

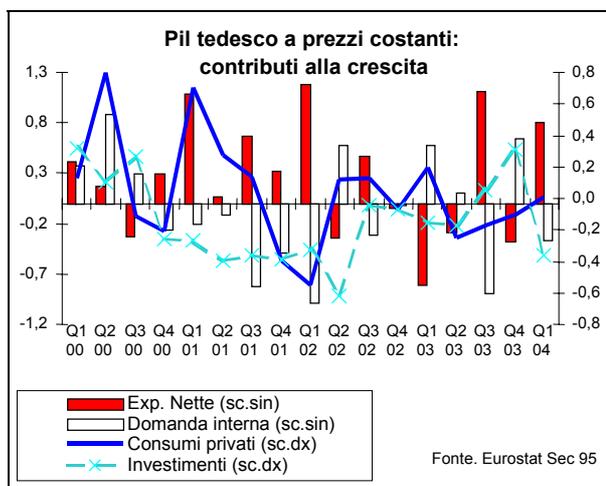
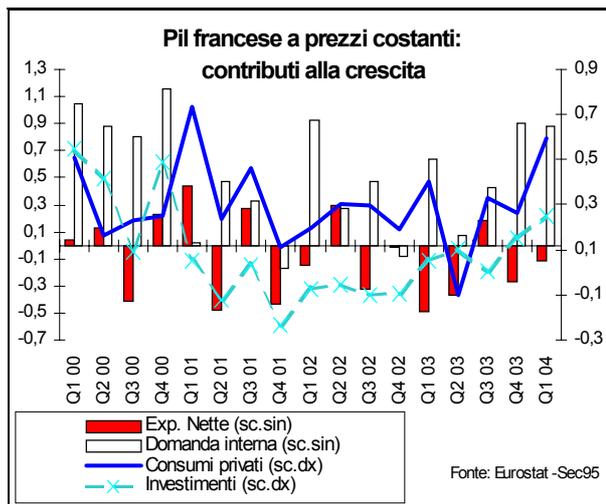
Focus settimanale del Servizio Studi BNL

8 giugno 2004
n. 22 - 2004

Coordinamento:
Giovanni Ajassa
☎ 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



- ✓ Nel primo trimestre del 2004 l'economia europea mostra segni di risveglio che attendono, tuttavia, conferme. Guardando indietro alla storia degli ultimi anni emergono differenze nazionali nei "driver" dello sviluppo: è il caso della Francia e della Germania.
- ✓ Come investono i risparmi gli spagnoli? Depositi e azioni, ma anche fondi di investimento e una quota importante di piani previdenziali.

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

RESTA ELEVATA L'ATTENZIONE SUL PETROLIO

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

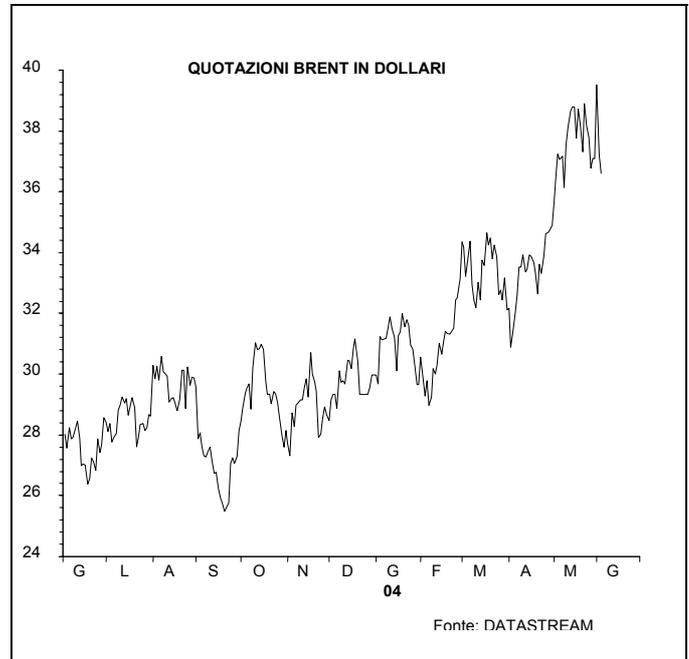
- Nella riunione dell'OPEC della settimana scorsa è stato deciso l'aumento dei tetti produttivi, a partire dal primo luglio, di 2 milioni di barili al giorno, portandoli da 23,5 a 25,5. In agosto, il cartello petrolifero si è impegnato a incrementare ulteriormente la produzione di altri 500 mila barili. Nell'ultima settimana, le quotazioni sono calate di circa il 10%, dai massimi di fine maggio.
- Dopo l'incontro di Beirut, l'attenzione sul mercato del petrolio non è comunque calata. Mentre l'offerta è in realtà bloccata dalla carenza di investimenti in infrastrutture, la domanda sembra non conoscere soste con Cina e Usa leader nei consumi.

Dopo il vertice straordinario dell'OPEC svoltosi a Beirut il 3 giugno scorso, le quotazioni del greggio sono calate di circa il 10% dai massimi toccati nell'ultima decade di maggio (oltre 42 dollari per il WTI, circa 40 dollari per il Brent). In quella sede, l'Organizzazione dei paesi esportatori di greggio ha deciso di aumentare i tetti produttivi, a partire dal primo luglio, di 2 milioni di barili al giorno portandoli da 23,5 a 25,5. In agosto, il cartello petrolifero si è impegnato a incrementare ulteriormente la produzione di altri 500 mila barili. Si tratta di una decisione che tuttavia potrebbe essere revocata, se nel prossimo incontro del 21 luglio a Vienna la situazione fosse radicalmente cambiata. La scelta compiuta dall'OPEC nella riunione del 3 giugno scorso a Beirut è stata soprattutto una scelta di compromesso: accontentare momentaneamente i mercati e non creare attriti tra i paesi membri. In realtà, l'aumento delle quote deciso dall'OPEC è meno consistente di quanto possa apparire: l'Organizzazione sta infatti già estraendo almeno 2,5 milioni di barili in più rispetto alle sue quote e quasi tutti i paesi sono al massimo della loro capacità produttiva. Sarebbe poi che Iran, Venezuela e Libia, quest'ultima assente dal vertice, temendo un eccesso di offerta e quindi un possibile crollo dei prezzi, abbiano manifestato contrarietà alla proposta.

Il nuovo tetto, in teoria, non porterebbe a un reale incremento produttivo se l'OPEC decidesse di rispettare rigidamente i vincoli, in quanto già di fatto viene estratto più petrolio di quanto fissato. Nel frattempo, inoltre, l'Organizzazione "tollererà" gli aumenti già annunciati da Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti, che si erano impegnati unilateralmente a estrarre circa 1 milione di barili al giorno in più. Le rassicurazioni per il mese di giugno e i dati positivi sulle scorte degli Stati Uniti hanno provocato una flessione a caldo delle quotazioni del greggio sui mercati internazionali. Sulle riserve Usa, secondo il dipartimento americano per l'energia, a partire dall'ultima decade di maggio si è verificata una consistente crescita degli stock, che hanno superato il livello di 300 milioni di barili, 10 in più rispetto allo stesso periodo del 2003 e praticamente in linea con quelle del 2000. Anche il dato sulle importazioni, balzate a circa 11 milioni di barili al giorno, conferma che sul mercato fisico il petrolio certamente non manca. Superiore alle aspettative anche l'aumento delle riserve di benzine.

Resta ancora un'incognita la situazione in Irak. Assente il neo-ministro iracheno Thamir Ghadhban, la delegazione del paese ha riferito che l'Irak sta producendo 2,5 milioni di barili al giorno, che tenderanno a divenire 3 milioni entro la fine del 2004. Non sono emerse novità, invece, circa la banda di oscillazione del greggio OPEC, attualmente compresa tra 22 e 28 dollari per barile. Il ministro del Kuwait aveva proposto l'adozione di un prezzo di riferimento di 30-32 dollari, ma gli altri paesi membri hanno respinto la proposta. Il presidente dell'OPEC ha comunque dichiarato che è allo studio la possibilità di cambiare la banda di oscillazione delle quotazioni, ormai di fatto superata da circa otto mesi. Occorrerà considerare un serie di fattori esterni che attualmente danneggiano il paniere, come le tensioni geo-politiche, la speculazione e il mercato delle benzine, ha affermato il presidente indonesiano Yusgiantoro. Per il meeting di settembre potrebbe scaturire una proposta sulla nuova banda, che prenderà in considerazione più elementi, come l'effetto delle oscillazioni valutarie e dell'inflazione.

L'attenzione sul mercato del petrolio non è comunque calata dopo la riunione dell'OPEC, pur se al momento le quotazioni sembrano aver allentato la tensione. L'offerta reale, anche dopo l'accordo dei giorni scorsi, rimarrà quella di prima, mentre il margine di manovra tra domanda e offerta di greggio va sempre più assottigliandosi, rendendo faticoso il mantenimento dell'equilibrio provvisoriamente raggiunto a Beirut. L'offerta è in realtà bloccata dalla mancanza di nuovi pozzi e di investimenti in infrastrutture, mentre la domanda sembra non conoscere soste con Cina e Usa a far la parte del leone nel sostenere i consumi. Nel frattempo si cerca di stabilire quali potranno essere i riflessi sugli scenari macroeconomici se le quotazioni del petrolio dovessero perdurare anche nella seconda parte del 2004 sugli stessi livelli medi del primo semestre. Gli economisti della Goldman Sachs hanno di recente stimato che tale ipotesi potrebbe far decelerare il tasso di sviluppo negli Stati Uniti fino a portarlo intorno al 3% nella media del 2005. La Bce ha invece ipotizzato, nel caso che i corsi del Brent si attestassero poco al di sotto dei 35 dollari nella media del 2004, una crescita del Pil per l'area dell'euro compresa tra l'1,4 e il 2% e un'inflazione tra 1,9 e il 2,3% per l'anno in corso.



GIAPPONE: IL LUNGO SENTIERO VERSO LA RIPRESA

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

- Il Giappone ha continuato, anche nel primo trimestre dell'anno, a mostrare segni di una ripresa economica che sembra ormai ben avviata grazie al buon andamento delle esportazioni e a una ripresa della domanda interna.
- La dinamica dei prezzi al consumo rimane negativa. Gli incrementi della produttività e il graduale venir meno di fattori di rialzo dei prezzi “una tantum” hanno compensato l'aumento delle materie prime, mantenendo le variazioni dei prezzi al consumo su valori negativi anche se prossimi allo zero.
- Permangono nel quadro economico alcuni elementi di criticità legati soprattutto alle strutturali difficoltà del settore finanziario e alla forte dipendenza dalla domanda estera che fornisce un contributo determinante alla crescita economica del paese.

L'economia giapponese continua a mostrare segnali di ripresa, il dato preliminare relativo al Pil del primo trimestre indica una crescita dell'1,4% in termini reali (corrispondente a un valore di +5,6% annualizzato e destagionalizzato), superando ancora una volta le aspettative del mercato. A sostenere questo risultato hanno contribuito in modo sostanziale la domanda interna e le esportazioni nette alimentate da un livello elevato della domanda statunitense e di quella cinese.

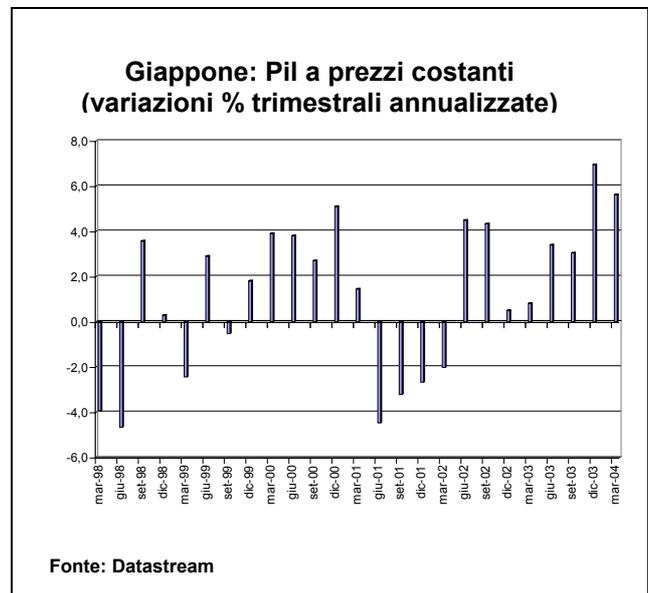
Nel corso del 2004 la ripresa dell'economia giapponese ha cominciato gradualmente a diffondersi dal settore manifatturiero a quello non manifatturiero, dalle grandi imprese alle piccole imprese e dalle zone urbane a quelle rurali. Nel corso del 2004 molte imprese nei settori della comunicazione, dei trasporti, dei servizi finanziari e nel settore immobiliare hanno ottenuto risultati economici soddisfacenti, grazie anche a un processo di innovazione tecnologica e di prodotto stimolato da nuovi investimenti.

Sul fronte della domanda interna si registrano segnali incoraggianti provenienti dai consumatori che stanno riducendo la loro propensione al risparmio e aumentando i consumi. In verità la compressione della propensione al risparmio era presente già da tempo nell'economia giapponese, ma a differenza di oggi nella seconda metà degli anni novanta tale contrazione piuttosto che a un aumento dei consumi era dovuta a una riduzione del reddito disponibile. L'attuale ripresa dei consumi appare invece legata a un incremento delle disponibilità per effetto di un miglioramento della situazione occupazionale, dell'aumento delle ore di lavoro straordinario e di una buona remunerazione degli investimenti azionari dovuta alla dinamica favorevole del mercato azionario. Significativo anche l'incremento degli investimenti produttivi nel settore dell'elettronica grazie a una forte domanda del mercato per i prodotti *consumer* di ultima generazione (tv lcd e al plasma, registratori dvd e macchine fotografiche digitali).

Per quanto concerne la politica monetaria, la strategia della banca centrale giapponese rimane quella di non modificare l'attuale politica dei tassi-zero, almeno fintanto che i prezzi al consumo non mostreranno per alcuni mesi di aver interrotto il loro processo di discesa. La variazione dei prezzi al consumo è attesa nel 2004 ancora su valori negativi ma molto prossimi allo zero. Nonostante gli aumenti nel prezzo delle commodities abbiano influenzato il prezzo dei materiali grezzi e dei beni intermedi, l'impatto sui prodotti finiti rimarrà limitato. Le pressioni al rialzo sul prezzo dei beni finali saranno infatti in gran parte compensati dagli incrementi di produttività nel settore delle imprese. A ciò si aggiunge un graduale rallentamento di alcuni fattori temporanei che hanno sostenuto i prezzi nei mesi scorsi quali l'aumento delle tariffe mediche e il prezzo del riso.

Nel secondo semestre del 2004 il ritmo di crescita dell'economia giapponese potrebbe rallentare per effetto di una dinamica delle esportazioni meno favorevole. Tra i fattori di decelerazione troviamo l'introduzione di alcune misure restrittive da parte della Cina poste in essere per evitare un eccesso di investimenti in alcuni settori come quelli dell'acciaio, dell'alluminio e del cemento. Inoltre, sebbene la maggioranza delle esportazioni verso la Cina sia concentrato su prodotti per le infrastrutture (materiali industriali di base e macchinari) che continuano a crescere stabilmente a un ritmo del 25-30%, le esportazioni di prodotti per il consumo e di quelli high-tech risulta in decelerazione.

Lo scenario presenta comunque degli elementi di rischio legati in primo luogo al permanere di una situazione difficile nel settore finanziario e in secondo luogo alla forte interdipendenza con l'andamento dell'economia mondiale. Da questo punto di vista il livello della domanda dei due maggiori partners di interazione commerciale con il Giappone presenta degli elementi di incertezza. La domanda cinese potrebbe essere inferiore a quella attuale per effetto di un rallentamento nella crescita volto a prevenire il rischio di un surriscaldamento economico, mentre la domanda statunitense sarà funzione anche della dinamica del tasso di cambio yen/dollaro che in caso di apprezzamenti eccessivi della valuta nipponica potrebbe penalizzare l'export giapponese.



FRANCIA E GERMANIA: DUE DIVERSI SENTIERI DI SVILUPPO

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

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

- **Accelera la ripresa europea nel primo trimestre del 2004, ma i sentieri di sviluppo dei singoli paesi appaiono diversificati.**
- **Focalizzando l'attenzione sulle due principali economie dell'area nell'arco di un decennio emerge come la crescita francese sia stata stimolata prevalentemente dalla domanda interna, quella tedesca sia stata sempre più influenzata da un crescente grado di integrazione internazionale.**

Nel primo trimestre del 2004 l'economia europea è cresciuta più del previsto (0,6% t/t e 1,3% a/a), consolidando un processo di graduale recupero avviato nella seconda metà del 2003. Il risultato migliore delle attese è stato trainato dal positivo contributo sia delle componenti interne sia di quelle esterne, a differenza di quanto avvenuto nel 2003 quando lo sviluppo della domanda nazionale è stato parzialmente eroso dal negativo apporto dall'estero.

Focalizzando l'attenzione sulle due principali economie dell'area, Germania e Francia, nel I trimestre del 2004 emerge un diverso sentiero di sviluppo: la crescita francese è stata prevalentemente stimolata dalla domanda interna, quella tedesca è risultata sempre più influenzata da un crescente grado di integrazione internazionale.

Guardando ad una prospettiva decennale, in Francia il principale *driver* dell'economia può essere identificato nei consumi delle famiglie e in seconda battuta negli investimenti. I vivaci consumi francesi hanno trovato sostegno in un aumento delle retribuzioni mediamente superiore a quello dell'area dell'euro a partire dal 1996 (vedi grafico).

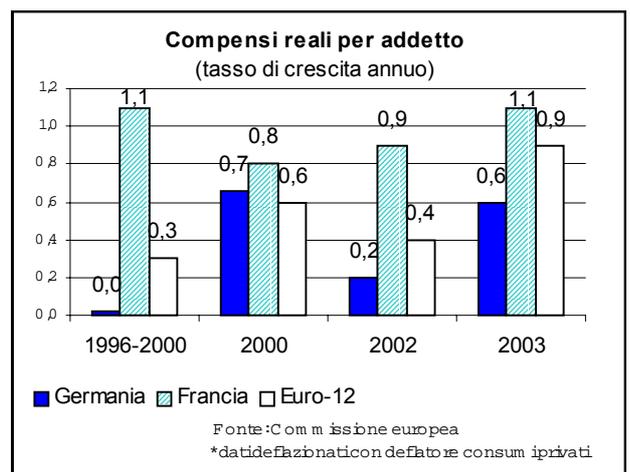
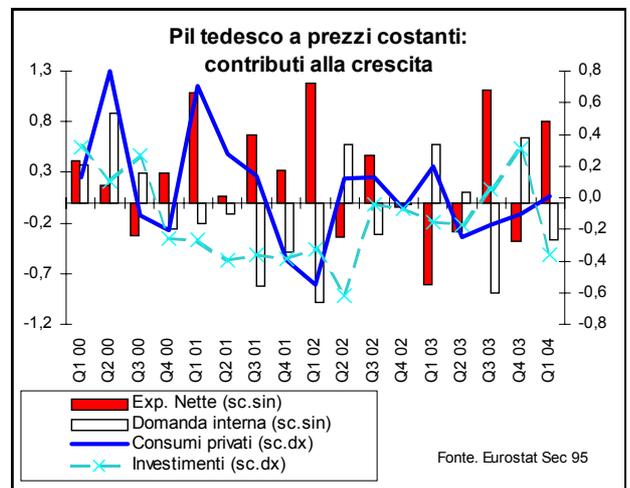
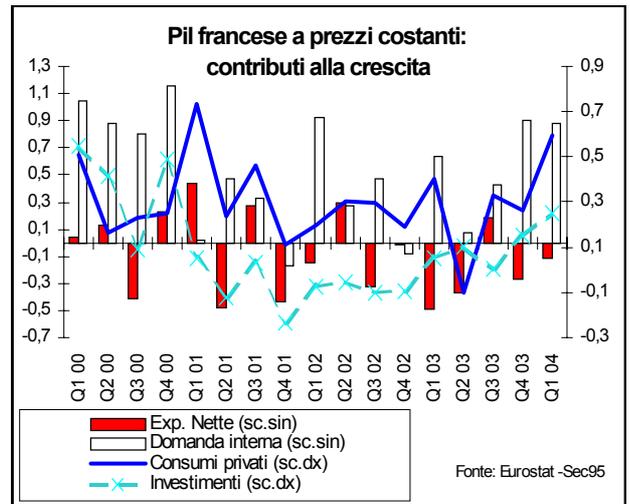
Per contro, nello stesso periodo, il ruolo della Francia nel commercio mondiale si è indebolito progressivamente. Nel 2003, pur rimanendo il quarto esportatore mondiale a pari merito con la Cina, la Francia ha dovuto archiviare una progressiva erosione della sua quota di mercato: infatti, l'incidenza dell'export di beni e servizi francese sul totale mondiale è sceso dal 6,6% del 1991 al 5,2% del 2003.

Negli anni '90 sia la Germania che la Francia hanno puntato a rallentare la dinamica retributiva. Il raffronto su dati comparabili forniti dalla Commissione europea mostra come gli adeguamenti salariali tedeschi si siano mantenuti costantemente al di sotto della media dell'area dell'euro, contrariamente a quanto avvenuto in Francia dove gli incrementi dei compensi ai lavoratori sono risultati costantemente superiori alla media.

Parallelamente in Germania i consumi delle famiglie sono risultati indeboliti e nell'ultimo triennio sono aumentati ad un tasso prossimo allo 0,1%, a fronte di un incremento nell'ordine del 2% registrato in Francia. Il processo di riforma dello Stato sociale ha contribuito a rendere più incerte le famiglie tedesche che hanno aumentato la propensione al risparmio, cresciuta di oltre un punto percentuale nell'arco dell'ultimo triennio fino al 16,5% del reddito disponibile nel 2003.

La moderata dinamica delle retribuzioni tedesche si è affiancata a un contenimento dei costi di produzione e ad un aumento della competitività della Germania nell'area dell'euro che ha agevolato un incremento della quota di export di merci e servizi tedeschi sul totale mondiale, spingendo la Germania in seconda posizione dopo gli Usa.

In Francia e Germania, come peraltro nella media degli Euro-12, i consumi privati continuano a pesare per oltre la metà del Pil. Di conseguenza, una crescita equilibrata dell'economia non può prescindere da una solida ripresa della spesa delle famiglie.



Pil a prezzi costanti		Q4 02	Q1 03	Q2 03	Q3 03	Q4 03	Q1 04
Francia	Var t/t	-0,1	0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8
	Var a/a	1,4	0,8	-0,1	0,4	1,1	1,7
Germania	Var t/t	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,3	0,4
	Var a/a	0,5	0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,7
Euro-12	Var t/t	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,6
	Var a/a	1,1	0,7	0,1	0,4	0,7	1,3

Fonte: Eurostat-Sec95

L'ECONOMIA DEL REGNO UNITO CONTINUA A CORRERE

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

- L'economia inglese continua a mostrarsi tra le più vivaci in Europa grazie al traino della domanda interna. I dati negativi sulla produzione industriale sembrano contraddetti dai risultati delle survey sulle imprese nel manifatturiero, lasciando prevedere una ripresa anche su questo fronte.
- I segnali di maggiore fiducia nella sostenibilità della ripresa, unitamente ai timori di un rialzo dell'inflazione nel medio termine, potrebbero indurre la Banca centrale ad accelerare il ritmo di rialzo dei tassi.

L'economia inglese continua a dimostrarsi tra le più vivaci in Europa. Nel primo trimestre la crescita reale è stata confermata al 3% a/a (0,6% t/t), spinta da una forte domanda interna (3,8% a/a, 1,0% t/t). Gli unici dati deboli riguardano il calo delle esportazioni (-2,7% a/a e -2,1% t/t) e della produzione industriale (-0,6% t/t), quest'ultima però risulta in forte contrasto con i risultati delle survey sulle imprese, lasciando presagire future revisioni al rialzo.

I risultati dell'indagine mensile di maggio sul manifatturiero della Confederation of Britain Industry (CBI) indicano infatti che la domanda estera ha spinto gli ordinativi sui massimi degli ultimi sei anni e le attese di produzione sono le più alte dal maggio del 1999. In rialzo sono anche le attese sui prezzi di vendita, buon indicatore del trend dell'inflazione. Anche i risultati del PMI vanno in questa direzione, con l'indice a 55,6 a maggio (55,2 in aprile) in aumento nelle componenti dei nuovi ordinativi, degli ordinativi sull'export e nei prezzi di vendita. Continua inoltre ad essere preoccupante l'indebitamento delle famiglie cresciuto in aprile del 14,7% a/a.

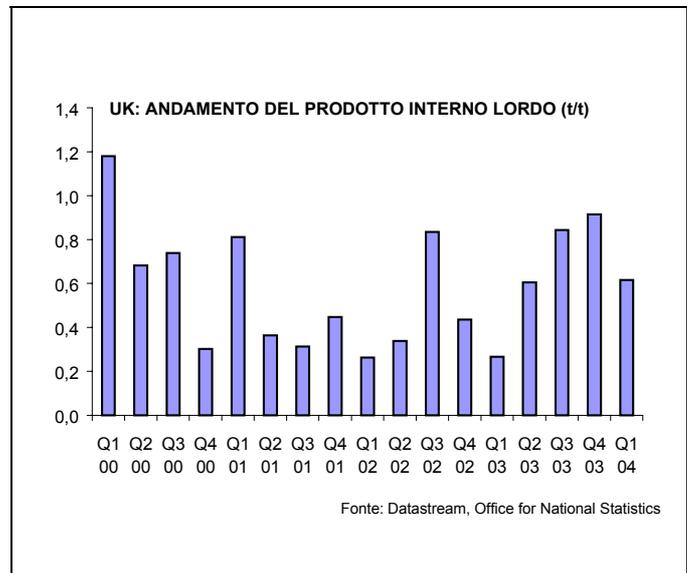
E' proprio questa robusta crescita su tutti i fronti, quello dei consumi, degli investimenti, del mercato immobiliare e del mercato del lavoro a evidenziare la necessità di un rialzo dei tassi da parte della Bank of England (BoE) più rapido di quanto previsto. A ciò si aggiungono le previsioni di forte crescita contenute nell'*Inflation Report* di maggio, i timori di un rialzo dell'inflazione nel medio termine oltre il target fissato (2% a due anni) e la necessità di frenare la crescita dell'indebitamento delle famiglie.

Sembra dunque venir meno quell'esigenza di gradualità degli interventi, tanto sottolineata nelle altre riunioni, e giustificata dalle incertezze sulla sostenibilità della ripresa e da un'inflazione sotto controllo. Attualmente, da un lato i rischi legati all'inflazione, dall'altro una maggiore fiducia nella sostenibilità della ripresa, lasciano margini di manovra superiori che dovrebbero spingere i tassi (attualmente al 4,25%) al 4,75% alla fine del terzo trimestre, al 5% alla fine del 2004 e al 5,5% nel maggio 2005.

Secondo quanto emerge dalle minute dell'incontro, all'ultima riunione del Monetary Policy Committee (MPC) della BoE, sebbene i nove membri del comitato abbiano votato all'unanimità per un rialzo di 25 punti base, una particolare attenzione è stata dedicata all'ipotesi di un rialzo di 50 punti base. Infatti, mentre le minute delle precedenti riunioni testimoniano che all'interno del comitato era in atto un dibattito sull'opportunità di intervenire o meno sui tassi, questa volta oggetto di discussione è stata solo l'entità dell'intervento, suggerendo che nel futuro la banca potrebbe muovere i tassi più rapidamente rispetto a quanto fatto finora. L'intervento sarebbe stato limitato ad un quarto di punto sia perché l'inflazione corrente è sotto controllo sia per non sorprendere il mercato lasciando intendere che la "funzione di reazione" (il processo che lega le decisioni sui tassi in funzione di un insieme di dati economici) del Comitato era cambiata. Ogni variazione della politica monetaria continuerà ad essere la risposta a variazioni delle attese sull'economia.

Ben prima di assumere la carica di governatore della Banca centrale, Mervyn King, in un discorso tenuto nel 1997, aveva sottolineato come dovesse essere ambizione di una Banca centrale raggiungere un così elevato livello di trasparenza e di prevedibilità nel condurre la politica monetaria, da risultare quasi "noiosa". Accanto al tradizionale elevato grado di trasparenza, la condotta della banca centrale appare essere caratterizzata anche dal fatto che le sue decisioni possano venire correttamente anticipate dal mercato. Sono ormai lontani i tempi in cui era arduo associare i termini trasparenza e banca centrale.

Negli anni Ottanta, infatti, quando la politica monetaria cominciò ad assumere un ruolo sempre più determinante, si comprese appieno come le aspettative delle banche centrali influenzassero le decisioni degli operatori economici. Ma fu solo nel 1994 che la Fed iniziò ad emettere dei comunicati in occasione di interventi sui tassi e solo nel 1998 cominciò a comunicare le posizioni sul bilanciamento dei rischi e sulle future direzioni di politica monetaria. Per la BoE l'anno di riferimento è il 1992, con l'uscita dallo SME, l'adozione dell'*inflation targeting*, la stesura l'anno successivo del primo *Inflation Report* e l'acquisizione della piena indipendenza nel 1997.



SPAGNA: COME SI ORIENTA IL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE

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

- Gli importanti cambiamenti in ambito economico e finanziario realizzati dalla Spagna negli ultimi 15 anni hanno portato il paese nel gruppo delle dieci nazioni più industrializzate al mondo.
- Allo sviluppo economico ha fatto riscontro un aumento sia della ricchezza complessiva delle famiglie sia una ricomposizione del loro portafoglio finanziario con aumento del ruolo degli investitori istituzionali. La quota dei depositi bancari si è gradualmente ridotta a favore di fondi di investimento e piani previdenziali.
- Il processo di diversificazione degli investimenti finanziari è stato favorito anche da una modifica del trattamento fiscale delle attività finanziarie che ha uniformato la tassazione delle diverse forme tecniche.

Negli ultimi 15 anni i rilevanti cambiamenti prodottisi nell'economia spagnola hanno permesso al paese di raggiungere uno stadio di modernizzazione tale da essere attualmente considerato tra i primi dieci maggiori paesi industrializzati al mondo ad economia più avanzata. I dati più recenti indicano per l'anno in corso una crescita ancora sostenuta (+2,8% a/a per il Pil nel I trimestre trainato dalla forte domanda interna), significativamente più elevata rispetto a quella dei principali partner europei. Ai progressi dell'economia spagnola hanno contribuito, tra l'altro, una maggiore apertura verso l'estero culminata con l'adesione all'Unione monetaria, vincolo questo che ha contribuito a rendere più stabile lo scenario macroeconomico del paese.

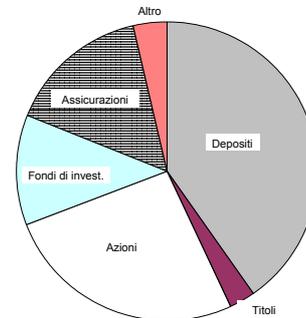
Le più importanti innovazioni sono state realizzate in campo finanziario con una progressiva liberalizzazione del mercato che ha fatto superare le numerose restrizioni cui in precedenza erano soggette tutte le attività finanziarie. Allo sviluppo economico e all'evoluzione del sistema finanziario ha fatto riscontro un parallelo aumento della ricchezza delle famiglie tanto in attività reali (grazie all'elevata propensione degli spagnoli all'investimento immobiliare) quanto in attività finanziarie. Queste ultime, in rapporto al Pil, sono salite dal 200% dei primi anni '90 al 350% all'inizio del nuovo millennio. L'intensa crescita della ricchezza finanziaria si è accompagnata a significativi cambiamenti nella sua composizione primo fra tutti il graduale ridimensionamento dei depositi bancari a beneficio di investimenti realizzati attraverso i fondi e i piani previdenziali. I depositi, che nel 1989 rappresentavano quasi il 60% delle attività in portafoglio, sono scesi attualmente a poco più del 40%; una ulteriore discesa al di sotto del livello minimo raggiunto nel 1998 (pari al 36%) è stata evitata solo da una modifica del regime fiscale a beneficio dei depositi a termine superiori ai due anni. Parallelamente le quote di fondi di investimento e di piani assicurativi e previdenziali sono aumentate rispettivamente di 11 e 9 punti percentuali arrivando a rappresentare a fine 2003 il 12% e il 15% delle attività finanziarie. Sostanziali variazioni si sono realizzate anche nella quota di titoli obbligazionari e delle azioni detenuti in portafoglio: la prima è scesa infatti dal 7,5% del 1989 al 3% circa nel 2003 risentendo in particolare dal lato dei titoli di stato della riduzione tanto delle emissioni di titoli di stato quanto dei relativi rendimenti. Le seconde hanno avuto, invece, un andamento irregolare: tra il 1989 ed il 1994 il loro peso nell'ambito della ricchezza finanziaria ha mostrato un trend discendente; tra il '94 e il '99 la quota è salita fino al 29% sospinta dalla quotazione di numerose "matricole", da operazioni di privatizzazione e da favorevoli aspettative rialziste dei corsi azionari. Attualmente gli investimenti azionari sono pari al 26% del patrimonio finanziario delle famiglie spagnole, in prevalenza in titoli non quotati. L'investimento congiunto in azioni e quote di fondi comuni raggiunge il 38% del totale delle attività finanziarie, un valore superiore sia alla percentuale italiana (pari al 30%) che ai livelli registrati dai principali partner europei (33% per la Francia e 21% per la Germania).

In sensibile crescita risulta il risparmio spagnolo investito nel comparto assicurativo e nei fondi pensione.

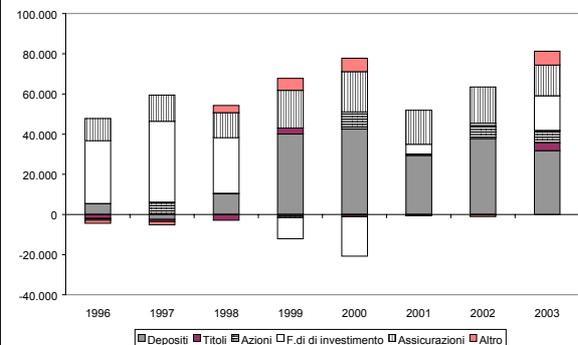
Analizzando i dati relativi all'allocazione del flusso di nuovo risparmio delle famiglie nei diversi strumenti finanziari emerge come questo sia prevalentemente indirizzato verso depositi e fondi di investimento. Tra la fine del 1989 ed il 2003 il 72% delle operazioni d'investimento è stato destinato ad una di queste attività. In particolare si osserva che negli anni in cui si realizza l'incremento di una componente, l'altra ne risulta penalizzata, circostanza che evidenzia una elevata sostituibilità tra le due forme tecniche. In particolare, tra il 1996 ed il 1998 la sottoscrizione di fondi è stata superiore all'aumento dei depositi, contrariamente a quanto verificatosi tra il 1999 e il 2002. La scelta è stata sicuramente condizionata dal più favorevole trattamento fiscale riservato ai fondi rispetto a quello applicato ai depositi. A partire dal 1999, infatti, una riforma della fiscalità degli strumenti finanziari ha ridotto le disparità di trattamento tra gli "interessi su titoli" e i "dividendi da capitale" fissando per entrambi una ritenuta pari al 18%.

Più stabili i flussi destinati alle assicurazioni vita e ai fondi pensione (26% del nuovo risparmio), con tassi di crescita delle consistenze sempre molto elevati (+17% a/a in media dal 1989 al 2003) mentre la domanda di titoli azionari risulta più volatile dipendendo prevalentemente dai prezzi del mercato e meno da regolarità nelle operazioni finanziarie.

SPAGNA: STRUTTURA DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE - 2003



SPAGNA: OPERAZIONI DELLE FAMIGLIE PER STRUMENTI FINANZIARI - Flussi in mln di euro



Fonte: Banco de España.

LE PIASTRELLE ITALIANE HANNO TROVATO L'AMERICA

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

- Dopo un triennio difficile per l'industria italiana delle piastrelle, il 2004 dovrebbe rappresentare l'anno della graduale ripresa. L'export sarà il traino principale della crescita.
- Tra i più importanti mercati di sbocco, gli Stati Uniti sono stati gli unici a rispondere positivamente alle vendite di ceramiche italiane. L'Italia vi ha confermato il suo ruolo di *market leader* con una quota di mercato del 34% dell'import e del 26% del consumo totale statunitense di piastrelle.
- La presenza sui mercati esteri ha assunto un'importanza strategica per le imprese ceramiche non tanto in termini di delocalizzazione produttiva, quanto di presidio del mercato finale: oltre all'apertura di centri di servizi alla vendita e di *show rooms*, le aziende italiane hanno acquisito società commerciali e di distribuzione e avviato l'apertura di impianti.

In difficoltà da ormai un triennio, il 2004 dovrebbe rappresentare l'anno della ripresa per l'industria italiana delle piastrelle: la produzione del settore, scesa nel 2003 a 594 milioni di metri quadrati, dovrebbe risalire nel 2004 a quota 605 per poi portarsi a 622 milioni di metri quadrati nel 2005. In termini percentuali, alla flessione produttiva dell'1,8% del 2003 dovrebbe seguire una crescita dell'1,9% quest'anno e del 2,8% il prossimo anno.

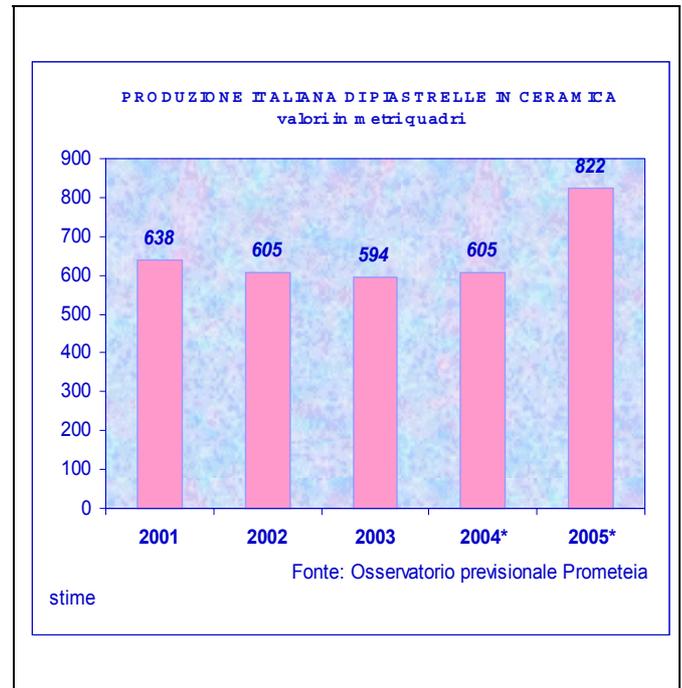
Sulla poco vivace dinamica del settore ha pesato la *performance* delle vendite (-3,4%) e delle esportazioni, in flessione del 5,5%. Sui mercati esteri, sono risultate in diminuzione, ma in recente miglioramento, le vendite di ceramiche dirette nella UE-15 (-2,6%), nei paesi dell'Europa Centro Orientale (-13%) e nei restanti paesi extra UE (-18%). Sull'industria del settore, forte di 248 aziende e 31 mila addetti, ha pesato lo scorso anno l'apprezzamento dell'euro sul dollaro che ha indotto le imprese a comprimere i margini per salvare le quote sui mercati importanti dove le piastrelle dei *competitors* spagnoli o sudamericani hanno già un costo inferiore a quelle italiane. Quanto avvenuto negli Stati Uniti, primo partner commerciale estero con 70 milioni di metri quadrati di piastrelle italiane importate, è significativo: le vendite in volume sono aumentate del 7% mentre il valore complessivo è sceso dell'8,6%. Altro fattore sfavorevole per i produttori italiani è stato l'aumento del costo delle materie prime. Il prezzo del metano di cui le aziende ceramiche sono grandi consumatrici per il funzionamento dei forni di cottura, è agganciato non solo all'andamento del dollaro ma anche al prezzo del barile di petrolio. Nel 2003 il costo del metano ha pertanto registrato un aumento dell'8% circa.

Il Nordamerica, sebbene con qualche sacrificio per la redditività delle imprese, rappresenta l'unica area che ha risposto con dinamismo alle vendite di ceramiche italiane. Non a caso i produttori nazionali hanno investito molto su questo mercato intensificando il processo di commercializzazione, di promozione dei prodotti e di fornitura dei servizi accessori soprattutto negli Stati Uniti, dove i cambiamenti culturali (maggiore attenzione all'estetica della casa) e finanziari (la spinta all'acquisto di case legata al calo dei tassi di interesse) hanno ampliato progressivamente il mercato. Il consumo di piastrelle di ceramica negli USA nel 2003 è stato di 265 milioni di metri quadri con un aumento dell'8% circa rispetto al 2002. Di questi, 209 milioni di metri quadri (pari al 79% del totale) sono stati importati e 55,5 mmq (21% del totale) sono stati di produzione statunitense. L'Italia ha confermato il suo ruolo di *market leader* con una quota di mercato del 34% dell'import e del 26% del consumo totale statunitense di piastrelle.

La produzione italiana di ceramiche da rivestimento ha trovato un crescente apprezzamento anche nel mercato russo soprattutto nelle grandi città - Mosca e San Pietroburgo - dove il miglioramento dei redditi e della qualità della vita ha innalzato la richiesta di piastrelle italiane determinando una crescita delle importazioni, nei primi nove mesi del 2003, superiore al 22% per circa tre milioni e mezzo di metri quadri. Buone notizie vengono anche dalla Cina divenuta primo produttore mondiale di piastrelle: la riduzione dei dazi all'import dal 60 al 12% potrebbe favorire l'acquisto di ceramiche di alta qualità italiane che le aziende locali, ferme su un livello di qualità medio bassa, non riescono ancora a imitare.

Benché la qualità delle piastrelle italiane sia indiscussa a livello internazionale, l'incalzare di vecchi e nuovi concorrenti come Spagna, Messico, Cina e Turchia, impone ai produttori un'attenzione incessante a investire per conservare la posizione di primato raggiunta. Oltre all'innovazione del prodotto (il settore investe il 6-7% del proprio fatturato in ricerca), la presenza sui mercati esteri assunto un'importanza strategica per le imprese di piastrelle italiane il cui obiettivo non è tanto la ricerca di vantaggi in termini di minor costo del lavoro quanto di dotarsi di uno strumento di presidio e di servizio al mercato finale. Gli investimenti diretti sono stati realizzati soprattutto in Europa orientale, Stati Uniti e Cina: oltre all'apertura di centri di servizi alla vendita e di *show rooms*, le imprese hanno acquisito società commerciali e di distribuzione e avviato l'apertura di impianti.

La sostenibilità ambientale è l'ulteriore elemento di qualità che le imprese di ceramiche da rivestimento perseguono già da molti anni rendendole competitive con chi produce senza il rispetto delle norme sulla tutela dell'ambiente. Dalla ricerca in questa direzione è nata, ad esempio, la piastrella in grado di depurare l'aria. Il prodotto, nato dall'intensa attività innovativa di una primaria azienda modenese, sfrutta l'azione di alcuni elementi chimici in combinazione con la luce solare con la proprietà di trasformare i gas inquinanti in ossigeno.



L'AUTO CERCA NUOVE STRADE

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

- Nel 2004 la crescita prevista a livello mondiale nel numero di immatricolazioni di auto sarà in gran parte attribuibile alla domanda cinese, il cui aumento si prevede a due cifre.
- Nella ricerca di nuovi mercati di sbocco, le principali case automobilistiche mondiali stanno delocalizzando la produzione in paesi che possono rappresentare un ponte verso nuove potenziali aree di consumo, tra questi anche il Sud Africa.
- Una generalizzata aggressività nelle strategie di vendita, unita e provocata da una contrazione delle vendite stesse, ha ridotto notevolmente i margini di profitto.

Per l'industria automobilistica mondiale il 2004 rappresenta l'inizio di un'epoca di cambiamenti che avrà una durata non breve. I problemi che affliggono il settore da ormai un decennio sono ben evidenziati dalla difficoltà di assorbimento dei prodotti da parte del mercato: nel corso degli anni novanta i volumi venduti a livello mondiale sono cresciuti a un ritmo dell'1,3% annuo, ma a partire dal 1999 la percentuale è scesa.

Secondo i dati più recenti, il 2003 si sarebbe chiuso con una flessione tendenziale delle immatricolazioni, mentre il recupero previsto a partire da quest'anno (+3% per il 2004 e +2,7% per il 2005) sarebbe dovuto in gran parte alla vigorosa crescita (a due cifre) che si prevede avranno i mercati emergenti, in particolare la Cina. Infatti, nei paesi dell'Europa occidentale le immatricolazioni del 2004 non dovrebbero superare di molto (1% circa) quelle del 2003 (14,2 milioni di unità), mentre negli Stati Uniti la crescita sarà anche inferiore.

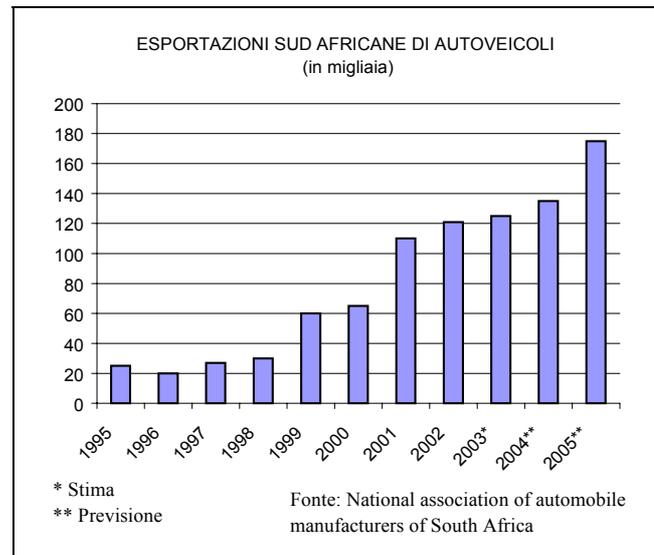
Il settore auto ha visto gradualmente ridurre il proprio peso anche sul mercato dei capitali: negli Stati Uniti, ad esempio, venti anni fa il peso in termini di capitalizzazione sul mercato complessivo era pari al 4%, oggi non supera lo 0,6%.

Ad aggravare le prospettive reali, a livello mondiale, contribuisce poi un ormai consolidato eccesso di capacità produttiva: in tutto il pianeta si stima che vi sia un eccesso pari al 25-30% di fabbriche di auto rispetto al necessario; queste, inoltre, presentano tassi di crescita della produttività pari in media al 3% l'anno, che finiranno ovviamente per aggravare il problema. In Europa, inoltre, sono allo studio progetti per aumentare ulteriormente la capacità produttiva. Il settore, infine, sebbene con maggiore difficoltà e con un certo ritardo rispetto ad altri, ha cominciato da qualche anno a essere oggetto di fenomeni di contraffazione e di imitazione da parte soprattutto di produttori asiatici, che peggiorano ulteriormente le prospettive economiche dei produttori.

Attualmente, sei grandi compagnie produttrici coprono circa tre quarti della produzione e delle vendite a livello mondiale. Esse, tuttavia, appaiono più orientate a cercare nuovi sbocchi per i loro prodotti che a diversificare (e ridurre) l'offerta. Tra i principali mercati-obiettivo delle case automobilistiche vi è sicuramente quello cinese, che presenta capacità di assorbimento decisamente appetibili: nel corso del primo trimestre del 2004 le vendite di auto in Cina sono aumentate del 45% circa rispetto allo stesso periodo del 2003, mentre il mercato *automotive* è cresciuto complessivamente del 29%. Le autorità cinesi, tuttavia, non appaiono propense a permettere alle compagnie straniere di inondare il mercato con i propri prodotti; infatti, sebbene sia stata recentemente accantonata una proposta restrittiva avanzata alcuni mesi fa dalle autorità locali, che stabiliva che non meno del 50% del totale delle auto vendute nel paese avrebbe dovuto essere *made in China*, rimane tuttavia in vigore il divieto, per le compagnie straniere che partecipano a *joint venture* con produttori locali di auto, di superare la soglia del 50%, a meno che la *joint venture* non venga costituita per l'export. D'altro canto, le barriere all'entrata del mercato cinese dell'auto sono molto elevate anche per i nuovi produttori locali. Per favorire una maggiore concentrazione e l'eliminazione di molti piccoli produttori considerati inefficienti (complessivamente i produttori d'auto cinesi sono un centinaio) le autorità hanno fissato una soglia minima di 2 miliardi di yuan come investimento necessario per entrare nel mercato; di questi, una porzione rilevante deve poi essere investita in attività di ricerca e sviluppo.

Tra i mercati considerati come un possibile sbocco per il futuro dell'auto vi è anche il Sud Africa. Oggi l'industria automobilistica del paese africano occupa la 18° posizione a livello mondiale, ma negli ultimi anni ha conosciuto tassi di crescita consistenti: dal 1998 al 2003 le esportazioni di auto si sono quintuplicate, mentre nel solo 2003 le vendite all'interno sono aumentate del 5%. Il Sud Africa viene apprezzato dalle compagnie produttrici americane ed europee come possibile meta per delocalizzare ulteriormente le loro produzioni, sia per il costo del lavoro relativamente basso, sia per una posizione geografica "strategica", che lo rende un possibile ponte verso altri paesi africani. Il governo sudafricano, inoltre, ha di recente introdotto un piano specifico per favorire l'industria automobilistica permettendo, tra l'altro, agli esportatori di importare componenti di auto e altri veicoli senza tasse. Sulla possibile evoluzione futura dell'industria automobilistica del paese pesa tuttavia la volatilità e la forza della moneta locale (il rand), che proprio lo scorso anno ha impedito alle esportazioni di crescere a livelli più sostenuti.

A livello mondiale, la carenza di mercati di sbocco si è riflessa anche in una generale riduzione dei margini di profitto delle case costruttrici; a parte alcune eccezioni, infatti, oggi gran parte dei costruttori di auto trae una quota consistente delle proprie risorse da attività complementari a quelle di vendita, soprattutto il credito al consumo destinato a favorire l'acquisto delle auto. La principale casa costruttrice americana ricava circa un terzo dei propri profitti facendo prestiti, ma questo tipo di attività, com'è noto, è intrinsecamente rischiosa, e i rischi si sono manifestati soprattutto in Giappone, dove alcune case produttrici di mini-auto destinate alla clientela più giovane hanno attuato politiche di credito al consumo molto aggressive, che spesso hanno prodotto anche perdite consistenti.



TORO OPPORTUNISTA

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

I titoli tecnologici, in particolare al Nasdaq (Cisco), riescono a saldare le soglie chiave di supporto dei listini azionari da settimane in balia della totale assenza di volumi, scongiurandone così gli scenari peggiori di rottura.

La conferma della tenuta dei livelli di sostegno di medio periodo regala invece respiro e tempo al trend di accumulazione in atto da diversi mesi.

I mercati iniziano inoltre a scontare pienamente il prossimo rialzo dei tassi Usa senza più risentirne se non sul comparto obbligazionario.

La pressione della futura stretta monetaria da parte della Federal Reserve, infatti, non viene più immediatamente scaricata sulle quotazioni di borsa.

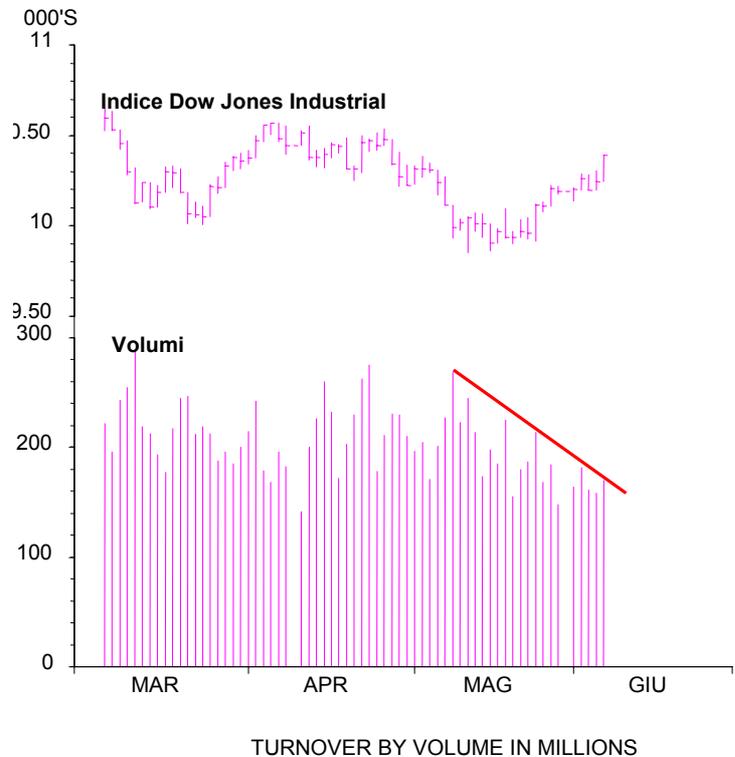
Il raffreddamento dei prezzi del petrolio rassicura ulteriormente gli investitori e allontana la spada di Damocle del caro-greggio dalle prospettive dei listini.

Il forte dato dell'occupazione Usa di maggio se da un lato scioglie riserve (macro) sulla ripresa statunitense, dall'altro canalizza le risorse finanziarie sui titoli ciclici e finanziari – legati all'espansione del ciclo – alleggerendo temporaneamente il carico rialzista dei comparti dell'alta tecnologia a lungo sfruttati.

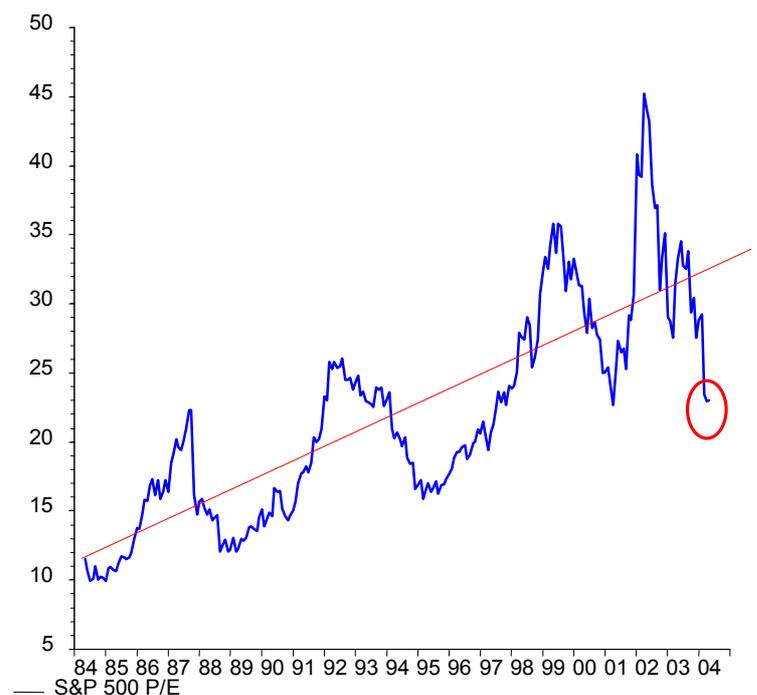
Sotto il profilo tecnico, gli indici devono ora approfittare in tempi ravvicinati dello slancio di Wall Street per consolidare posizioni più stabili, oltre la zona di neutralità, lo spartiacque cioè delineato dalla trendline discendente che congiunge i tre massimi relativi degli ultimi sei mesi.

Diversamente, il mancato aggancio al driver di turno lascerebbe nuovamente i listini senza guida, abbandonati al terreno cedevole pre-elezioni ma soprattutto all'apatia già vista delle ultime ottave.

Volumi in ribasso a Wall Street



Wall Street economica: P/e sempre ai minimi



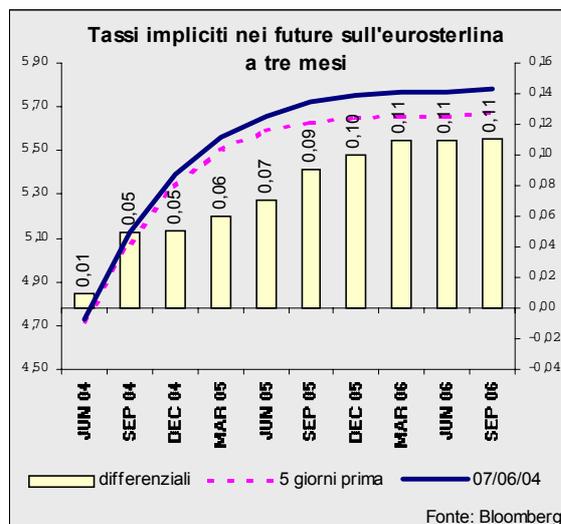
Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.V.S.E.

LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

- Le decisioni di aumento della produzione petrolifera alla riunione dell'Opec del 3 giugno, 2 milioni di barili al giorno dal primo luglio e altri 500 mila dal primo agosto, hanno avuto l'effetto di calmierare i corsi petroliferi dopo i picchi raggiunti all'indomani degli attentati terroristici in Arabia Saudita. Un ulteriore *meeting* dei paesi produttori è in calendario per il 21 luglio a Vienna allo scopo di valutare i progressi realizzati in base alla nuova strategia. E' opinione di consenso che i prezzi petroliferi possano subire solo ulteriori, contenute limature nella seconda metà dell'anno.
- La Banca centrale europea (Bce) ha lasciato i saggi guida invariati alla *meeting* del 3 giugno 2004, ma ha comunicato in anticipo l'aggiornamento del suo scenario che d'ora in poi verrà pubblicato con cadenza trimestrale. Le previsioni di crescita sono state riviste leggermente al rialzo per il 2004 tra l'1,4% e il 2% (a dicembre 2003 si ipotizzava 1,1%-2,1%), al ribasso per il 2005 tra l'1,7% e il 2,7% (da 1,9%-2,9%). L'inflazione è stata corretta al rialzo e nel 2004 è stimata assestarsi tra l'1,9% e il 2,3% (da 1,3%-2,3% di dicembre 2003), nel 2005 tra l'1,1% e il 2,3% (dal 1%-2,2%). Alla base di questa revisione vi è un'ipotesi di prezzi petroliferi in moderato calo a 34,6 dollari al barile nella media del 2004 e a 31,8 nel 2005.
- In questo scenario, rimane probabile un lungo periodo di saggi guida invariati. Nel corso della conferenza stampa del 3 giugno, Trichet ha precisato che la Bce non ha un orientamento specifico poiché esistono rischi sia dal lato della crescita sia dal lato dell'inflazione. Tuttavia, se l'attuale incremento dei corsi petroliferi non si rivelasse un episodio transitorio, la Bce si vedrebbe probabilmente costretta a prevenire i cosiddetti "second round effects" ovvero la trasmissione degli aumenti energetici sulla filiera dei prezzi interni con il permanente innalzamento del livello d'inflazione oltre le attuali stime.
- Trichet ha sottolineato che i dati relativi al Pil del I trimestre 2004 e gli ultimi indicatori sulla fiducia supportano l'ipotesi di un graduale miglioramento dello sviluppo economico. Infatti guardando ai contributi alla crescita, dal lato delle variazioni congiunturali, si evidenzia che l'incremento dello 0,6% del Pil deriva da un sostanziale recupero dell'apporto netto dall'estero (0,4%) che si somma a quello della domanda interna (0,2%), seppure quest'ultima sia in rallentamento rispetto al IV trimestre 2003. Il contributo dei consumi privati (0,3%) è stato limitato dallo sfavorevole andamento di quelli pubblici, degli investimenti fissi e delle scorte (-0,1%). Il recupero dei consumi sembra essere confermato in aprile dall'aumento delle vendite al dettaglio europee (1,3% m/m, 1,0% a/a). Sintomi di miglioramento sono emersi anche dall'indice di fiducia dei direttori degli acquisti di maggio con riferimento sia al settore manifatturiero in aumento a 54,7 sia al comparto dei servizi salito a 55,76.
- In maggio il mercato del lavoro Usa ha confermato la crescita dell'occupazione in atto da settembre 2003 con un aumento di 248.000 nuove buste paga. Anche il settore manifatturiero ha contribuito con un incremento di 32.000 nuovi occupati, che rappresenta il miglior risultato dall'agosto del 1998. I positivi segnali sono confermati dagli indici di fiducia (Ism) di maggio relativi sia al settore manifatturiero in aumento a 62,8 (da 62,4) sia al comparto dei servizi in calo a 65,2 (da 68,4), ma comunque superiore alla soglia di 50 che separa contrazione e espansione dell'attività economica. In contro tendenza è il calo degli ordini all'industria in aprile dell'1,7% m/m, che corrisponde a un aumento del 12,5% a/a, e rappresenta una correzione da livelli molto elevati dato che tra gennaio e aprile 2004 gli ordini sono aumentati del 9,5% tendenziale. I mercati hanno reagito con un marcato incremento dei rendimenti sui titoli di Stato e dei tassi impliciti nei *future* sui Federal Fund che confermano l'attesa di un aumento di almeno 25 centesimi al Fomc di fine giugno.
- Nel Regno Unito la persistente, elevata dinamica dei valori del mercato immobiliare (2,1% m/m e 19,5% a/a in maggio), il crescente debito accumulato dai consumatori, accanto all'innalzamento delle previsioni di crescita nel 2004 da parte della Banca d'Inghilterra fanno pensare a un probabile, ulteriore aumento di 25 centesimi alla riunione del 10 giugno che porterebbe il saggio guida al 4,5% e a quattro le manovre di rialzo decise a partire da novembre 2003.



Fonte: Bloomberg

	dati storici		07/06/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
Tassi di cambio					
yen-dollaro	118,27	108,52	109,6	108,0	105,0
dollaro-euro	1,166	1,226	1,233	1,19	1,23
yen-euro	137,9	133,1	135,1	128,5	129,2
sterlina-euro	0,702	0,671	0,670	0,650	0,650
Euro tassi a 3 mesi					
dollaro	1,12	1,11	1,40	1,70	2,90
euro	2,15	2,03	2,10	2,12	2,40
yen	0,06	0,05	0,05	0,07	0,10
sterlina	3,64	4,30	4,72	4,90	5,75
Titoli di Stato a 10 anni					
Stati Uniti	3,32	3,82	4,77	4,95	4,70
Germania	3,64	3,93	4,38	4,50	4,30
Giappone	0,54	1,33	1,68	1,85	1,70
Italia	3,76	4,06	4,57	4,65	4,43
Gran Bretagna	4,02	4,70	5,21	5,33	5,10

PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – 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				0,5	0,8	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	0,8
var.% trim su trim annualizzato				2,0	3,1	8,2	4,1	4,4	3,7	4,0	3,1
var.% anno su anno	2,2	3,1	4,5	2,1	2,4	3,6	4,3	5,0	5,1	4,1	3,8

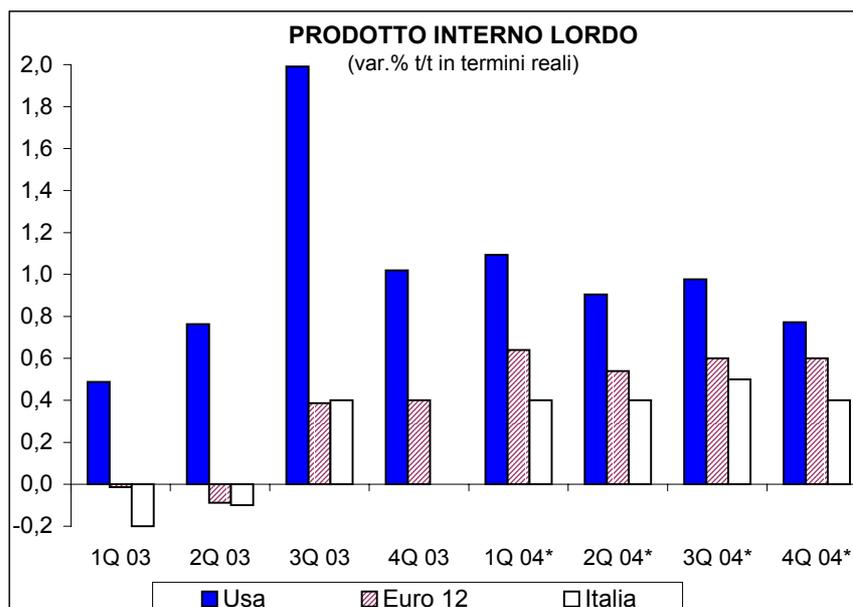
AREA EURO

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

ITALIA

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

PIL 2003 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	9.717
Euro 12	7.254
Italia	1.302



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
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	113,1	113,2	113,1	113,3	113,7	113,8	113,9	114,2	113,2
2004	114	114,2	115	115,5	115,9	115,9	115,8	115,8	116	116,1	116,1	116,4	115,6
variazioni congiunturali													
	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	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2
2004	-0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,3	0,2
variazioni tendenziali													
	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	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,1
2004	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,4	2,2	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0

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	106,8	106,8	105,5
2004	106,1	105,8	107,0	107,7	108,1	108,1	107,9	107,6	108,4	108,7	109,0	109,0	107,8
variazioni congiunturali													
	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	0,3	0,0	0,2
2004	-0,7	-0,3	1,1	0,7	0,4	0,0	-0,2	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	0,2
variazioni tendenziali													
	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	2,8	2,6	2,8
2004	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2

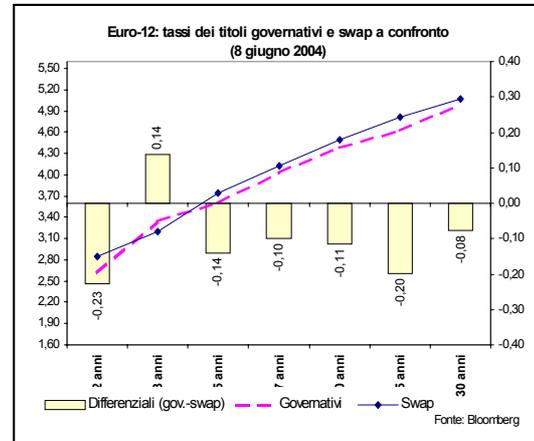
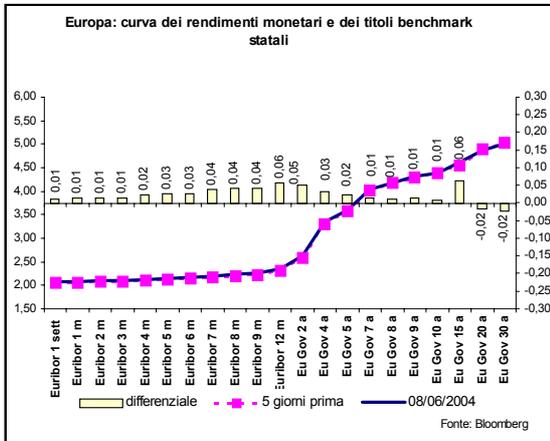
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	123,3	123,7	124,1	124,3	124,6	124,6	124,8	125,0	125,2	125,4	125,6	125,7	124,7
variazioni congiunturali													
	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	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1	2,2

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

PANORAMA TASSI & EURO

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

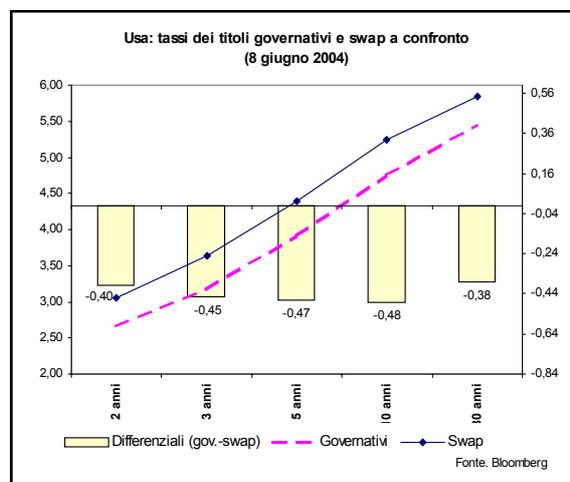
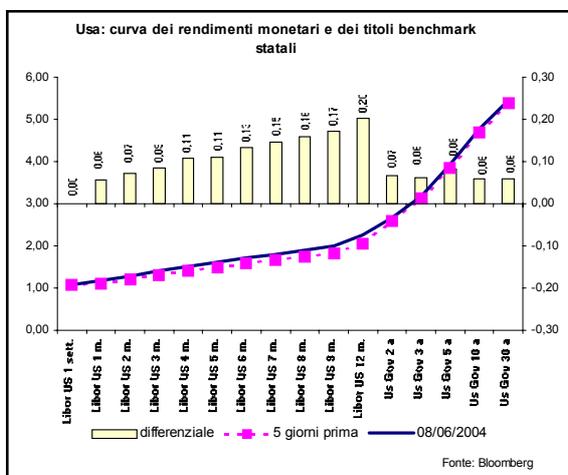


Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. %				
	dell'euro contro le altre valute										
	7/6/04	- 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	1,232	1,220	1,207	1,181	1,049	1,179	1,0	2,0	4,3	17,5	4,5
Canada	1,659	1,661	1,661	1,598	1,655	1,800	-0,1	-0,1	3,8	0,3	-7,8
Australia	1,752	1,703	1,678	1,782	1,856	1,910	2,9	4,4	-1,7	-5,6	-8,3
Nuova Zelanda	1,957	1,929	1,919	2,045	1,998	2,223	1,4	2,0	-4,3	-2,0	-12,0
Giappone	135,4	133,2	133,5	139,3	124,4	133,7	1,6	1,4	-2,8	8,8	1,2
Argentina	3,648	3,610	3,479	3,316	3,531	1,180	1,1	4,9	10,0	3,3	209,2
Svizzera	1,524	1,528	1,549	1,544	1,452	1,617	-0,2	-1,6	-1,3	4,9	-5,7
Regno Unito	0,670	0,665	0,672	0,709	0,651	0,711	0,8	-0,2	-5,5	3,0	-5,7
Svezia	9,133	9,089	9,103	9,125	9,153	9,470	0,5	0,3	0,1	-0,2	-3,6
Danimarca	7,434	7,438	7,442	7,425	7,429	7,450	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,2
Norvegia	8,186	8,199	8,093	8,149	7,276	8,855	-0,2	1,1	0,5	12,5	-7,6
Cipro	0,583	0,584	0,587	0,586	0,573	0,582	-0,2	-0,6	-0,6	1,7	0,1
Repubblica Ceca	31,27	31,63	32,21	31,34	31,58	35,11	-1,1	-2,9	-0,2	-1,0	-10,9
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	251,8	251,4	252,4	260,5	236,3	251,5	0,1	-0,2	-3,4	6,5	0,1
Lettonia	0,664	0,658	0,656	0,661	0,614	0,667	0,9	1,2	0,5	8,1	-0,4
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,427	0,425	0,426	0,430	0,418	0,443	0,3	0,1	-0,7	2,0	-3,7
Slovacchia	39,95	39,99	40,17	41,43	41,50	42,99	-0,1	-0,5	-3,6	-3,7	-7,1
Slovenia	239,1	239,0	238,7	233,5	230,2	189,0	0,0	0,2	2,4	3,9	26,5
Polonia	4,6492	4,646	4,750	4,386	4,021	4,071	0,1	-2,1	6,0	15,6	14,2
Russia	35,74	35,45	34,48	35,74	33,53	25,32	0,8	3,7	0,0	6,6	41,2
EURO	90,6	90,3	89,6	91,2	84,5	93,3	0,4	1,1	-0,6	7,3	-2,9
cambio effettivo nominale											

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						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	7/6/04	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02					
Canada	1,346	1,363	1,386	1,354	1,572	1,598	1,2	3,0	0,6	16,8	18,7
Australia (*)	0,706	0,716	0,703	0,659	0,562	0,516	-1,4	0,5	7,2	25,7	36,9
Nuova Zelanda (*)	0,633	0,633	0,617	0,578	0,524	0,425	-0,1	2,5	9,5	20,7	48,8
Giappone	109,6	109,4	112,3	118,7	118,8	131,8	-0,2	2,4	8,3	8,4	20,3
Corea del Sud	1.164	1.166	1.166	1.202	1.200	1.320	0,1	0,2	3,2	3,1	13,4
Filippine	55,82	55,77	55,70	53,50	53,60	51,60	-0,1	-0,2	-4,2	-4,0	-7,6
Indonesia	9.305	9.265	8.738	8.210	8.950	10.370	-0,4	-6,1	-11,8	-3,8	11,4
Singapore	1,704	1,698	1,704	1,729	1,734	1,849	-0,4	0,0	1,5	1,8	8,5
Thailandia	40,53	40,48	40,02	41,64	43,11	44,05	-0,1	-1,3	2,7	6,3	8,7
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	44,99	45,50	44,61	46,91	47,97	48,27	1,1	-0,8	4,3	6,6	7,3
Argentina	2,97	2,96	2,92	2,83	3,36	1,00	-0,3	-1,6	-4,7	13,1	-66,5
Brasile	3,11	3,19	3,06	2,88	3,54	2,30	2,6	-1,5	-7,5	13,8	-26,2
Cile	641,0	641,0	638,0	714,3	720,3	646,3	0,0	-0,5	11,4	12,4	0,8
Colombia	2.705	2.735	2.714	2.818	2.867	2.297	1,1	0,3	4,2	6,0	-15,1
Messico	11,36	11,41	11,51	10,48	10,46	9,11	0,5	1,3	-7,7	-7,9	-19,8
Perù	3,48	3,49	3,49	3,48	3,50	3,44	0,1	0,1	0,0	0,5	-1,2
Uruguay	29,75	29,79	29,63	26,61	27,20	14,75	0,1	-0,4	-10,5	-8,6	-50,4
Venezuela	2.911	2.951	2.983	1.598	1.387	759	1,4	2,5	-45,1	-52,4	-73,9
Israele	4,52	4,56	4,59	4,41	4,75	4,48	0,8	1,5	-2,3	5,1	-0,9
Sud Africa	6,46	6,52	7,06	8,14	8,57	12,37	1,0	9,3	26,0	32,8	91,6
Turchia	1.474.477	1.495.615	1.480.105	1.426.423	1.643.699	1.429.847	1,4	0,4	-3,3	11,5	-3,0
Area dell'Euro (*)	1,232	1,220	1,207	1,181	1,049	0,904	1,0	2,0	4,3	17,5	36,3
Regno Unito (*)	1,841	1,833	1,788	1,662	1,610	1,439	0,4	3,0	10,8	14,4	27,9
Svizzera	1,237	1,254	1,302	1,320	1,383	1,650	1,4	5,2	6,7	11,8	33,4
Danimarca	6,03	6,10	6,26	6,35	7,08	8,28	1,1	3,7	5,2	17,3	37,3
Norvegia	6,70	6,71	6,70	6,90	6,97	8,87	0,0	0,0	2,9	3,9	32,2
Svezia	7,40	7,46	7,65	7,79	8,69	10,28	0,8	3,4	5,3	17,5	39,0
Russia	29,07	28,99	28,87	30,65	31,78	30,14	-0,3	-0,7	5,4	9,4	3,7
Polonia	3,73	3,82	3,99	3,73	3,81	3,96	2,3	6,9	-0,1	2,0	6,0
Repubblica Ceca	25,38	25,92	26,69	26,52	30,14	35,27	2,1	5,2	4,5	18,8	39,0
Ungheria	204,0	206,6	211,9	223,2	224,9	272,9	1,3	3,9	9,4	10,2	33,8
DOLLARO USA	96,8	97,7	99,5	102,1	110,5	122,0	-0,9	-2,7	-5,2	-12,4	-20,7

(*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DALL'8 AL 14/6/ 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Giovedì 10	Area Euro: bollettino mensile BCE di giugno Regno Unito: incontro di politica monetaria
Venerdì 11	Stati Uniti: discorso di Gynn della Federal Reserve sullo scenario economico

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
UNIONE EUROPEA					
Martedì 8	Germania	Variazione numero di occupati	maggio	23.000	9.000
		Tasso di disoccupazione	maggio	10,5%	10,5%
		Variazione numero occupati	maggio	-20.000	-33.000
Mercoledì 9	Germania	Produzione industriale	aprile	-1,1% m/m;0,4% a/a	2,2% m/m;3% a/a
		Bilancia commerciale	aprile	□ 16,5 mld	□ 12,3 mld
	Regno Unito	Produzione industriale	aprile	0,0% m/m;-0,6% a/a	0,4% m/m;-0,2% a/a
		Produzione manifatturiera	aprile	-0,3% m/m;0,4% a/a	0,6% m/m;0,4% a/a
		Bilancia commerciale (globale)	aprile	- £ 4,05 mld	- £ 3,80 mld
Giovedì 10	Francia	Bilancia commerciale (non UE)	aprile	- £ 2,02 mld	- £ 2,20 mld
		Produzione industriale	aprile	0,1% m/m;1,2% a/a	0,6% m/m;1,9% a/a
	Italia	Pil	I tr. 04	0,0% t/t;0,1% a/a	0,4% t/t;0,8% a/a

STATI UNITI E GIAPPONE

Mercoledì 9	Stati Uniti	Scorte all'ingrosso	aprile	0,6% m/m	0,5% m/m	
Giovedì 10	Stati Uniti	Prezzi all'importazione	maggio	0,2% m/m;4,6% a/a	0,8% m/m;6,2% a/a	
		Fabbisogno mensile	maggio	- \$ 88,9 mld	- \$ 66,7 mld	
Venerdì 11	Giappone	Ordini macchinari	aprile	-3,2% m/m;0,2% a/a	2,3% m/m;6,8% a/a	
	Stati Uniti	Prezzi alla produzione [Ⓛ]	maggio	0,7% m/m;3,7% a/a	0,8% m/m;4,8% a/a	
		Prezzi alla produzione (escl. al. & en.) [Ⓛ]	maggio	0,2% m/m;1,5% a/a	0,2% m/m;1,5% a/a	
			Bilancia commerciale	aprile	- \$ 46,0 mld	- \$ 44,5 mld
			Indice fiducia Università Michigan [Ⓛ]	giugno	94,2	88
	Giappone	Produzione industriale	aprile	0,6% m/m;8,3% a/a	3,3% m/m;8,6% a/a	