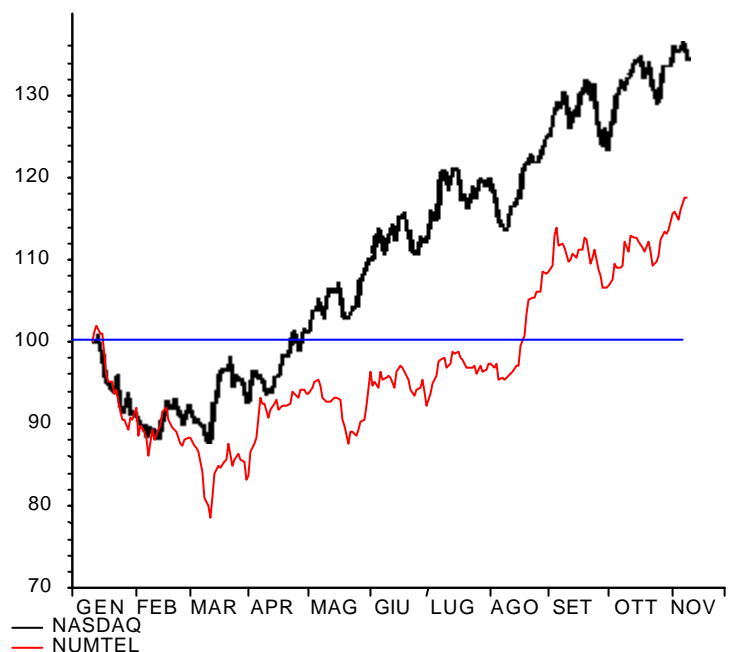
Sempre privilegiato l'approccio *bottom-up*, con il quale si riescono a filtrare mode passeggere e residui speculativi.

Geograficamente, i listini azionari del Vecchio Continente tenderanno a logorare risorse importanti, penalizzati dal differenziale di crescita con gli Stati Uniti, e ad accrescere quindi il relativo *gap* di redditività (cfr. secondo grafico), prima che la forza di Wall Street sia in grado di propagarsi sulle borse europee con un positivo effetto traino.

### Volatilità ai minimi storici



### Gap tra Nasdaq e Nuovo Mercato



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

	Dati storici						Variazioni percentuali				
	3/10/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.977	18.736	19.256	16.455	29.834	28.094	1,3	-1,4	15,3	-36,4	-32,5
MIB 30	25.526	25.155	26.045	22.184	42.906	41.477	1,5	-2,0	15,1	-40,5	-38,5
DOW JONES IND.	9.572	9.313	9.568	7.717	10.646	11.358	2,8	0,0	24,0	-10,1	-15,7
NASDAQ	1.881	1.792	1.853	1.166	2.292	4.131	4,9	1,5	61,3	-17,9	-54,5
STANDARD & POOR'S	1.030	997	1.026	819	1.283	1.455	3,3	0,3	25,8	-19,7	-29,2
NIKKEI 225	10.709	10.318	10.716	8.936	13.786	18.934	3,8	-0,1	19,8	-22,3	-43,4
FTSET100	4.274	4.157	4.262	3.880	6.175	6.930	2,8	0,3	10,1	-30,8	-38,3
CAC40	3.296	3.217	3.423	2.861	5.799	5.917	2,5	-3,7	15,2	-43,2	-44,3
DAX30	3.419	3.325	3.648	2.813	6.290	6.751	2,8	-6,3	21,5	-45,6	-49,4
MADRID	734	724	769	587	879	1.012	1,4	-4,5	25,0	-16,5	-27,5
SINGAPORE	1.670	1.628	1.605	1.352	1.896	2.583	2,6	4,1	23,5	-11,9	-35,3
HONG KONG	11.609	11.290	11.102	8.984	14.870	17.370	2,8	4,6	29,2	-21,9	-33,2
DJ EURO STOXX50	2.516	2.448	2.642	2.305	4.702	4.849	2,8	-4,7	9,2	-46,5	-48,1
MSCI WORLD	944	912	923	742	1.202	1.422	3,5	2,3	27,2	-21,4	-33,6
MSCI EMU	133	129	139	118	233	243	2,5	-4,3	12,1	-43,1	-45,4
MSCI FAR EAST	2.123	2.013	1.978	1.619	2.572	3.605	5,4	7,3	31,1	-17,5	-41,1
MSCI NORTH AMERICA	1.041	1.008	1.038	820	1.302	1.525	3,3	0,4	27,0	-20,0	-31,7

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- Nonostante la ripresa del III trimestre del 2003 (0,4% t/t; 0,3% a/a), quella dell'**area dell'euro** rimane la *performance* più debole tra le principali aree industrializzate. Inoltre, dalle prime indicazioni che dovranno essere confermate da dati più precisi sulle componenti del Pil, emerge che il recupero europeo deve gran parte del suo impulso alla domanda estera rafforzata sulla scia del migliorato contesto internazionale. Per contro, la domanda interna si conferma debole e non in grado di assicurare autonomamente la sostenibilità della ripresa nel prevedibile futuro. Il miglioramento del quadro congiunturale del III trimestre si è comunque diffuso a tutti i principali paesi dell'area dell'euro. La Germania, con un incremento del Pil dello 0,2% t/t e del -0,2% a/a, ha per il momento archiviato una fase di recessione tecnica in atto dal IV trimestre del 2002, ma la sua economia rimane tra le più provate in Europa e infatti nei primi nove mesi dell'anno segna un arretramento tendenziale del -0,15%. Anche l'Olanda tra gennaio-settembre evidenzia un calo dello 0,8% tendenziale, ma con l'incremento dello 0,1% t/t (-1,1% a/a) del III trimestre si lascia alle spalle una recessione iniziata a fine 2001. La Francia ha comunicato una stima preliminare che vede il Pil aumentare dello 0,4% t/t e calare del -0,2% a/a a luglio-settembre, in miglioramento rispetto al -0,3% t/t registrato tra aprile-giugno. L'incremento più elevato è stato messo a segno dall'Italia con un +0,5% t/t e un +0,5% a/a, va tuttavia rilevato che l'Istat ha rivisto al ribasso i dati del I (-0,2% t/t, 0,7% a/a) e II trimestre (-0,1% t/t, 0,2% a/a).
- Le stime di consenso puntano a un consolidamento della crescita degli Euro-12 nel 2004. La Commissione europea stima una espansione del Pil a ottobre-dicembre 2003 compresa tra lo 0,2%-0,6% t/t e a gennaio-marzo 2004 con un incremento congiunturale variabile tra lo 0,3%-0,7% t/t. Gli Euro-12 si avviano ad archiviare una crescita del 2003 nell'ordine dello 0,5%, in forte rallentamento rispetto al già fiacco 2002 (0,9%). Il rischio è che la domanda interna rimanga debole anche nel 2004, a causa di un miglioramento lento del settore manifatturiero e dell'aumento del tasso di disoccupazione salito all'8,8% da marzo 2003. La fase di riforme strutturali avviata in importanti paesi europei potrebbe in un primo momento creare incertezza e avere un impatto favorevole con un certo ritardo. Gli investimenti in infrastrutture decisi a livello europeo potrebbero rappresentare un volano di stimolo per lo sviluppo. Il quadro congiunturale in miglioramento moderato e graduale è coerente con un lungo periodo di stabilità dei saggi guida della Banca centrale europea.
- L'euro è tornato a rafforzarsi sulla scia del miglioramento congiunturale europeo, ma anche di segnali di debolezza negli **Usa**. Infatti, in settembre il disavanzo commerciale è salito a 41,7 miliardi di dollari, che rappresenta un record dopo i 43 miliardi di marzo 2003. Le vendite al dettaglio sono risultate in calo dello 0,3% m/m in ottobre confermando le attese di un rallentamento dei consumi nel IV trimestre, che si profila come un ridimensionamento fisiologico rispetto ai picchi toccati nel III trimestre. Intanto, la fiducia dei consumatori è migliorata in novembre secondo l'indice dell'Università di Michigan salito a 93,5 da 89,6 di ottobre. Dalle dichiarazioni emerse da diversi interventi dei membri del Board sembra che la Fed sia intenzionata a mantenere i saggi guida fermi a lungo in attesa di ulteriori conferme sulla sostenibilità della ripresa.
- L' "Inflation Report" della Banca centrale d'Inghilterra ha alzato le previsioni sull'inflazione per la prima volta da sei mesi e ha migliorato le stime sulla crescita economica. Le favorevoli prospettive, insieme all'elevata dinamica dei valori del mercato immobiliare e al crescente debito accumulato dai consumatori, fanno pensare che l'aumento del saggio guida al 3,75% deciso il 6 novembre 2003 prelude all'avvio di una fase di innalzamento dei tassi.
- In **Giappone** il Pil reale del III trimestre ha confermato un incremento del 2,2% trimestrale annualizzato, dello 0,6% congiunturale e del 2,4% tendenziale. Anche se dai dati emerge un rallentamento rispetto ad aprile-giugno (0,9% t/t e 3,1% a/a) va comunque sottolineato che il Giappone è in crescita da sette trimestri consecutivi e che ha così messo a segno la più lunga fase di espansione dal 1997. A trainare la crescita sono state in primo luogo le esportazioni che sono accelerate rispetto ai trimestri precedenti (+2,8% t/t). In rafforzamento risultano anche le importazioni (+1,7% t/t). Gli investimenti privati (+1,3% t/t) si sono rivelati l'altro elemento di propulsione della crescita. Per contro, consumi privati e pubblici sono rimasti stagnanti rispetto ad aprile-giugno 2003. La sostenibilità della ripresa di questo paese rimane sotto la minaccia di una fase di deflazione che persiste dal 1998. Il deflatore del Pil nel III trimestre 2003 ha segnato un calo tendenziale del 2,7% e se il Pil non fosse depurato dall'andamento dei prezzi il III trimestre risulterebbe in contrazione. E' evidente che il rafforzamento dello yen rappresenta un rischio non secondario per una ripresa che dipende sensibilmente dalle esportazioni.

	dati storici		17/11/03	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	121,51	118,68	109,10	107,00	106,00
dollaro-euro	1,001	1,114	1,179	1,175	1,190
yen-euro	121,7	132,2	129,1	125,7	126,1
sterlina-euro	0,637	0,699	0,697	0,686	0,681
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,46	1,14	1,18	1,20	1,75
euro	3,12	2,14	2,15	2,15	2,30
yen	0,07	0,05	0,01	0,06	0,10
sterlina	3,97	3,52	4,01	4,02	4,45
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,03	4,38	4,17	4,60	5,00
Germania	4,50	4,15	4,32	4,50	4,70
Giappone	0,98	1,14	1,29	1,50	1,58
Italia	4,73	4,29	4,44	4,63	4,83
Gran Bretagna	4,59	4,52	4,97	5,14	5,30

## LE PREVISIONI SUI PREZZI

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

### PREZZI AL CONSUMO

#### EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

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

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,9	104,1	102,6
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,7	106,8	105,5
2004	106,5	106,1	107,0	107,6	107,8	107,9	107,8	107,6	108,1	108,5	109,0	109,1	107,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,2	0,1	0,2
2004	-0,3	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,8
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	1,9	1,9	2,2	2,2	2,1

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

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,8	119,0	119,3	119,6	120,0	120,1	118,8
2003	120,6	120,9	121,3	121,6	121,8	121,8	122,0	122,3	122,6	122,7	123,0	123,1	122,0
2004	123,5	123,6	123,8	124,1	124,2	124,2	124,3	124,5	124,7	125,0	125,2	125,3	124,4
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – [cristiana.mazio@bnlmail.com](mailto:cristiana.mazio@bnlmail.com) (per Usa)  
 A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12)  
 A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com) (per Italia)

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,8	1,7	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0
var.% trim su trim annualizzato				1,4	3,3	7,2	3,5	4,1	3,7	3,9	4,0
var.% anno su anno	2,4	2,9	4,2	2,0	2,5	3,3	3,8	4,5	4,6	3,8	3,9

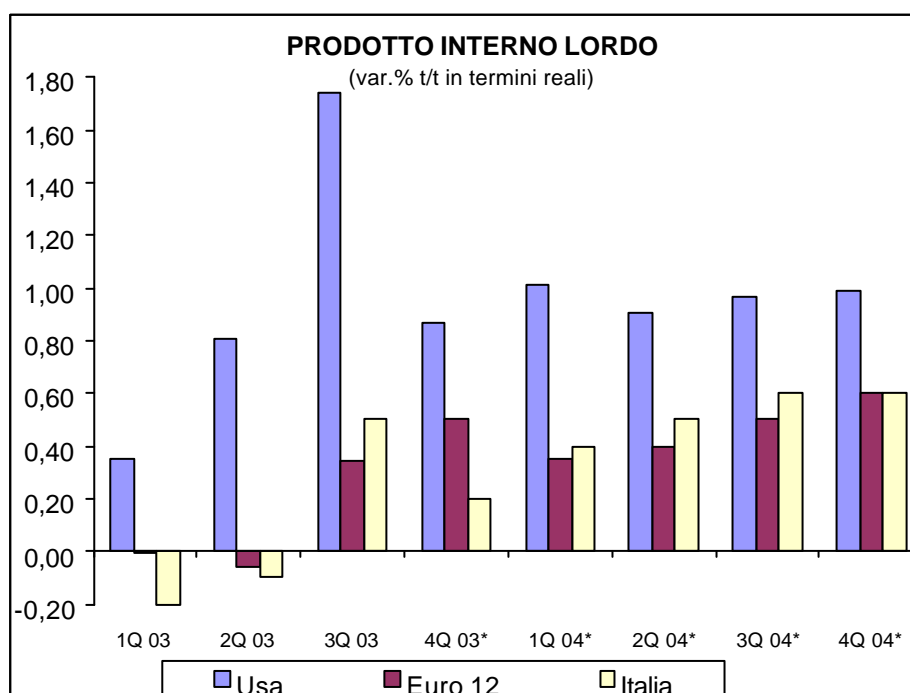
#### AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				0,0	-0,2	1,4	2,0	1,4	1,6	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,9	0,5	1,6	0,7	0,2	0,3	0,8	1,1	1,6	1,8	1,9

#### ITALIA

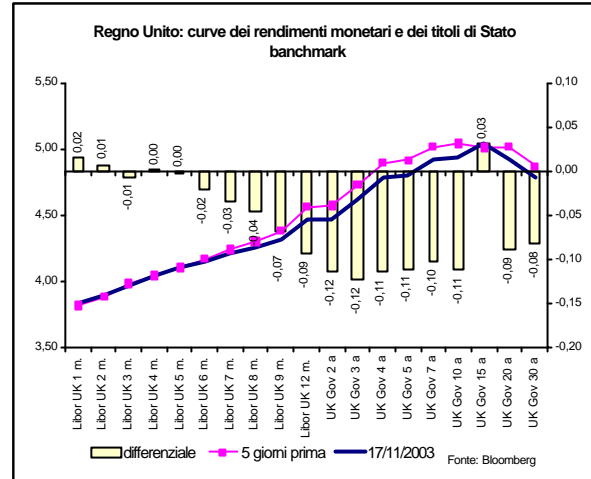
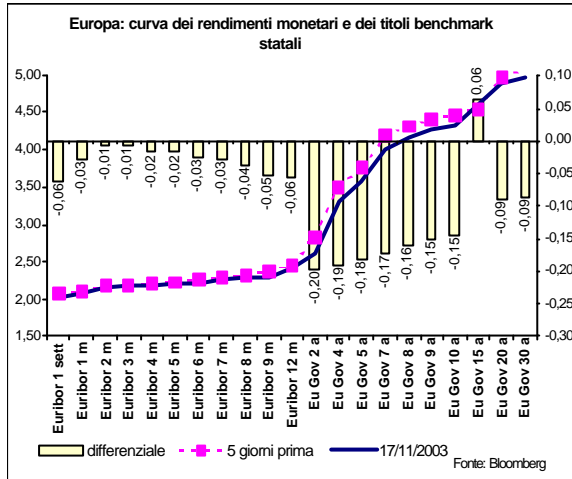
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,8	-0,4	2,0	0,8	1,6	2,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,5	1,2	1,8	2,4

PII 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.071
Italia	1.254



# PANORAMA TASSI & EURO

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



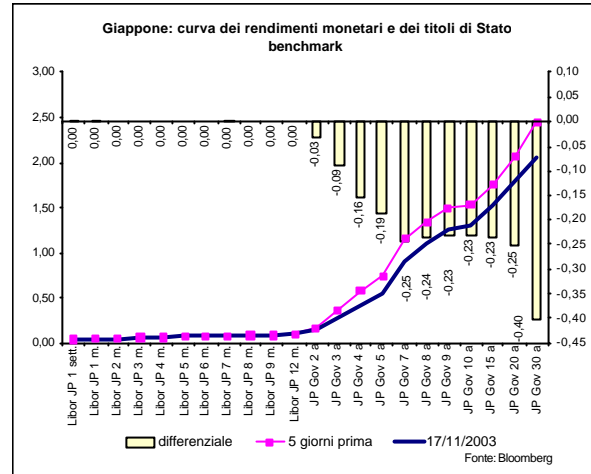
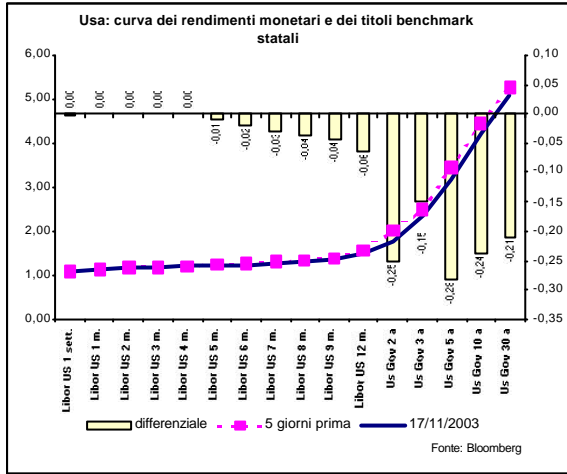
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %					
							dell'euro contro le altre valute					
	14/11/03	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	
USA	1,177	1,142	1,163	1,010	1,049	1,179	3,0	1,1	16,5	12,2	-0,2	
Canada	1,529	1,520	1,547	1,591	1,655	1,800	0,6	-1,2	-3,9	-7,6	-15,1	
Australia	1,636	1,615	1,700	1,794	1,856	1,910	1,3	-3,8	-8,8	-11,9	-14,4	
Nuova Zelanda	1,864	1,859	1,959	2,021	1,998	2,223	0,3	-4,8	-7,7	-6,7	-16,1	
Giappone	127,4	125,8	127,8	120,9	124,4	133,7	1,3	-0,3	5,4	2,4	-4,7	
Argentina	3,381	3,273	3,314	3,560	3,531	1,180	3,3	2,0	-5,0	-4,3	186,6	
Svizzera	1,567	1,570	1,547	1,465	1,452	1,617	-0,2	1,3	6,9	7,9	-3,1	
Regno Unito	0,697	0,687	0,702	0,636	0,651	0,711	1,4	-0,7	9,7	7,1	-2,0	
Svezia	8,957	8,969	8,959	9,097	9,153	9,470	-0,1	0,0	-1,5	-2,1	-5,4	
Danimarca	7,440	7,435	7,429	7,427	7,429	7,450	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	
Norvegia	8,215	8,234	8,238	7,315	7,276	8,855	-0,2	-0,3	12,3	12,9	-7,2	
Cipro	0,583	0,583	0,584	0,572	0,573	0,582	0,0	-0,3	1,9	1,7	0,1	
Repubblica Ceca	32,07	31,89	32,11	30,70	31,58	35,11	0,6	-0,1	4,5	1,6	-8,6	
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ungheria	257,9	257,7	255,5	237,9	236,3	251,5	0,1	0,9	8,4	9,1	2,5	
Lettonia	0,648	0,640	0,646	0,603	0,614	0,667	1,3	0,3	7,5	5,5	-2,8	
Lituania	3,453	3,453	3,452	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8	
Malta	0,428	0,426	0,428	0,415	0,418	0,443	0,5	0,0	3,2	2,4	-3,4	
Slovacchia	40,99	41,24	41,26	41,66	41,50	42,99	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,7	
Slovenia	236,2	236,0	235,7	229,4	230,2	189,0	0,1	0,2	3,0	2,6	24,9	
Polonia	4,5784	4,593	4,529	3,967	4,021	4,071	-0,3	1,1	15,4	13,9	12,5	
Russia	35,09	34,19	35,27	31,97	33,53	25,32	2,6	-0,5	9,7	4,7	38,6	
EURO	89,9	88,7	89,9	82,5	84,5	93,3	1,3	0,0	9,0	6,5	-3,6	
<i>cambio effettivo nominale</i>												

Fonte : Datastream.

# PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

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



## Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici valuta locale per dollaro Usa						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	14/11/03	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02
	<b>Canada</b>	1,303	1,322	1,324	1,574	1,572	1,598	1,5	1,6	20,8	20,6
<b>Australia (*)</b>	0,720	0,709	0,690	0,564	0,562	0,516	1,5	4,2	27,7	28,2	39,5
<b>Nuova Zelanda (*)</b>	0,632	0,617	0,598	0,500	0,524	0,425	2,4	5,7	26,3	20,5	48,6
<b>Giappone</b>	108,4	109,3	108,9	120,4	118,8	131,8	0,9	0,5	11,1	9,6	21,7
<b>Corea del Sud</b>	1.173	1.182	1.147	1.203	1.200	1.320	0,7	-2,3	2,5	2,3	12,5
<b>Filippine</b>	55,07	55,32	54,70	53,47	53,60	51,60	0,5	-0,7	-2,9	-2,7	-6,3
<b>Indonesia</b>	8.500	8.497	8.433	9.030	8.950	10.370	0,0	-0,8	6,2	5,3	22,0
<b>Singapore</b>	1,720	1,739	1,733	1,761	1,734	1,849	1,1	0,8	2,4	0,8	7,5
<b>Thailandia</b>	39,92	39,95	39,63	43,39	43,11	44,05	0,1	-0,7	8,7	8,0	10,3
<b>Cina</b>	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>India</b>	45,17	45,36	45,66	48,27	47,97	48,27	0,4	1,1	6,9	6,2	6,9
<b>Argentina</b>	2,92	2,90	2,89	3,55	3,36	1,00	-0,7	-1,2	21,3	15,0	-65,9
<b>Brasile</b>	2,95	2,87	2,83	3,70	3,54	2,30	-2,8	-4,1	25,4	20,0	-22,2
<b>Cile</b>	618,3	614,4	645,6	709,8	720,3	646,3	-0,6	4,4	14,8	16,5	4,5
<b>Colombia</b>	2.831	2.843	2.870	2.716	2.867	2.297	0,4	1,4	-4,0	1,3	-18,9
<b>Messico</b>	11,15	10,96	11,24	10,21	10,46	9,11	-1,7	0,8	-8,4	-6,1	-18,3
<b>Perù</b>	3,48	3,48	3,48	3,60	3,50	3,44	0,1	0,1	3,7	0,8	-1,0
<b>Uruguay</b>	28,92	28,83	28,11	26,78	27,20	14,75	-0,3	-2,8	-7,4	-5,9	-49,0
<b>Venezuela</b>	1.598	1.598	1.598	1.372	1.387	759	0,0	0,0	-14,2	-13,2	-52,5
<b>Israele</b>	4,54	4,50	4,42	4,67	4,75	4,48	-0,9	-2,7	2,9	4,7	-1,2
<b>Sud Africa</b>	6,71	6,96	6,95	9,70	8,57	12,37	3,8	3,7	44,6	27,8	84,5
<b>Turchia</b>	1.470.764	1.501.145	1.412.621	1.615.938	1.643.699	1.429.847	2,1	-4,0	9,9	11,8	-2,8
<b>Area dell'Euro (*)</b>	1,177	1,142	1,163	1,010	1,049	0,904	3,0	1,1	16,5	12,2	30,2
<b>Regno Unito (*)</b>	1,687	1,676	1,674	1,578	1,610	1,439	0,7	0,8	6,9	4,8	17,2
<b>Svizzera</b>	1,328	1,367	1,317	1,461	1,383	1,650	3,0	-0,8	10,0	4,2	24,3
<b>Danimarca</b>	6,31	6,45	6,33	7,40	7,08	8,28	2,2	0,3	17,1	12,1	31,2
<b>Norvegia</b>	7,01	7,21	7,08	7,25	6,97	8,87	2,9	1,1	3,4	-0,6	26,6
<b>Svezia</b>	7,60	7,79	7,64	9,05	8,69	10,28	2,5	0,5	19,1	14,4	35,2
<b>Russia</b>	29,86	29,81	30,06	31,82	31,78	30,14	-0,2	0,7	6,6	6,4	0,9
<b>Polonia</b>	3,89	4,02	3,89	3,93	3,81	3,96	3,3	0,0	1,0	-2,0	1,8
<b>Repubblica Ceca</b>	27,26	27,93	27,60	30,42	30,14	35,27	2,5	1,3	11,6	10,6	29,4
<b>Ungheria</b>	219,9	223,7	218,3	236,5	224,9	272,9	1,7	-0,7	7,6	2,3	24,1
<b>DOLLARO USA</b>	97,9	99,7	99,0	112,8	110,5	122,0	-1,8	-1,1	-13,2	-11,4	-19,8



(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.



## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 18 AL 24/11/2003)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 18	Stati Uniti: intervento di Santomero della Federal Reserve sulla politica monetaria Stati Uniti: discorso di Parry della Federal Reserve di San Francisco sul ruolo della Fed e sull'economia americana
Mercoledì 19	Regno Unito: la Banca d'Inghilterra pubblica i verbali dell'incontro di politica monetaria Stati Uniti: Poole della Federal Reserve parla dell'economia Stati Uniti: intervento di Mc Teer della Federal Reserve sull'economia americana
.....20/11	Giappone: incontro di politica monetaria
Giovedì 20	Regno Unito: intervento di King, Governatore della Banca d'Inghilterra, al Parlamento Stati Uniti: discorso di Moskow della Federal Reserve sullo scenario economico
Venerdì 21	Stati Uniti: discorso di Parry della Federal Reserve sull'economia americana Stati Uniti: intervento di Guynn della Federal Reserve sull'economia americana

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<i>UNIONE EUROPEA</i>					
Martedì 18	Regno Unito	RPI-X	ottobre	0,5% m/m;2,8% a/a	0,0% m/m;2,7% a/a
	Area Euro	Prezzi al consumo 	ottobre	0,3% m/m;2,1% a/a	0,1% m/m;2,0% a/a
Mercoledì 19	Italia	Nuovi Ordini Industriali	settembre	-1,7% m/m;-11,6% a/a	1,5% m/m;-5,6% a/a
	Area Euro	Bilancia commerciale	settembre	6,5 mld di euro	8,5 mld di euro
Giovedì 20	Germania	PIL (2a stima)	III tr. 03	-0,2% t/t;-0,3% a/a	0,2% t/t;-0,2% t/t
	Francia	PIL (2a stima)	III tr. 03	0,3% t/t;-0,3% a/a	0,4 t/t;-0,2% a/a
	Regno Unito	Vendite al dettaglio	ottobre	0,6% m/m;3,9% a/a	0,3% m/m;3,3% a/a
	Italia	Prezzi al consumo (12 città) 	novembre	0,2% m/m;2,6% a/a	0,2% m/m;2,4% a/a
Venerdì 21	Germania	Prezzi alla produzione	ottobre	0,0% m/m;1,9% a/a	0,1% m/m;1,7% a/a

### STATI UNITI E GIAPPONE

Martedì 18	Stati Uniti	Prezzi al consumo 	ottobre	0,3% m/m;2,3% a/a	0,0% m/m;2,0% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim. & en.)	ottobre	0,1% m/m;1,2% a/a	0,2% m/m;1,3% a/a
Mercoledì 19	Stati Uniti	Nuove unità abitative	ottobre	1,89 mln	1,85 mln
Giovedì 20	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	15 novem.	366.000	365.000
		Indice Fed di Philadelphia 	novembre	28,0	25,0
		Indicatore anticipatore	ottobre	-0,2%	0,2%