

# Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**13 luglio 2004**  
**n. 27 - 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. 158/2002 del 9/4/2002

Stampato in proprio c/o BNL  
Via San Basilio, 48 – 00187 Roma

le opinioni espresse non impegnano  
la responsabilità della Banca

## ESPORTAZIONI ITALIANE DI OREFICERIA E ARGENTERIA

Principali 20 paesi di destinazione

*Primo trimestre 2004*

PAESI	MILIONI DI EURO		VAR. % 2004/03	In % sul totale
	2003	2004		
<b>Stati Uniti</b>	224,00	182,11	-18,7	23,8
<b>Francia</b>	56,59	62,78	10,9	8,2
<b>Regno Unito</b>	49,30	51,10	3,7	6,7
<b>Svizzera</b>	75,70	67,29	-11,1	8,8
<b>Emirati Arabi</b>	48,78	58,30	19,5	7,6
<b>Spagna</b>	27,58	33,89	22,9	4,4
<b>Germania</b>	27,63	27,94	1,1	3,7
<b>Hong Kong</b>	59,73	32,72	-45,2	4,3
<b>Cina</b>	14,43	21,35	48,0	2,8
<b>Giappone</b>	26,64	22,73	-14,7	3,0
<b>Messico</b>	20,32	12,19	-40,0	1,6
<b>Canada</b>	10,78	9,23	-14,4	1,2
<b>Panama</b>	10,93	9,78	-10,5	1,3
<b>Israele</b>	10,40	10,81	3,9	1,4
<b>Turchia</b>	11,00	12,42	12,9	1,6
<b>Grecia</b>	6,84	10,21	49,3	1,3
<b>Belgio</b>	8,88	7,80	-12,2	1,0
<b>Australia</b>	9,39	9,76	3,9	1,3
<b>Giordania</b>	4,80	6,79	41,5	0,9
<b>Portogallo</b>	7,56	7,69	1,7	1,0
<b>Altri Paesi</b>	112,88	107,68	-4,6	14,1
<b>Totale</b>	<b>824,16</b>	<b>764,57</b>	<b>-7,2</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Analisi e Studi Industriali; elaborazione su dati ISTAT

- ✓ Al fine di contenere i rischi di surriscaldamento e promuovere una crescita equilibrata, la politica monetaria cinese persegue il controllo degli aggregati monetari e del credito ed accelera la liberalizzazione dei tassi di interesse. Nella manovra complessiva si iscrive una nuova attenzione ad accrescere l'efficienza e lo spessore del mercato obbligazionario cinese.
- ✓ Dopo un 2003 poco favorevole, il 2004 si apre sotto migliori auspici per l'industria orafa italiana. L'andamento delle vendite estere mostra un miglioramento soprattutto nell'area europea e sul mercato cinese.

## LE RECENTI MISURE DI POLITICA MONETARIA IN CINA

P. Verduci ☎ 06-47027281- [paola.verduci@bnlmail.com](mailto:paola.verduci@bnlmail.com)

- La combinazione di politiche macro e micro economiche con la quale la Cina sta gestendo la fase di surriscaldamento degli investimenti sembra essere un approccio necessario in un'economia in cui lo scarso sviluppo del mercato finanziario avrebbe sicuramente limitato l'efficacia di misure a carattere esclusivamente monetario.
- La liberalizzazione dei tassi di interesse è una riforma riconosciuta dalla Cina come fondamentale ai fini di un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie, per favorire lo sviluppo del mercato dei capitali e in vista degli impegni assunti a seguito dell'adesione al WTO.

Per fronteggiare i rischi di un surriscaldamento dell'economia la Cina ha finora agito sia sul fronte macro, con gli interventi della Banca centrale a valere sui tradizionali strumenti di politica monetaria, sia sul fronte micro, con le misure amministrative prese dal Governo centrale e dirette ai settori maggiormente a rischio.

Tra queste ultime l'imposizione di requisiti di patrimonializzazione agli investimenti nei settori dell'acciaio, alluminio, cemento, cresciuti nel 2003 rispettivamente del 96,6%, 107,2% e 92,9%, l'introduzione di una moratoria temporanea ai prestiti bancari (il 42% dei finanziamenti a questi settori è di natura bancaria) e l'introduzione di misure di controllo dei prezzi. La combinazione di politiche micro e macro si rende necessaria per un'economia in cui lo scarso sviluppo del sistema finanziario avrebbe limitato l'efficacia di interventi a carattere esclusivamente monetario.

Nel primo trimestre 2004 la Cina ha fatto registrare un tasso di crescita reale del Pil pari al 9,8% (nominale pari al 13,1%) e l'inflazione è cresciuta del 4,4% a/a a maggio (-0,1% m/m). Per valutare la capacità della Cina nella gestione del surriscaldamento dell'economia non è sufficiente guardare alla crescita del Pil, per la quale l'obiettivo governativo del 7% per il 2004 (+9,1% nel 2003), seppur non raggiungibile per l'intero anno, resta ancora possibile per il secondo semestre. Dagli ultimi dati emerge infatti che tutti gli indicatori chiave, quali la produzione industriale, gli investimenti fissi e l'offerta di moneta, sono in rallentamento.

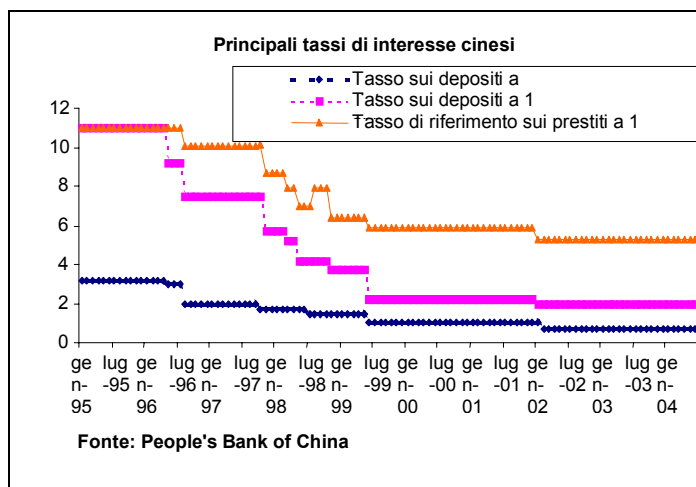
A giugno la crescita dell'attività industriale è in calo per il quarto mese consecutivo al 16,2%, un dato confortante se si considera che secondo le stime di Morgan Stanley l'aumento della produzione industriale cinese è stato nel 2003 pari ad otto volte quello realizzato negli Stati Uniti. Sotto attento controllo governativo è anche il tasso di crescita degli investimenti considerando che in rapporto al Pil sono passati dal 33,6% nel 1997 al 42,9% nel 2003, contribuendo nello stesso periodo al 56,7% della crescita della domanda. L'offerta di moneta M2, cresciuta nei primi cinque mesi dell'anno del 17,5% a/a, è in rallentamento rispetto al dato di aprile (19,1% a/a). In Cina il rapporto tra M2 e il Pil raggiunge quasi il 200%, indicando che il sistema economico dipende eccessivamente dal credito bancario.

Nel 2004, al fine di consentire una crescita economica equilibrata, la politica monetaria cinese è espressamente orientata al controllo della crescita della moneta e del credito (obiettivi dichiarati di crescita di M2 e M1 al 17%, un livello dei nuovi prestiti di circa RMB 2.600 mld e l'inflazione al 3%) e ad accelerare la liberalizzazione dei tassi di interesse. Le misure adottate finora dalla Banca centrale includono:

- l'intensificarsi delle operazioni sul mercato aperto per sterilizzare gli eccessi di liquidità sul mercato;
- l'innalzamento del coefficiente di riserva obbligatoria dal 7% al 7,5% (era stato innalzato ad agosto 2003 di 1 p.p.) e l'introduzione di un sistema di coefficienti di riserva obbligatoria differenziati a seconda degli indicatori di performance delle istituzioni finanziarie, quali l'adeguatezza patrimoniale e la qualità del credito;
- l'aumento del tasso di rifinanziamento ad 1 anno di 0,27 p.p. al 3,24% e del tasso di rifinanziamento a 20 giorni di 0,63 p.p. al 3,33%;
- l'allargamento del range di variazione dei tassi sui prestiti applicabili dalle istituzioni finanziarie;
- il supporto al credito all'agricoltura e alle piccole e medie imprese.

Lo stesso Governatore della Banca centrale cinese, Zhou Xiaochuan, ha dichiarato che al fine di garantire l'efficienza dei mercati finanziari cinesi occorre introdurre una curva di rendimenti benchmark significativa e proseguire il processo di liberalizzazione dei tassi di interesse. Finora infatti, anche a causa dell'insufficiente varietà di titoli di debito sul mercato, la struttura dei tassi per scadenze è risultata inadeguata e i rendimenti dei titoli di debito non sono pienamente determinati dal mercato.

Sul piano della determinazione dei tassi sui prestiti delle istituzioni finanziarie, la Banca centrale fissa un tasso di riferimento e una banda di oscillazione entro la quale si muovono le istituzioni finanziarie all'atto dell'erogazione. Dal 1 gennaio 2004 la Banca centrale ha allargato la banda di oscillazione dei tassi (90%-170%) e ha stabilito che il tasso non sarà più dipendente dalle dimensioni e dall'assetto proprietario dell'impresa da finanziare (prima i tassi sui prestiti alle piccole e medie imprese non potevano eccedere il 130% del benchmark, quelli alle grandi imprese il 110% e quelli alle imprese statali il benchmark). Adesso, ad esempio, il range dei tassi sui prestiti ad un anno, il cui benchmark è fissato al 5,31%, è per tutti 4,78%-9,03%. L'allargamento della banda rientra inoltre negli impegni presi dal paese per l'adesione al WTO di favorire la creazione di un contesto di mercato, di ridurre lo squilibrio tra finanziamento diretto e indiretto delle imprese grazie allo sviluppo del mercato dei capitali finanziari e in vista dell'apertura del settore bancario per il 2006.



## SEGNALI PREZIOSI PER I GIOIELLI

P. Di Falco ☎ 06-47028442 – [pulisia.difalco@bnlmail.com](mailto:pulisia.difalco@bnlmail.com)

- Il 2004 si apre sotto migliori auspici per l'industria orafa italiana che ha archiviato un 2003 poco favorevole. Le contrazioni dell'export nel primo trimestre di quest'anno appaiono significativamente più contenute rispetto allo scorso anno e il mese di marzo ha evidenziato un'inversione di tendenza che potrebbe trovare conferma nei mesi successivi.
- L'andamento delle vendite estere evidenzia un diffuso miglioramento nell'area europea e un andamento differenziato nei mercati extracomunitari tra cui spicca la crescita del mercato cinese.
- Il moderato dinamismo del mercato interno riflette il mutamento intervenuto nei gusti dei consumatori divenuti più attenti al contenuto innovativo del gioiello, non più considerato bene rifugio.

L'industria orafa italiana esce in affanno da un 2003 poco favorevole e apre il 2004 con qualche timido segnale di ottimismo. Nel primo trimestre di quest'anno il calo delle esportazioni si riduce di intensità (-7,2% dopo il -23% dello scorso anno) mentre si evidenziano spunti positivi a livello congiunturale: nel mese di marzo le vendite estere di preziosi hanno mostrato un'inversione di tendenza segnando un aumento su base annua del 10,4%.

Sulla contrazione complessiva delle esportazioni orafe, nel primo trimestre 2004, hanno influito diversi fattori: dal calo della domanda mondiale di preziosi all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e delle monete agganciate al biglietto verde, dalla prudenza degli operatori in un contesto di tensioni politico-militari, ai mutamenti intervenuti nei gusti dei consumatori ora attratti da beni e servizi confacenti a nuovi stili di vita.

Riguardo ai principali paesi di destinazione, l'andamento delle vendite estere nel primo trimestre evidenzia un diffuso miglioramento nell'area europea. La Francia, che da sola assorbe oltre l'8% della produzione italiana, è passata da una flessione del 14% del 2003 a un segno positivo prossimo all'11%; il Regno Unito, che aveva toccato un picco di -26%, è risalito a +3,7%; la Spagna ha ribaltato la situazione passando da -20,2% a +23% e la Germania, che era scesa a -34%, ha mostrato un aumento +1,1%. Sui mercati extra-UE le vendite hanno evidenziato un andamento differenziato: gli Stati Uniti, primo acquirente di preziosi italiani, registrano ancora una flessione (-18,7%) ma più contenuta rispetto a quella evidenziata nei primi due mesi di quest'anno (-27,6%). Tra i paesi asiatici la Cina è in crescita del 48% a fronte dei cali di Hong Kong e Giappone; gli Emirati Arabi sono tornati a un positivo 19,5% dopo avere perso il 19% lo scorso anno. Gli Emirati Arabi Uniti (EAU) sono il primo paese mediorientale nella graduatoria dei consumatori di orologi e gioielleria. Nello scorso anno, gli EAU hanno acquistato orologi per 360 milioni di euro su un totale di 834 milioni di euro in 16 paesi, compresa l'Arabia Saudita. Riguardo alla gioielleria (oro e platino), gli EAU ne hanno acquistato per 620 milioni di euro su un totale di 1 miliardo di euro nella regione, per un valore percentuale pari al 60,2%. L'Italia continua ad essere il primo paese fornitore di gioielli: le nostre vendite agli Emirati pesano per il 7% circa sul totale dell'export italiano di settore.

La situazione del mercato interno che mostra un profilo moderatamente dinamico, riflette i profondi cambiamenti intervenuti negli ultimi anni nella domanda. Innanzitutto, l'oggetto prezioso ha perso il valore di bene rifugio attribuitogli anni addietro: il gioiello come investimento riguarda oggi un segmento più ristretto di preziosi le cui connotazioni sono l'elevata qualità, il *design* eccezionale, una firma prestigiosa a livello internazionale o un rilevante valore storico. Il nuovo orientamento all'acquisto si presenta con maggior evidenza negli acquirenti più giovani, attratti da altre tipologie, sia di prodotti (come quelli telefonici, informatici e dell'hi-fi), sia di servizi (viaggi, tempo libero ecc.). Anche i consumatori maturi e dall'elevato potere di acquisto hanno diversificato le loro scelte. Ancorato il prezioso di valore a ricorrenze speciali o tradizionali, il focus dell'acquisto si è spostato su prodotti esclusivi dal prezzo elevato e che rappresentino comunque uno *status symbol*, dal cui possesso discenda un senso di gratificazione e di distinzione.

Queste nuove caratteristiche della domanda di preziosi implicano da parte delle aziende del settore un'attenzione costante ai mercati e risposte rapide per cogliere e sfruttare a proprio vantaggio i mutamenti di gusto degli acquirenti. Qualche progresso è stato fatto nelle politiche di marketing con la trasformazione dei punti vendita in spazi più ampi e più "aperti" rispetto ai negozi tradizionali, decisione che se ha reso più accessibile il prezioso a un maggior numero di consumatori ha anche avuto l'effetto di appannare quell'aura di esclusività che accompagnava gli acquisti fino agli anni '80.

### ESPORTAZIONI ITALIANE DI OREFICERIA E ARGENTERIA

Principali 20 paesi di destinazione

*Primo trimestre 2004*

PAESI	MILIONI DI EURO		VAR. % 2004/03	In % sul totale
	2003	2004		
Stati Uniti	224,00	182,11	-18,7	23,8
Francia	56,59	62,78	10,9	8,2
Regno Unito	49,30	51,10	3,7	6,7
Svizzera	75,70	67,29	-11,1	8,8
Emirati Arabi	48,78	58,30	19,5	7,6
Spagna	27,58	33,89	22,9	4,4
Germania	27,63	27,94	1,1	3,7
Hong Kong	59,73	32,72	-45,2	4,3
Cina	14,43	21,35	48,0	2,8
Giappone	26,64	22,73	-14,7	3,0
Messico	20,32	12,19	-40,0	1,6
Canada	10,78	9,23	-14,4	1,2
Panama	10,93	9,78	-10,5	1,3
Israele	10,40	10,81	3,9	1,4
Turchia	11,00	12,42	12,9	1,6
Grecia	6,84	10,21	49,3	1,3
Belgio	8,88	7,80	-12,2	1,0
Australia	9,39	9,76	3,9	1,3
Giordania	4,80	6,79	41,5	0,9
Portogallo	7,56	7,69	1,7	1,0
Altri Paesi	112,88	107,68	-4,6	14,1
<b>Totale</b>	<b>824,16</b>	<b>764,57</b>	<b>-7,2</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Analisi e Studi Industriali; elaborazione su dati ISTAT

## ALIMENTARE: IN ATTESA DELLA RIPRESA DELL'EXPORT

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

- Il settore alimentare italiano conferma la buona performance del 2003 registrando nel primo trimestre del 2004 una crescita superiore all'1%.
- La tenuta del settore (2° nel manifatturiero per dimensione del fatturato) si deve in larga misura alla domanda interna; tuttavia nel corso del 2004 uno stimolo dovrebbe arrivare anche dalla ripresa delle vendite all'estero.
- Sui mercati esteri le imprese alimentari italiane continuano a soffrire per la loro ridotta dimensione che rende difficile stipulare accordi di collaborazione con i grandi distributori europei e statunitensi.

Nel corso del 1° trimestre del 2004 la produzione del settore alimentare in Italia è cresciuta dell'1,7% rispetto allo stesso periodo del 2003. Il settore si conferma al secondo posto, per livello di fatturato, nell'ambito dell'industria manifatturiera del paese e, dopo aver realizzato una delle migliori performance dell'industria nel 2003, dovrebbe quest'anno registrare una crescita analoga a quella del Pil. La tenuta del settore è stata favorita dal buon andamento della domanda interna, cresciuta nel 2003 del 2,3% a/a e per la quale si prevede una buona tenuta anche nell'anno in corso. Lo stimolo dovrebbe tuttavia provenire anche da un aumento della

domanda estera, che nel corso dell'anno passato ha invece rappresentato un fattore di rallentamento. Il 2003 si è chiuso infatti con una flessione delle esportazioni determinata dalla riduzione degli acquisti da parte dei paesi della Ue (che assorbono il 61% dell'export del settore), dei paesi dell'America Latina, e soprattutto del Nord America, verso cui si indirizza il 13% circa delle esportazioni alimentari italiane. A essere penalizzate sono state soprattutto le vendite all'estero di vino, pasta e conserve vegetali, mentre hanno registrato incrementi le vendite di formaggi (+11%), di prodotti del comparto dolciario (+5%) e di carni preparate (+3,2%).

La flessione delle esportazioni si è protratta nel 2004 (il primo trimestre di quest'anno ha registrato un -3% t/t), anche se segnali di ripresa appaiono visibili dal dato congiunturale positivo (+0,8% rispetto al 4° trimestre 2003). Tra i singoli comparti, i dati (disponibili per il solo 1° bimestre) mostrano persistenti difficoltà per le vendite di vini, per i prodotti lattiero caseari, le farine e pasta e i prodotti ortofrutticoli.

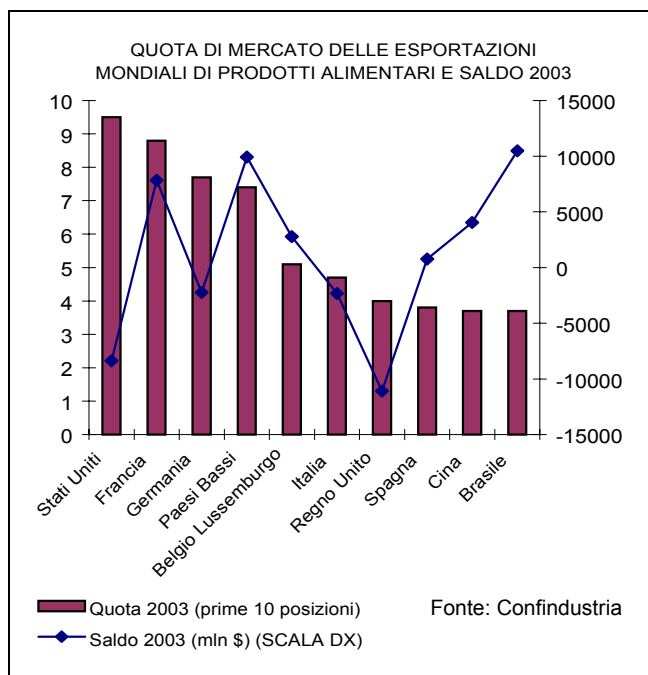
Le esportazioni rappresentano oggi meno del 14% del fatturato complessivo del settore, contro una media Ue di oltre il 18%; tuttavia, a partire da quest'anno tale quota dovrebbe ricominciare a salire grazie a una ripresa stimata delle vendite all'estero che, nel prossimo biennio, dovrebbe attestarsi al 4% circa. La quota italiana sulle esportazioni mondiali di prodotti alimentari è oggi pari al 4,7%, e il nostro paese si colloca così al 6° posto nella graduatoria mondiale, subito dietro Belgio-Lussemburgo, che insieme detengono una quota del 5,1%. La quota italiana raggiunge però livelli da primato in alcuni comparti, quali la pasta e i pomodori (rispettivamente 41,7% e 52,1% sul mercato mondiale, seguita in questo segmento solo dalla Cina con il 10,1% e il 9,2%), l'olio di oliva (seconda dopo la Spagna) e i vini (seconda dopo la Francia).

Relativamente alle aree geografiche, l'Italia esporta i suoi prodotti prevalentemente verso i paesi dell'Europa occidentale ma la quota di mercato detenuta è ampiamente inferiore a quello dei principali concorrenti, primi fra tutti Francia (12,8%) e Germania (12,1%).

Nel prossimo futuro le esportazioni italiane potrebbero iniziare a beneficiare, oltre che della ripresa della domanda estera, anche di accordi di collaborazione tra catene distributive italiane ed estere oggi in fase di studio. Questo canale di vendita rappresenterebbe una opportunità rilevante per le imprese alimentari italiane, spesso penalizzate sui mercati esteri dalla ridotta dimensione che rende difficile i rapporti con i grandi distributori europei e americani. Anche la lotta alla contraffazione potrebbe rappresentare una via per aumentare le vendite di prodotti alimentari all'estero: oggi il fatturato dell'industria della contraffazione è stimato intorno a i 52,6 miliardi di euro, ma in assenza di misure in grado di frenare il fenomeno esso potrebbe arrivare, intorno al 2006, a realizzare un fatturato analogo a quello ufficiale del settore, valutabile tra i 110 e i 115 miliardi di euro.

I falsi cominciano dall'antipasto, con l'offerta di una grande varietà di salumi (tra cui i prosciutti Parma Ham) e formaggi (Parmesano brasiliano, Reggiano argentino, Reggiano e Parmesano sudamericani o Parmesan statunitense, canadese e australiano, ma anche "Grana Pardano", "Grana Padana" o "Grana Padona" e ancora Gorgonzola brasiliano, Robiola canadese, Fontina e Provolone argentini).

Il settore soffre di una ormai consolidata frammentazione della struttura produttiva, ma la ridotta dimensione d'impresa non ha impedito una vivace attività interna di fusioni e acquisizioni che ne ha fatto uno tra i primi cinque comparti italiani in termini di numerosità e importanza delle operazioni condotte. Nel corso dell'anno passato, infatti, le operazioni che hanno visto coinvolte aziende alimentari italiane sono state 15, la maggior parte delle quali (11) ha riguardato il solo mercato domestico; solo 4 infatti hanno coinvolto operatori stranieri (in 2 casi come acquirenti e in 2 come acquisiti). Le imprese italiane che hanno effettuato operazioni domestiche, in particolare, hanno mostrato interesse nell'acquisire marchi a forte connotazione locale operanti nello stesso comparto. Nel prossimo futuro è comunque atteso un maggiore coinvolgimento delle imprese di medie dimensioni, che registrano un buon successo tra i confini nazionali ma che spesso incontrano maggiori difficoltà per distribuire i loro prodotti sui mercati esteri.



## LA FUGA DAI VOLUMI

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

L'estate porta rarefazione delle contrattazioni con conseguente risalito delle poche manovre speculative in corso, dominate da day-trader assidui ma di traino debole.

I titoli tecnologici, in particolare al Nasdaq, 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 appieno i futuri rialzi dei Fed funds senza più risentirne se non sul comparto obbligazionario.

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

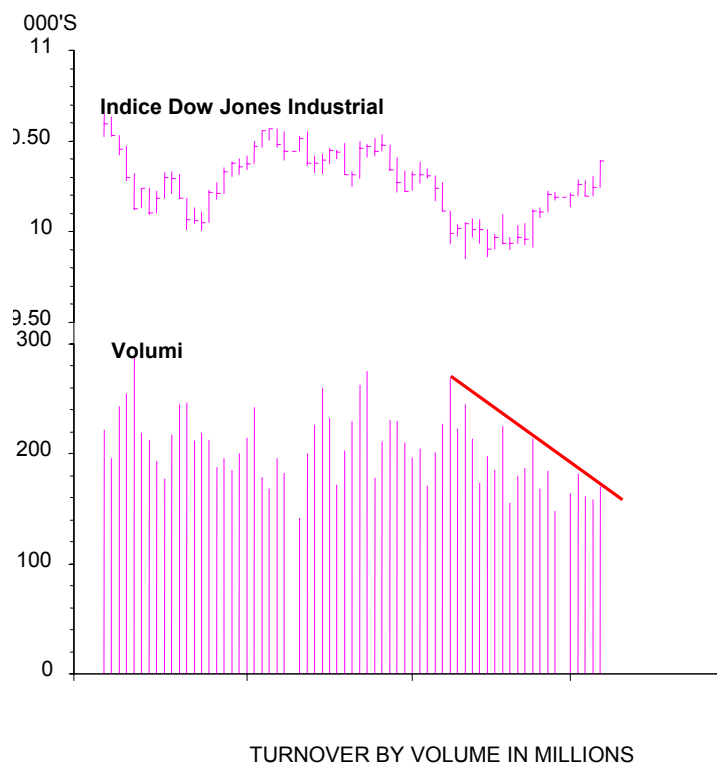
La stabilizzazione, seppur lenta, dei prezzi del petrolio rassicura ulteriormente gli investitori e allontana la spada di damocle del caro-greggio dalle prospettive dei listini.

I segnali rassicuranti provenienti dall'occupazione Usa se da un lato sciolgono 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 spremuti.

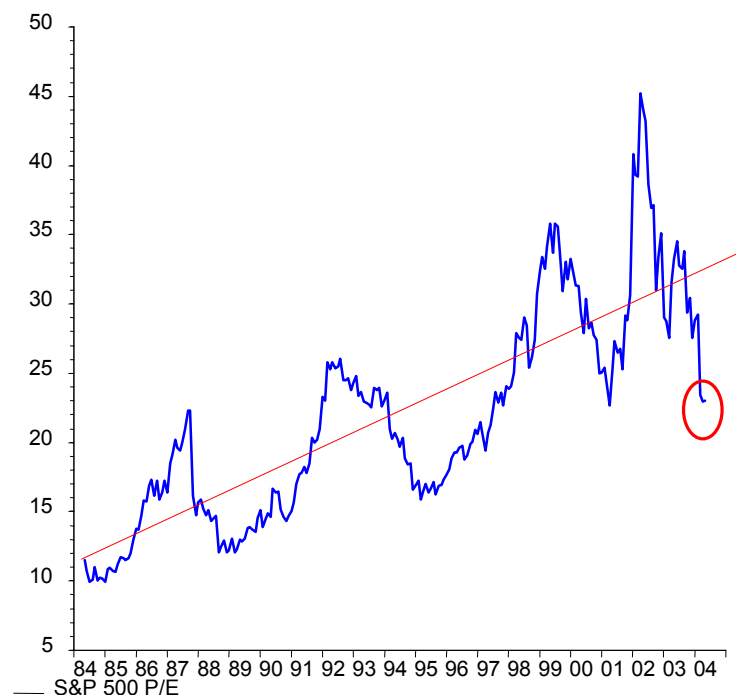
Sotto il profilo tecnico, gli indici devono ora approfittare in tempi ravvicinati dello slancio di Wall Street per consolidare posizioni più stabili, oltre la zona di neutralità, lo spartiacque cioè delineato dalla trendline discendente che congiunge i tre massimi relativi degli ultimi sette mesi.

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

### Volumi in ribasso a Wall Street



### Wall Street economica: P/e sempre ai minimi

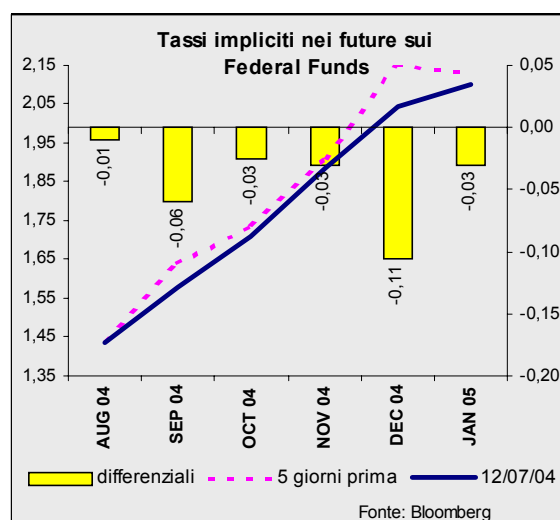
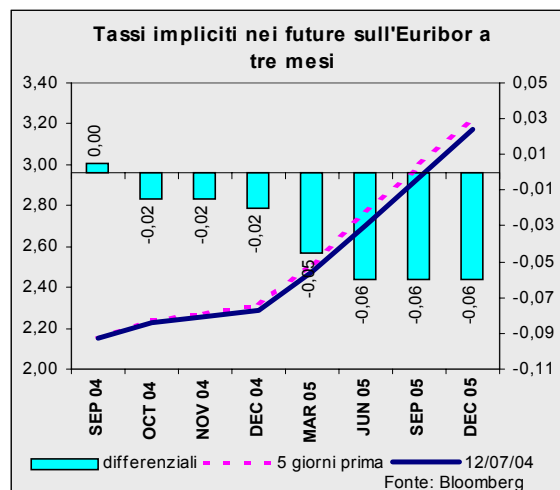


Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

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

- La congiuntura europea evolve tra luci ed ombre che sembrano indicare il proseguimento di un moderato processo di crescita nel II trimestre del 2004, sostenuto dal positivo andamento dell'economia internazionale. Le attese di una contenuta decelerazione della dinamica congiunturale statunitense nella seconda metà del 2004, che si potrebbe sommare al rallentamento dell'economia cinese pilotato dalle autorità locali, inducono a pensare che l'Europa possa essere influenzata da questo *trend* internazionale nella seconda metà dell'anno.
- A conferma della debolezza dei consumi interni, le vendite al dettaglio dell'euro-zona hanno archiviato un maggio tutt'altro che brillante cedendo oltre le attese (l'indice corretto per i giorni lavorativi è diminuito del -1,8% m/m e del -0,9% a/a). Nei primi cinque mesi del 2004 le vendite non hanno registrato alcun incremento rispetto allo stesso periodo di un anno prima; infatti, nel I trimestre si era avuto un aumento tendenziale nell'ordine dello 0,2% che è stato annullato nei due mesi successivi (aprile-maggio) da un calo di eguale portata.
- Le indicazioni provenienti dalla produzione sono state migliori. In particolare, i dati preliminari tedeschi hanno evidenziato un'accelerazione in maggio del +1,1% m/m e del 4,2% a/a. L'incremento produttivo dell'1,7 tendenziale nel I trimestre è stato superato dall'aumento medio di aprile-maggio che si è proiettato oltre il 3,2% annuo. La positiva *performance* della produzione tedesca è trainata da un nutrito *carnet* di ordini, principalmente provenienti dall'estero: nei primi cinque mesi del 2004 gli ordini interni sono aumentati del 3,6% su base annua, quelli esteri dell'8,3%. Queste indicazioni sono confermate dall'andamento dell'interscambio commerciale tedesco che in maggio è stato vivace, con un'ulteriore accelerazione dell'export del 3,9% m/m e di oltre il 15% a/a, cui si contrappone un incremento dell'import del 3,4% m/m e del 9,1% a/a.
- Sebbene inferiore alle attese, la produzione industriale francese ha accelerato in maggio dello 0,2% m/m e del 3,4% a/a; quella manifatturiera dello 0,5% m/m e del 3,6% a/a. Il bimestre aprile-maggio vede la produzione industriale crescere del 2,3% tendenziale dallo 0,7% del I trimestre 2004, quella manifatturiera del 2,15% annuo di aprile-maggio dallo 0,3% di gennaio-marzo. Anche in Italia, la produzione di maggio ha confermato un lento processo di ripresa. Sebbene l'indice destagionalizzato abbia segnato crescita zero rispetto al mese prima, guardando all'indice corretto per i giorni lavorativi si evidenzia un incremento tendenziale del 2,7%, il più forte dal novembre 2002, che garantisce un'accelerazione all'1,5% tendenziale di aprile-maggio 2004 dal -0,1% archiviato nel I trimestre 2004.
- In questo contesto la Bce dovrebbe trovarsi nelle condizioni di mantenere i saggi guida fermi per lungo tempo al fine di non ostacolare la fase di recupero in atto, ammesso che il prezzo del Brent rimanga inferiore ai 35 \$ al barile nella media del 2004 e tenda a ridursi ulteriormente nel corso 2005. Per il momento, gli esponenti della Bce insistono sull'assenza di uno specifico orientamento (bias) e sull'importanza di evitare effetti di secondo impatto sulle aspettative inflazionistiche.
- Negli Usa, la scorsa settimana è stata povera di dati macroeconomici. I riflettori sono puntati sulle importanti comunicazioni che verranno rilasciate nei prossimi giorni a cominciare dalle vendite al dettaglio fino ai prezzi al consumo di giugno.



	dati storici		12/07/04	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	118,65	107,62	108,3	107,0	106,0
dollaro-euro	1,137	1,200	1,241	1,200	1,240
yen-euro	134,9	129,1	134,4	128,4	131,4
sterlina-euro	0,700	0,665	0,665	0,660	0,665
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,11	1,15	1,60	1,80	3,00
euro	2,13	2,05	2,11	2,20	2,40
yen	0,05	0,05	0,05	0,08	0,10
sterlina	3,49	4,39	4,83	5,00	5,80
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	3,94	4,32	4,43	4,90	4,80
Germania	3,95	4,11	4,22	4,50	4,30
Giappone	0,99	1,50	1,78	1,90	1,70
Italia	4,14	4,25	4,41	4,69	4,49
Gran Bretagna	4,30	4,93	5,04	5,30	5,10

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

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

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

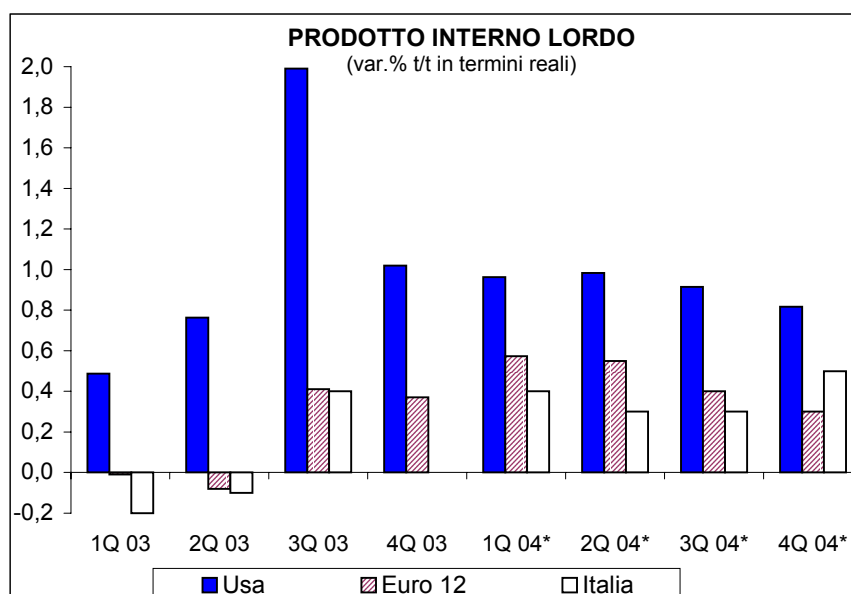
#### AREA EURO

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

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

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



## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 13 AL 19/7/ 2004)

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

GIORNO	EVENTI
Martedì 13	Giappone: conferenza del governatore della Banca del Giappone Fukui
Mercoledì 14	Stati Uniti: Hoenig della Federal Reserve parla di politica monetaria
Giovedì 15	Giappone: verbali dell'incontro di politica monetaria del 14-15 giugno Area Euro: la Commissione Europea rilascia le previsioni sul Pil per il II e III trimestre ☹
Venerdì 16	Area Euro: conferenza stampa del Presidente della BCE Trichet a Singapore

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE
<b>UNIONE EUROPEA</b>					
Martedì 13	Francia	IPCA	giugno	0,4% m/m; 2,8% a/a	0,1% m/m; 2,7% a/a
	Spagna	IPCA	giugno	0,6% m/m; 3,4% a/a	0,1% m/m; 3,5% a/a
	Regno Unito	Prezzi al consumo	giugno	0,4% m/m; 1,5% a/a	0,0% m/m; 1,6% a/a
		RPI-X	giugno	0,4% m/m; 2,3% a/a	0,1% m/m; 2,4% a/a
Mercoledì 14	Italia	IPCA ☹	giugno	0,2% m/m; 2,3% a/a	0,2% m/m; 2,4% a/a
	Regno Unito	Retribuzioni medie (media ult. 3 mesi)	maggio	4,3% a/a	4,2% a/a
		Variazione numero disoccupati	giugno	-12.000	-10.000
		Tasso di disoccupazione	giugno	2,8%	2,8%
Giovedì 15	Area Euro	Pil (2 stima)	I tr. 04	0,4% t/t; 0,7% a/a	0,6% t/t; 1,3% a/a
Venerdì 16	Area Euro	Prezzi al consumo ☹	giugno	0,3% m/m; 2,5% a/a	0,0% m/m; 2,4% a/a
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>					
Martedì 13	Giappone	Produzione industriale ☹	maggio	0,5% m/m; 4,2% a/a	0,8% m/m; 4,6% a/a
	Stati Uniti	Bilancia commerciale ☹	maggio	-\$ 48,3 mld	-\$ 48,3 mld
		Fabbisogno mensile	giugno	- \$ 21,2 mld	\$ 16,3 mld
Mercoledì 14	Stati Uniti	Vendite al dettaglio ☹	giugno	1,2% m/m	-1,5% m/m
		Vendite al dettaglio (escl. auto) ☹	giugno	0,7% m/m	0,3% m/m
		Prezzi all'importazione	giugno	1,6% m/m; 7,0% a/a	0,1% m/m; 6,1% a/a
Giovedì 15	Stati Uniti	Indagine Empire Manufacturing ☹	luglio	30,17	25,0
		Scorte delle imprese	maggio	0,5% m/m	0,5% m/m
		Prezzi alla produzione ☹	giugno	0,8% m/m; 5,0% a/a	0,2% m/m; 4,5% a/a
		Prezzi alla produzione (escl. alim.&en.)	giugno	0,3% m/m; 1,7% a/a	0,1% m/m; 1,8% a/a
		Produzione industriale ☹	giugno	1,1% m/m; 6,3% a/a	-0,1% m/m; 6,2% a/a
		Indice Fed di Philadelphia	luglio	30,17	23,5
Venerdì 16	Stati Uniti	Prezzi al consumo ☹	giugno	-0,6% m/m; 3,1% a/a	0,2% m/m; 3,1% a/a
		Prezzi al consumo (escl. alim.& en.) ☹	giugno	-0,2% m/m; 1,8% a/a	0,2% m/m; 1,9% a/a
		Indice di fiducia Università Michigan ☹	luglio	95,6	95,0