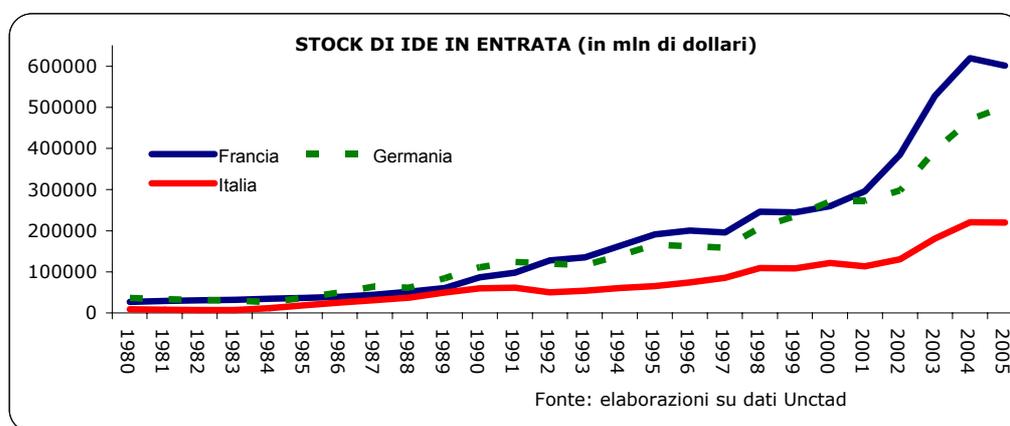


focus

settimanale del Servizio Studi BNL



Editoriale - Le **previsioni dell'OCSE** confermano il tono positivo dello scenario economico globale. C'è un rallentamento della corsa dell'economia americana a cui si contrappone un'accelerazione dell'economia europea. L'Asia mantiene ritmi sostenuti. Le condizioni monetarie rimangono relativamente distese e il nervosismo delle borse mondiali può ancora considerarsi come una fisiologica correzione dopo una lunga crescita. All'interno dell'area euro, le economie di Germania e Italia marcano al di sopra delle attese. Al nostro paese la primavera della congiuntura offre opportunità per consolidare le basi strutturali della ripresa.

Pag. 4 - Gli **investimenti diretti dall'estero** (IDE) rappresentano un veicolo sempre più importante di globalizzazione e di progresso tecnico. Secondo prime stime, nel 2006 il flusso mondiale di IDE ha superato 1,2 trilioni di dollari con un aumento del 34% rispetto al 2005. Anche l'Italia partecipa al circuito internazionale degli investimenti diretti dall'estero anche se le capacità di attrazione del Bel Paese rimangono ancora non pienamente valorizzate. Dall'inizio degli anni Novanta alla fine del 2005 il rapporto tra stock di IDE e PIL è cresciuto dal 5,4% al 12,4% in Italia, dal 6,7% al 18% in Germania e dal 7,1% al 28,5% in Francia.

10

2007

16 marzo 2007

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

 **BNL**
Gruppo BNP PARIBAS

Editoriale: “interim assessment”

Previsioni sulla crescita del PIL nel 2007 (proiezioni compiute a novembre 2006 e marzo 2007)

	nov-06	mar-07
USA	3,3	3,3
Giappone	2,8	2,2
Area euro	2,6	2,8
Italia	1,8	2,0

Fonte: OCSE

Si chiama “interim assessment”, letteralmente “valutazione provvisoria”. Parliamo delle previsioni diffuse lo scorso 13 marzo dall’OCSE. Ogni previsione è di per sé provvisoria in quanto destinata ad essere dapprima aggiornata e poi rimpiazzata da dati a consuntivo che, a loro volta, vengono spesso rivisti nel tempo. Ancorché interlocutorie, le valutazioni dell’organizzazione tra i paesi di più antica industrializzazione forniscono comunque utili indicazioni circa trend e prospettive dell’economia nel mondo, in Europa e in Italia.

Riguardo allo scenario globale, la parola chiave dell’analisi OCSE è “rebalancing”, riequilibrio. Cosa si sta riequilibrando? In primo luogo, il divario di crescita tra USA e Eurolandia. La corsa dell’economia americana ha scalato una marcia, mentre il Vecchio Continente accelera rispetto ai ritmi blandi di sviluppo degli ultimi anni. L’Asia mantiene forti andature. I prezzi del petrolio e i corsi delle azioni esibiscono una significativa volatilità. Per il greggio, i livelli correnti rimangono comunque sensibilmente più bassi dei prezzi prevalenti anche solo sei mesi fa. Per le borse, le oscillazioni delle ultime settimane restano, secondo l’OCSE, ancora nell’alveo di una “normalizzazione nella quotazione dei rischi”. Come dire, dopo una forte e prolungata crescita, pause di riflessione sono inevitabili. Ma il contesto finanziario globale rimane favorevole.

Cambia il carburante che spinge l’economia americana. Migliorano i risultati delle esportazioni mentre diventano sempre più visibili i segni di crescente affaticamento del mercato immobiliare e del settore delle costruzioni. Tengono, per il momento, i profili di creazione di nuova occupazione che rappresentano lo snodo decisivo della congiuntura negli Stati Uniti. Nel complesso, da oltre un semestre la crescita americana continua a esprimersi sotto il proprio potenziale. Come indicato nello scenario globale di BNP Paribas, l’“hard landing” americano appare rinviato, non cancellato.

Il Giappone continua a procedere sulla strada della crescita. Non mancano, però, elementi di incertezza che assumono anche la forma di revisioni consistenti dei dati sull’andamento passato. Parliamo, ad esempio, della forte variazione apportata ex post al tasso di crescita del PIL del IV trimestre 2006, passata su base annualizzata dal +4,8% al +5,5%. L’economia nipponica rimane trainata da un mix alquanto tradizionale di componenti – investimenti produttivi, profitti delle imprese, esportazioni, un conveniente cambio dello yen – mentre tarda ancora a manifestarsi una convincente spinta dai consumi. Nel contesto del

"rebalancing" globale tratteggiato dall'OCSE, quella del Giappone è forse la nota meno consonante.

La crescita congiunturale dell'Area dell'euro si rivela più intensa di quella degli Stati Uniti. Due economie contribuiscono più di altre all'accelerazione europea: la Germania, ove il calo tendenziale dei corsi petroliferi contribuisce a calmierare il rimbalzo sull'inflazione dell'aumentata IVA; e l'Italia, che l'"interim assessment" dell'OCSE ritiene opportuno specificamente citare. In evidenza si collocano le esportazioni, ma anche investimenti e consumi. Il rilancio italo-germanico e, più in generale, l'intera ripresa europea è chiamata ora a fornire più di una conferma. L'OCSE ritiene probabile che un qualche rallentamento si manifesti già nei dati del primo trimestre. La fiducia delle imprese rimane però buona e una vivace creazione di posti di lavoro potrà continuare a sostenere i consumi delle famiglie. Nell'insieme, la crescita europea rimarrà al di sopra del potenziale.

Le valutazioni dell'OCSE certificano il buon momento dell'economia italiana. I dati ISTAT sul PIL del IV trimestre 2006 hanno ugualmente confermato la forte misura della velocità di espansione con cui la nostra economia è uscita dallo scorso esercizio. Negli ultimi tre mesi del 2006 il PIL italiano è cresciuto dell'1,1% contro lo 0,9 della Germania e lo 0,6% di aumento in Francia. Nondimeno, i dati sulla produzione industriale di gennaio diffusi nei giorni scorsi segnalano un calo dell'1,4% su base mensile che, sebbene bilanciato da un aumento dell'1,3% su dodici mesi, induce a riflettere. La ripresa economica c'è, ma va consolidata. Le condizioni congiunturali di contorno continueranno verosimilmente ad essere favorevoli. La crescita dei mercati dell'export italiano rimarrà migliore di quanto previsto. Tassi di interesse e credito continueranno ad agevolare l'attività economica. La primavera della congiuntura potrebbe diventare anche la stagione per migliorare le basi strutturali della crescita dell'Italia. Tra i cantieri aperti: un welfare che aiuti competitività e coesione.

Giovanni Ajassa

Investimenti diretti esteri: quanto è attraente il Bel Paese?

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

La capacità di un paese di attrarre investimenti diretti dall'estero viene considerata un indicatore sintetico di competitività strutturale. Nei paesi sviluppati gli IDE rilevano soprattutto per gli effetti che hanno sull'economia reale, e sullo stimolo che forniscono a investimenti e occupazione del paese ricettore.

Secondo le prime stime relative al 2006, l'afflusso di IDE in Italia è aumentato del 50% a/a, a fronte del +39% registrato in Francia e di una flessione del 75% osservata in Germania. Lo stock di IDE verso Italia rappresenta però ancora solo una frazione di quello diretti verso questi due paesi.

Negli ultimi venti anni il numero di partecipazioni estere nell'industria manifatturiera italiana è cresciuto notevolmente (83% circa). Tuttavia la porzione più consistente dell'incremento si è realizzata tra gli anni Novanta e l'inizio del nuovo millennio. Le imprese a totale controllo estero in Italia presentano, rispetto alle nazionali, un differenziale ampiamente positivo per produttività, investimenti per addetto, spesa in R&S e redditività. Se però il confronto viene fatto con le imprese nazionali che hanno dimensioni analoghe (cioè le medie imprese), tali differenziali si riducono in misura considerevole.

Le analisi empiriche mirate a quantificare la capacità di un paese di attrarre investimenti dall'estero sono condizionate dalla scarsità di dati e dalla difficoltà di quantificare fenomeni sociali e culturali. Per l'Italia indicazioni interessanti provengono da alcuni studi condotti a livello regionale e da un'indagine conoscitiva condotta dalla Banca d'Italia.

Nei paesi sviluppati che presentano un'ampia base di risparmi nazionali e pieno accesso ai mercati dei capitali esteri, l'eventuale scarso afflusso di investimenti diretti dall'estero (IDE) non rappresenta un vincolo esterno alla crescita.¹ Per tali paesi, semmai, gli IDE rilevano per gli effetti che hanno sull'economia reale da essi finanziate, sugli investimenti fissi lordi e sull'occupazione dell'economia ricettrice. Gli IDE sono inoltre considerati veicoli per il trasferimento internazionale di conoscenze tecnologiche, organizzative e gestionali.

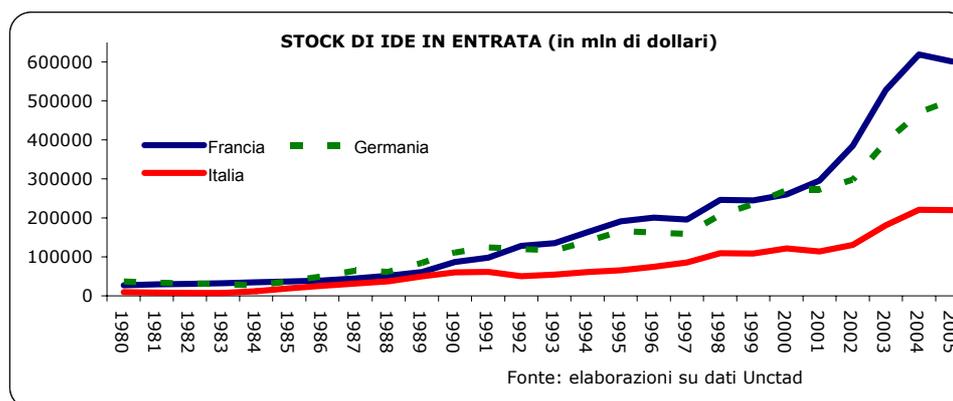
Secondo le teorie della crescita endogena, gli incrementi di produttività determinati dagli IDE agevolano l'accumulazione di capitale e la crescita di lungo periodo del paese ricettore. Pur nella consapevolezza che un maggiore afflusso di investimenti diretti dall'estero, sebbene desiderabile, non rappresenta comunque un sostituto né di politiche industriali né di investimenti in R&S volti ad allargare la base delle conoscenze tecnologiche di un paese, negli anni più recenti si è diffusa la convinzione che la capacità di attirare IDE rappresenti, soprattutto per i paesi industriali, un indicatore sintetico di competitività strutturale, in grado.

Alcuni dati generali

Secondo le prime stime disponibili di fonte Unctad, nel 2006 il flusso mondiale di investimenti diretti esteri (IDE) ha raggiunto i 1.230 miliardi di dollari (+34% a/a). In particolare, è risultato in crescita il flusso diretto verso i paesi sviluppati, che ha superato di poco gli 800 miliardi di dollari, realizzando un incremento del 48% rispetto al 2005 e duplicandosi rispetto al 2004. I 25 paesi della Ue, nel complesso, hanno attirato il 45% degli IDE totali. Tra i principali paesi europei, l'Italia è quello che ha conosciuto l'incremento maggiore: +50% a/a, contro il +39% della Francia, mentre la Germania ha registrato una forte flessione (-75%). In termini di consistenze, il flusso diretto verso il nostro paese nel

¹ «Gli investimenti diretti esteri rappresentano una delle contropartite del saldo di parte corrente di un paese, e quindi contribuiscono alla copertura finanziaria di eventuali squilibri tra risparmi e investimenti nazionali» (Committeri M. 2004, "Investire in Italia? Risultati di una recente indagine empirica", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, n. 491).

2006 è stato comunque inferiore a quello francese. In generale, lo stock di IDE verso l'Italia rappresenta solo una frazione di quello diretto verso Germania e Francia: a fine 2005 tali rapporti, erano pari rispettivamente a 44 e 37%, e in calo dall'inizio degli anni novanta. Nello stesso periodo, il rapporto tra stock di IDE in entrata e Pil nel nostro paese è cresciuto, passando dal 5,4% al 12,4%, ma in misura inferiore a quanto avvenuto in Germania (dal 6,7% al 18%) e soprattutto in Francia, dove è passato dal 7,1% al 28,5%.



L'Italia nel contesto internazionale: gli indicatori di posizionamento

La capacità dei singoli paesi di attrarre le imprese multinazionali può essere valutata attraverso alcuni indicatori che si riferiscono sia a dati di bilancia dei pagamenti sia a informazioni dirette circa l'attività delle imprese multinazionali. Secondo l'indicatore di performance interna calcolato dall'Unctad (IP, costruito in modo da valutare il livello degli IDE in entrata rispetto alla dimensione del paese ospite²) a fine 2005 l'Italia occupava la posizione 107 al mondo, in lieve discesa rispetto al 2004 e soprattutto rispetto alla posizione occupata all'inizio degli anni novanta. Migliore è invece la posizione occupata nella graduatoria per indice potenziale³ (28esima) sebbene sia anch'essa in flessione. Tra i principali paesi della Ue 25 è la Germania ad essere scesa nella graduatoria IP in modo più consistente, soprattutto a partire dal 2002, mentre la Francia, pur in calo, rimane comunque entro l'80esimo posto. In generale, l'indice presenta una relativa stabilità per i paesi sviluppati, mentre sono le economie in via di sviluppo a mostrare le maggiori variazioni.

Tra gli indicatori basati su indagini condotte presso le imprese multinazionali, quello calcolato ogni anno dalla A.T. Kearney (*FDI Confidence Index*) sintetizza l'impatto che i cambiamenti in atto a livello economico, politico e normativo hanno sulla probabilità di attrazione futura di investimenti diretti dall'estero. I risultati del rapporto risultano coerenti con i grandi cambiamenti intervenuti nello scenario economico mondiale: nel 2002 in cima alla graduatoria compariva la Cina, seguita dagli USA, mentre l'Italia figurava al sesto posto. Nel Rapporto 2005 la Cina consolida la sua posizione, ma al secondo posto compare l'India, seguita da Russia, Brasile, Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca, mentre l'Italia scende al 19° posto.

² Un valore dell'indice pari a 1 indica che il paese riceve una quantità di IDE proporzionale alla sua dimensione economica. Un valore maggiore di 1 indica che il paese attrae più IDE di ciò che corrisponderebbe al livello del loro Pil relativo.

³ L'indice potenziale di IDE in entrata (*Inward FDI potential index*) è calcolato sulla base di 8 variabili economiche e politiche del paese (Pil pro capite, crescita reale del Pil, esportazioni in rapporto al Pil, numero di linee telefoniche per 1.000 abitanti, consumi pro capite di energia commerciale, spesa in R&S, numero di laureati in rapporto alla popolazione, rischio paese).

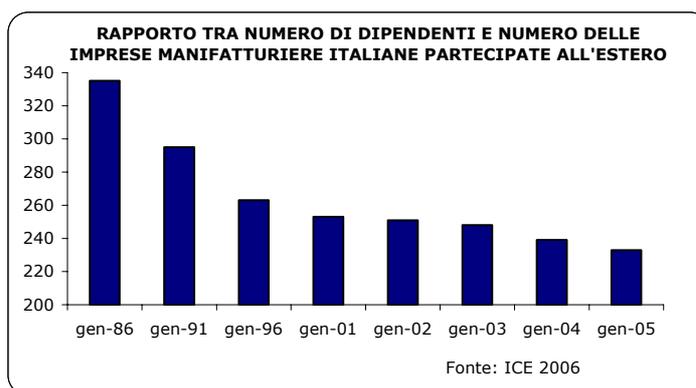
Nella graduatoria Unctad per indice di intensità di localizzazione⁴ nel 2005 l'Italia continua invece a occupare una posizione piuttosto elevata, con un valore pari a 81,4 che la colloca dopo USA, Regno Unito, Germania, Paesi Bassi e Francia, ma ampiamente sopra la Spagna. L'indice viene calcolato considerando il numero delle imprese transnazionali presenti sul territorio tra le 100 maggiori al mondo. La presenza di imprese a partecipazione estera rappresenta comunque un fenomeno più pervasivo di quanto rilevato da tale indicatore.

Le imprese a partecipazione e a controllo estero in Italia

Negli ultimi venti anni il numero di partecipazioni estere nell'industria manifatturiera italiana è cresciuto dell'83% circa. La porzione più consistente dell'incremento si è realizzata fino all'inizio del nuovo millennio, mentre ha rallentato il ritmo di crescita a partire dal 2000: dal gennaio 2001 al gennaio 2005 l'aumento cumulato è stato pari al 3,1%, a fronte del 42% circa del decennio 1986-96.

A fine 2004 (ultimo anno per cui sono disponibili dati dettagliati di fonte Istat⁵) le imprese a totale controllo estero in Italia erano circa 14.000 (0,3% circa del complesso delle imprese dell'industria e dei servizi) e impiegavano 1,1 milioni di addetti. In termini numerici la presenza maggiore si osserva nel comparto dei servizi (70% del totale), in particolare, la presenza è rilevante nel commercio all'ingrosso, nelle attività immobiliari e in quelle professionali e imprenditoriali. Nel manifatturiero sono presenti soprattutto nella fabbricazione di prodotti chimici, articoli in gomma e materie plastiche, e nella produzione di metallo e prodotti in metallo.

Complessivamente, le imprese a controllo estero realizzano circa l'11% del valore aggiunto del complesso delle imprese, con contributi consistenti nei comparti della chimica, della fabbricazione di coke e delle raffinerie di petrolio. La distribuzione per controllante risulta piuttosto concentrata: i primi dieci paesi per numero di imprese controllate posseggono infatti oltre il 92% delle imprese a controllo estero e il 94% circa del fatturato da queste realizzato. Germania, Stati Uniti e Francia detengono le prime tre posizioni in termini di numerosità delle imprese. Più in generale, la proprietà europea prevale nei settori tradizionali (nel tessile e abbigliamento, nelle industrie conciarie e del cuoio, nella lavorazione dei minerali non metalliferi), mentre gli Stati Uniti rilevano soprattutto nella fabbricazione dei mezzi di trasporto, in quella di macchine e apparecchi meccanici e nell'industria chimica e farmaceutica.



⁴ L'indice di intensità di localizzazione (*Location intensity*) è il rapporto tra il numero di imprese transnazionali che hanno almeno una filiale nel paese considerato diviso per 100, meno il numero di imprese transnazionali del paese considerato che compaiono tra le prime 100 al mondo.

⁵ Istat (2007), "Struttura e attività delle imprese a controllo estero. Anni 2003-2004", *Statistiche in breve*, febbraio.

Le imprese a controllo estero presentano una dimensione media molto più elevata di quelle a controllo nazionale (76,1 addetti contro 3,6), soprattutto in alcuni settori del *made in Italy*: nell'industria alimentare, ad esempio, si passa dai 6 addetti medi a 212 circa. Negli ultimi anni, tuttavia, la dimensione media delle imprese partecipate da operatori esteri (non solo le controllate, quindi) è andata gradualmente riducendosi, cosa che potrebbe indicare una maggiore capacità, da parte di tali operatori, nello scegliere le imprese in cui investire anche in classi dimensionali minori.

Nelle imprese a controllo estero risultano notevolmente più elevati, in media, il valore aggiunto per addetto, gli investimenti per addetto, la spesa in ricerca e sviluppo e, nonostante il costo del lavoro per dipendente mediamente più alto, la redditività. Tuttavia, le differenze tendono a ridursi in misura rilevante quando il confronto viene fatto non con il complesso delle imprese italiane, ma solo con le medie, quelle cioè che hanno una dimensione paragonabile con le aziende a controllo estero. In questo caso il divario si riduce soprattutto in termini di produttività e di investimenti per addetto. Ciò indicherebbe che una parte non secondaria nella diversa performance delle imprese sia da attribuire alla dimensione, oltre che alla residenza del controllante, che gioca comunque un ruolo importante. L'evidenza empirica che va rapidamente accumulandosi sul tema degli IDE⁶ sottolinea la maggiore produttività delle imprese multinazionali rispetto alle semplici esportatrici (a loro volta più produttive delle non esportatrici): in altre parole, le imprese più produttive sarebbero più propense a servire i mercati esteri attraverso proprie sussidiarie. Queste ultime, a loro volta, beneficiano di trasferimenti di conoscenze scientifiche e tecnologiche e di competenze manageriali che ne migliorano ulteriormente la produttività. Con riferimento all'Italia, la quota di imprese che dichiara di aver beneficiato di tali trasferimenti per il tramite del gruppo multinazionale è superiore al 40% (Istat 2007), percentuale che sale a oltre il 60% nel caso di imprese manifatturiere attive nei settori ad alta tecnologia.

L'attrattività del paese: alcuni spunti dalla letteratura

Il tema dell'attrattività di un paese in termini di investimenti diretti ha stimolato un'ampia e variegata letteratura. Tuttavia le indagini risultano ancora modeste sul piano empirico, sia per la scarsità dei dati disponibili, sia per l'oggettiva difficoltà di tenere conto di tutti i molteplici fattori macroeconomici, qualitativi e strutturali che influenzano il fenomeno (si pensi ad esempio alla difficoltà di tradurre in termini quantitativi l'inefficienza burocratica, o la presenza di criminalità o di conflitti sociali).

Alcune analisi recenti relative all'Italia si soffermano sulle possibili cause di una performance inferiore a quanto alcuni fattori oggettivi lascerebbero prevedere. In particolare, l'attenzione è posta sul fatto che in alcune regioni gli IDE in entrata risultano inferiori alle potenzialità. Uno studio del 2005⁷ rileva come nel 2004 la regione con la maggiore capacità di attrazione risultasse la Lombardia; tuttavia, mentre la concentrazione degli IDE in alcune regioni specifiche è una caratteristica comune ai principali paesi europei, la quasi completa assenza di nuove sussidiarie nelle altre regioni è un fenomeno solo italiano. Secondo tale indagine, le regioni italiane sarebbero penalizzate da un "effetto paese" negativo che non si riscontra, nelle stesse proporzioni, negli altri paesi europei, ossia da variabili su cui le singole regioni hanno una possibilità di gestione limitata, se non nulla. Tra i principali fattori che influenzano negativamente l'"effetto paese" vi sarebbero soprattutto il regime fiscale, l'inefficienza della burocrazia, il grado di regolamentazione del mercato del lavoro, il sistema di protezione dei diritti di proprietà e un sistema giuridico inefficiente.

L'analisi rileva come regioni europee con caratteristiche macroeconomiche simili a quelle italiane ricevano il 40% di IDE in più. L'impatto tra le diverse regioni è ovviamente diverso. Tra i fattori in grado di agire positivamente sull'"effetto paese" vi sarebbero invece le economie di agglomerazione, cioè la presenza di un tessuto di imprese, anche straniere, unite da legami che permettono loro di realizzare economie di rete.

⁶ Per una rassegna si veda ad esempio Helpman E. (2006), "Trade, FDI, and the organization of firms", *Journal of Economic Literature*, vol. XLIV, pp. 589-630.

⁷ Basile R., L. Benfratello e D. Castellani (2005), "Attracting foreign direct investments in Europe: are Italian regions doomed?", *Centro studi Luca d'Agliano Working paper*, n. 20.

Secondo un'indagine conoscitiva condotta nel 2004 dalla Banca d'Italia attraverso interviste a grandi imprese multinazionali e a *opinion maker* che con la loro attività contribuiscono a formare il giudizio sul "sistema Italia", le percezioni negative sul nostro paese da parte delle imprese industriali si concentrano soprattutto sulla qualità delle infrastrutture (sia di trasporto, sia relative alla distribuzione commerciale dei prodotti) e sugli aspetti giuridici, regolamentari e amministrativi. Sebbene in alcuni di questi campi (in particolare nel diritto societario e nel mercato del lavoro) vengano comunque riconosciuti miglioramenti, il mercato italiano viene percepito "più costoso" da servire rispetto ad altri paesi a maggiore estensione territoriale (Francia e Germania). Alcuni progressi vengono riconosciuti anche dal lato della stabilità economica, dell'apertura commerciale, e della qualità del regime fiscale. Le opinioni delle imprese di servizi, invece, sono in genere meno severe, e condizionate favorevolmente dalla crescita del mercato dei servizi.

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

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

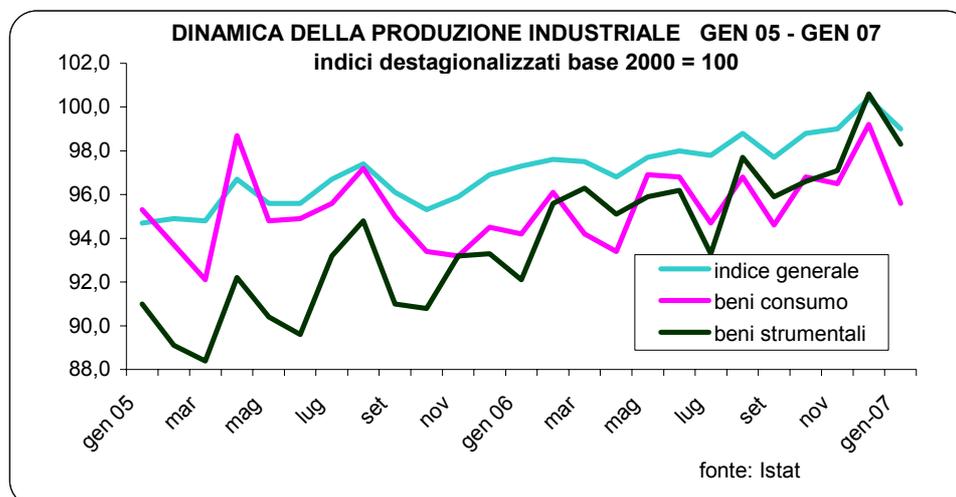
A gennaio 2007, l'indice destagionalizzato della produzione industriale arretra ai livelli di novembre 2006. La variazione annua corretta per i giorni effettivamente lavorati è stata positiva e pari all'1,3%. Nel confronto con gennaio 2006, le variazioni sono risultate positive per i beni strumentali, per i beni di consumo e per i prodotti intermedi. Il comparto dell'energia ha segnato una flessione prossima al 9%.

L'Istat ha fissato all'1,9% la crescita del prodotto interno lordo dell'Italia per il 2006. A sostenere il tasso di sviluppo oltre le previsioni sono stati i risultati del quarto trimestre. In termini congiunturali, il maggior contributo alla crescita, tra ottobre e dicembre 2006, è venuto dalla domanda estera netta (0,7 su 1,1%) e dagli investimenti fissi lordi.

A febbraio, l'Istat ha rivisto al ribasso le stime sull'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC). L'indice armonizzato non ha invece subito modifiche.

Frena a gennaio la produzione industriale

Dopo il balzo registrato a dicembre, l'indice destagionalizzato della produzione industriale ha segnato a gennaio una flessione della stessa intensità (-1,4% m/m), riportandosi sui livelli di novembre. La variazione annua corretta per i giorni effettivamente lavorati è stata invece positiva e pari all'1,3%. I principali raggruppamenti di industrie hanno tutti evidenziato diminuzioni congiunturali. Spicca la categoria dei beni di consumo durevoli, con un -3,9%. Nel confronto con gennaio 2006, i beni strumentali hanno registrato una variazione positiva del 7,3%, i beni di consumo del 2,4% (+2,9% i beni durevoli e +0,4% i non durevoli) e i prodotti intermedi dell'1,9%. Il comparto dell'energia ha segnato una flessione dell'8,9%.

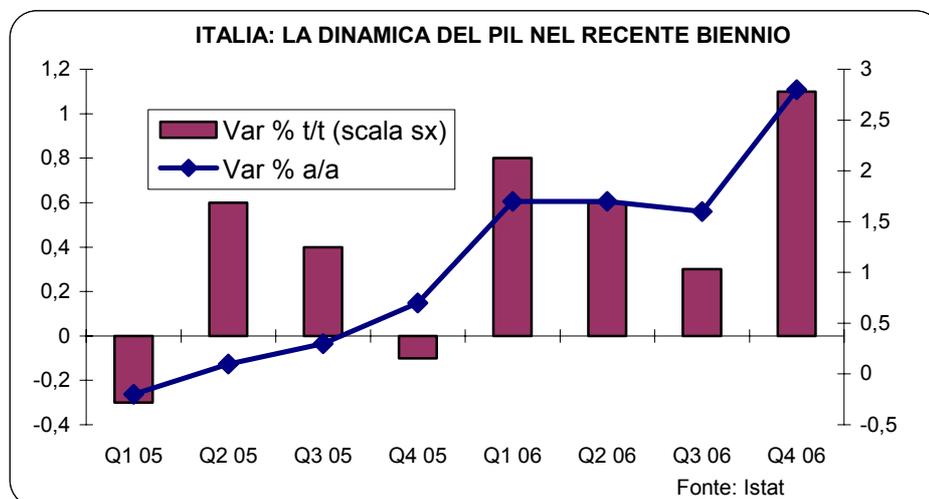


Sempre a gennaio, l'indice della produzione industriale corretto per i giorni lavorati ha segnato incrementi tendenziali più ampi nei settori delle macchine e apparecchi meccanici (+9,5%), delle industrie tessili e dell'abbigliamento (+8%), del metallo e prodotti in metallo (+6,6%), della gomma e materie plastiche (+5,1%). Le diminuzioni più marcate si sono avute nei settori dell'energia elettrica, gas e acqua (-12,9%), delle pelli e calzature (-6,1%), del legno e prodotti in legno (-3,7%), della carta, stampa ed editoria (-2,7%).

Il quarto trimestre 2006 ha acceso la ripresa dell'Italia

Con la diffusione dei dati sui conti economici del quarto trimestre, l'Istat ha fissato all'1,9% la crescita del prodotto interno lordo dell'Italia per il 2006. Il dato, corretto per i giorni lavorati e destagionalizzato, era stato precedentemente stimato al 2%. A spingere il tasso di sviluppo oltre le previsioni sono stati i risultati del quarto trimestre, con il Pil aumentato dell'1,1% rispetto al trimestre precedente e del 2,8% nei confronti del quarto trimestre del 2005.

Tra ottobre e dicembre 2006, la *performance* in termini congiunturali dell'Italia è risultata superiore a quella del complesso dell'area dell'euro (+0,9%), della Germania (+0,9%), del Regno Unito (+0,8%), di Stati Uniti e Francia (+0,6%). In termini tendenziali, la crescita economica dell'Italia (+2,8%) si confronta con un +3,3% dell'area dell'euro, un +3,7% della Germania, un +3,1% di Stati Uniti, un +2,9% del Regno Unito e un +2,2% della Francia.

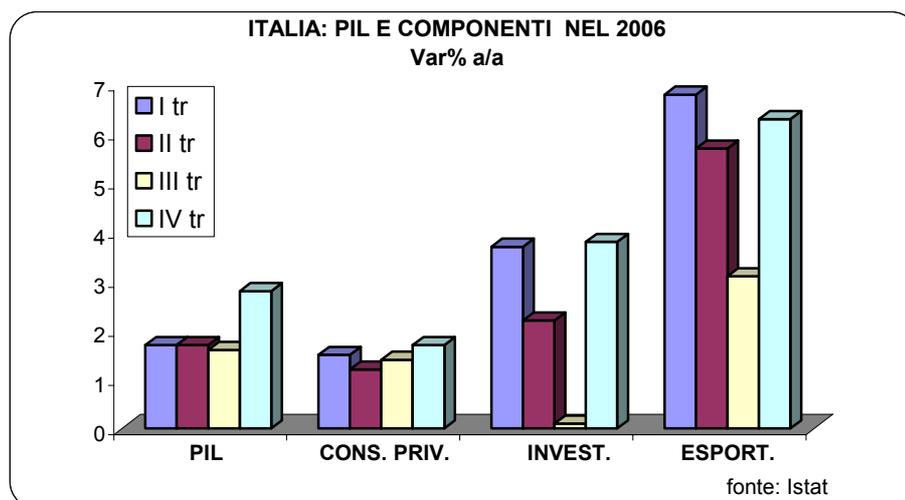


Spicca il contributo alla crescita di export ed investimenti

Per completare il quadro delle risorse, il quarto trimestre 2006 ha evidenziato, oltre un incremento tendenziale del Pil del 2,8% una crescita delle importazioni di beni e servizi del 5,6%.

Dal lato degli impieghi, le esportazioni sono aumentate su base annua del 6,3%. La spesa delle famiglie residenti è cresciuta dell'1,7%, mentre quella della pubblica amministrazione è diminuita dello 0,2%. I consumi di beni semidurevoli hanno rappresentato la componente più dinamica (+2,7%), seguita dai consumi di beni durevoli (+2,2%), dai consumi dei servizi (+1,9%) e dagli acquisti dei beni non durevoli (+1,4%). Gli investimenti fissi lordi hanno registrato nel complesso un incremento del 3,8% (+4,2% le costruzioni, +3,6% i macchinari e impianti, +2,6% i mezzi di trasporto).

Sempre nel quarto trimestre del 2006, si rilevano andamenti tendenziali positivi per il valore aggiunto dell'industria in senso stretto (+4,4%), per quello delle costruzioni (+2,8%) e dei servizi (+2,6%). L'agricoltura ha segnato una flessione del 3,4%. Il deflatore del Pil è aumentato dell'1,3% su base annua; quello dei consumi delle famiglie residenti del 2,3%.



Inferiore alle stime l'inflazione al consumo di febbraio

A febbraio, l'Istat ha rivisto al ribasso le stime sull'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività, NIC (comprensivo dei tabacchi). La variazione è risultata pari allo 0,3% sul mese precedente e all'1,8% rispetto a febbraio 2006. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) non ha subito modifiche rispetto alla precedente stima ed ha quindi espresso una variazione congiunturale dello 0,1% e del 2,1% in termini tendenziali.

Gli incrementi tendenziali più elevati relativi all'indice NIC hanno riguardato il capitolo bevande alcoliche e tabacchi (+4,6%), abitazione, acqua, elettricità e combustibili (+4,1%) e prodotti alimentari e bevande analcoliche (+2,5%). Variazioni negative si sono verificate nei capitoli comunicazioni (-5%) e servizi sanitari e spese per la salute (-1,2%).

Tassi & cambi nel mondo

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

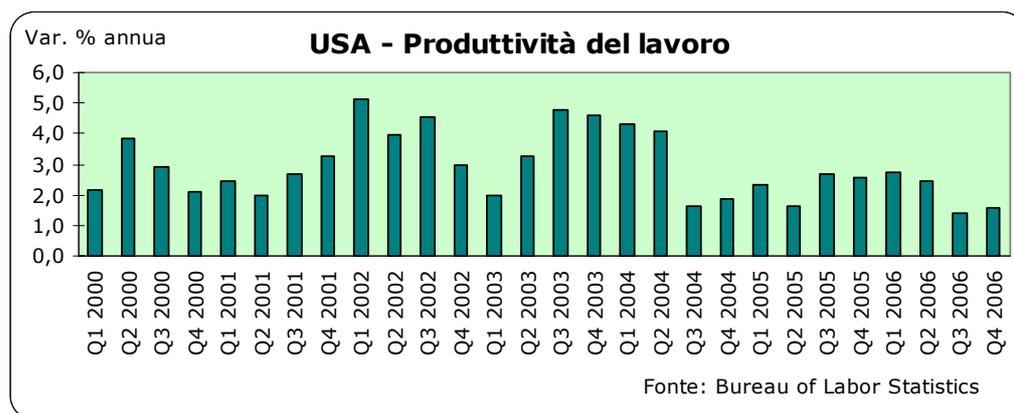
Il rallentamento dell'economia statunitense comincia a materializzarsi con maggiore evidenza. La revisione al ribasso del Pil relativo al quarto trimestre e i dati economici più recenti hanno mostrato il permanere di alcuni fattori di incertezza sullo scenario. Qualora questi segnali trovassero continuità, in assenza di tensioni sui prezzi, la Fed potrebbe decidere di spostare l'attenzione dall'inflazione alla crescita economica modificando il proprio orientamento di politica monetaria già a partire dal secondo trimestre del 2007.

Nell'area euro, la Bce ha operato un rialzo del tasso di riferimento dal 3,50% al 3,75%. L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche diffuse dalla Banca centrale europea evidenzia rispetto allo scorso dicembre un maggiore ottimismo circa la crescita del Pil europeo e il contenimento dell'inflazione. Tali ipotesi unitamente alle parole pronunciate da Trichet a margine del Consiglio direttivo sembrano lasciare spazio a un ulteriore aumento dei tassi che potrebbe essere deciso nei mesi a venire.

Stati Uniti, si confermano i segnali di rallentamento

L'economia statunitense continua ad evidenziare indicazioni contrastanti. La lettura dei dati congiunturali più recenti rivela tuttavia una prevalenza di segnali che sembrano muoversi nella direzione di un rallentamento economico.

a) Anche se per avere il dato definitivo sul Pil Usa nel IV trimestre occorrerà attendere il 29 marzo, la recente revisione ha rivisto al ribasso la stima iniziale (2,2% t/t annualizzato dal 3,5% precedentemente annunciato). Questo risultato è scaturito da un'attenuazione di tutte le principali componenti della domanda. Oltre metà della riduzione è spiegabile con un contributo delle scorte molto inferiore rispetto alla prima stima (-1,3% anziché -0,7%). L'analisi delle componenti nel IV trimestre conferma le dinamiche in atto: il rallentamento degli investimenti (in particolare nel comparto immobiliare) e l'evoluzione delle scorte sono stati compensati da un forte aumento dei consumi privati e da un contributo molto positivo dell'export netto. Nel complesso, anche al netto della revisione, la crescita economica negli Usa ha superato nel 2006 il 3% per il terzo anno consecutivo, assestandosi al 3,3% a fronte del 3,2% del 2005.



b) Le vendite al dettaglio nel mese di febbraio sono rimaste sostanzialmente stabili (0,1% m/m) per il secondo mese consecutivo. La generale debolezza è stata compensata dalla ripresa nelle vendite di veicoli a motore che ha sostenuto l'indicatore; al netto delle auto la variazione sarebbe stata di segno opposto (-0,1% m/m).

I risultati positivi registrati dai consumi a fine 2006 hanno beneficiato di una riduzione dei prezzi legata al favorevole andamento del petrolio e dei mercati di borsa. L'inversione di tendenza di questi fattori nelle ultime settimane sta creando condizioni meno positive per i consumatori. Anche il dato sugli occupati non agricoli conferma un andamento meno brillante

nei primi mesi del 2007 rispetto a quanto evidenziato nel quarto trimestre dello scorso anno. Queste dinamiche, qualora trovassero conferma nei mesi a venire, comporterebbero un minor contributo dei consumi alla crescita economica rispetto al 2006.

c) I primi mesi del 2007 presentano ulteriori segnali di indebolimento. Nel quarto trimestre dell'anno scorso la produttività ha rallentato il passo all'1,6%, ben al di sotto rispetto alle attese, il Dipartimento del Lavoro ha anche corretto al ribasso il dato del terzo trimestre. Complessivamente l'aumento della produttività nel corso del 2006 è risultato pari all'1,6%, il più debole dalla metà degli anni Novanta. Il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto del 6,6% nel trimestre passato (oltre tre volte rispetto alle attese); per l'intero 2006 l'incremento è stato del 3,2%, il più sostenuto dal 2000. Sintomi di indebolimento provengono anche dagli ordini alle fabbriche, diminuiti in gennaio del 5,6%, la maggiore flessione in sei anni e mezzo.

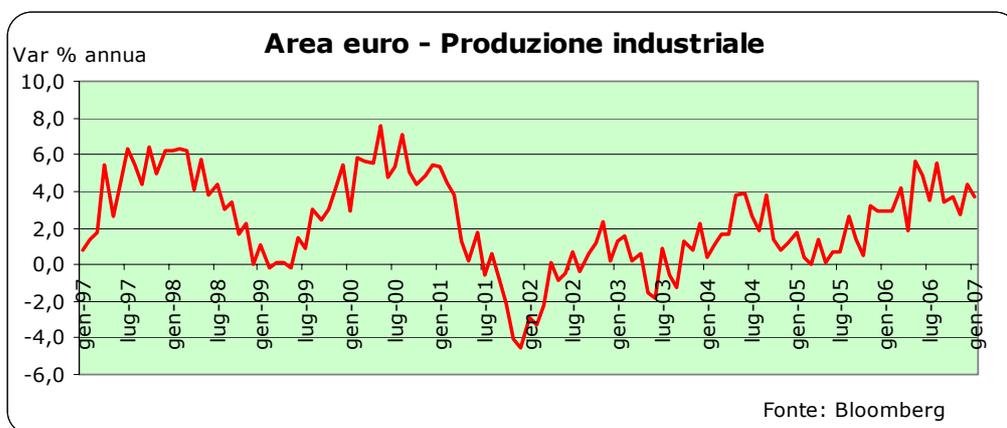
d) Un segnale di allarme proviene inoltre dal settore finanziario, più specificatamente quello dei mutui "subprime" (i prestiti per l'acquisto di casa concessi ai clienti più rischiosi). Gli ultimi dati mostrano infatti un forte aumento del numero di questo tipo di mutui in difficoltà (il 13% del totale nel IV trimestre 2006). La rilevanza del fenomeno appare in modo più evidente se si considera che nel corso del 2006 i mutui ad alto rischio hanno totalizzato un quinto del totale e che numerose banche, società e intermediari finanziari risultano esposti ai titoli legati a questa tipologia di mutui.

La Federal Reserve, sotto la guida di Ben Bernanke, non ha operato interventi di politica monetaria nelle ultime cinque riunioni, sostenendo l'ipotesi di un atterraggio morbido dell'espansione economica. Ha continuato inoltre a mantenere elevata l'attenzione soprattutto all'evoluzione dei prezzi. Le dinamiche in atto sembrano tuttavia suggerire un indebolimento della crescita e una moderazione nel tasso di inflazione che potrebbero orientare l'attenzione della Fed verso lo sviluppo. Un eventuale consolidamento di questo scenario potrebbe preludere all'avvio da parte della Banca centrale statunitense di una manovra al ribasso dei tassi a partire dal secondo trimestre del 2007.

Aumentano i tassi nell'area dell'euro ma migliorano le previsioni della Bce

La Banca centrale europea, in linea con le aspettative di mercato, ha aumentato il costo del denaro per la settima volta in 16 mesi, portandolo al 3,75 per cento.

Il presidente Jean-Claude Trichet ha sottolineato che, nonostante il costo del denaro non possa più essere considerato a un livello basso, le condizioni monetarie rimangono generose. La Bce nel comunicato definisce l'attuale politica monetaria ancora accomodante. Nel contempo però definisce i tassi d'interesse non più come "bassi", termine utilizzato lo scorso febbraio, ma a un livello che si può considerare "moderato". In altre parole i tassi stanno muovendosi verso un valore neutrale che non sembra essere stato ancora raggiunto con quest'ultimo incremento. Rimane elevata l'attenzione circa l'evoluzione di due variabili chiave su cui la Bce imposta la strategia monetaria: l'inflazione e la crescita di M3.



Nonostante la Bce abbia rivisto al ribasso le previsioni sull'inflazione 2007 (attualmente comprese tra 1,5% e 2,1%), sottolinea il permanere di alcuni fattori di rischio al rialzo per la stabilità dei prezzi: gli effetti ritardati dei passati aumenti del petrolio, le dinamiche salariali e il livello elevato della capacità di utilizzo degli impianti.

Le previsioni di crescita per l'Area dell'euro sono state riviste al rialzo rispetto a quelle di dicembre (2,1%-2,9% per il 2007 a fronte di 1,7%-2,7%). I fattori di crescita secondo la Bce continueranno a essere: a) le esportazioni che nonostante una possibile perdita di competitività potranno contare su una domanda estera che si manterrà comunque sostenuta; b) i consumi privati che sono attesi in aumento in linea con l'evoluzione del reddito disponibile e i miglioramenti nel mercato del lavoro; c) gli investimenti fissi che continueranno a muoversi lungo un percorso di crescita in un contesto caratterizzato da favorevoli condizioni di finanziamento, elevati profitti e buone prospettive della domanda.

I primi dati relativi al 2007 sembrano comunque supportare l'ipotesi di un tasso di crescita per l'area dell'euro meno brillante rispetto allo scorso anno, anche se il Pil è atteso mantenersi comunque al di sopra del potenziale di lungo periodo. La produzione industriale dell'eurozona nel mese di gennaio è diminuita dello 0,2% m/m dopo un risultato molto positivo nel mese di dicembre (+1% m/m). Il valore annuale di crescita resta al 3,7% ma si pone ben al di sotto del valore toccato nel mese di giugno 2006 (+4,5% a/a). A livello del singolo paese la dinamica della produzione industriale non si muove in senso univoco: appare in espansione in Germania e in Spagna sostenuta dall'andamento del settore manifatturiero e da quello delle costruzioni, mentre presenta segni di rallentamento in Francia e in Italia.

Nel complesso la revisione delle stime di crescita da parte della Bce sembra sostenere l'ipotesi di un ulteriore rialzo del tasso di riferimento al 4% nei prossimi mesi. Potrebbe poi seguire un periodo di stabilità anche in considerazione del rallentamento in atto dell'economia Usa, dell'apprezzamento dell'euro, e dei possibili effetti ritardati sull'attività economica legati ai passati aumenti del tasso di riferimento.

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,3	98,6	99,4	99,8	100	100,1	100	100,2	100,7	101	100,8	101,1	100,0
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,7	103,1	102,2
2007	102,5	102,7	103,3	103,9	104,3	104,5	104,3	104,5	104,6	104,7	104,6	104,9	104,0
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,3	-0,2	0,3	0,2
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,6	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,8	1,7	1,8
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,1	98,0	99,2	100,0	100,3	100,3	100,1	99,9	100,5	101,2	101,2	101,2	100,0
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,4	104,2	104,4	104,4	104,2	103,9	104,5	105,0	105,1	105,1	104,1
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,1	0,8	0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,6	0,4	0,1	0,0	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7	1,6	1,8	1,8	1,7	1,8
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
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,1	127,1
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,2	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,3	131,7	132,1	132,2	132,7	133,0	133,0	133,1	133,3	133,4	132,3
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2	1,9

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni