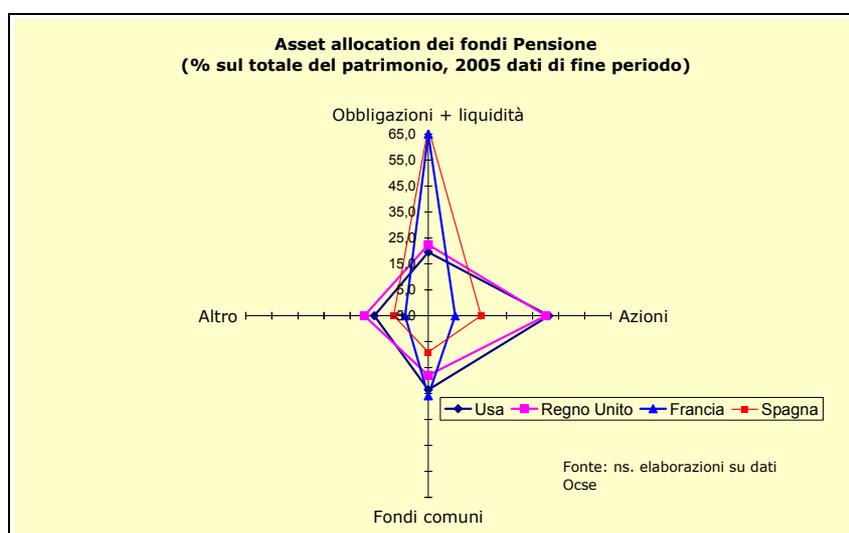


focus

settimanale del Servizio Studi BNL



Editoriale - La ripresa della **produzione industriale** a marzo conforta lo scenario di un consolidamento della ripresa economica in Italia. In evidenza la spinta dei beni strumentali dove la produzione italiana mantiene quote di mercato su fatturato ed export dell'ordine del dieci per cento del mercato mondiale. Incoraggianti sono anche gli andamenti di settori tradizionali quali il tessile e abbigliamento. La strada da percorrere nella ristrutturazione del sistema produttivo nazionale rimane lunga. Due parole chiave continueranno ad imporsi: selezione e ibridazione.

Pag. 4 - La **BCE** rinvia a giugno l'aumento del tasso guida. Un'analisi econometrica compiuta dallo staff della ricerca economica di BNP Paribas illustra come altre variabili, oltre all'inflazione, entrino a far parte della "funzione di reazione" delle autorità monetarie. Ma sono sempre gli andamenti storici e le aspettative a venire sui prezzi al consumo ad avere il ruolo più importante.

Pag. 9 - Quanto pesano i **fondi pensione** del mondo? E come investono il patrimonio tra liquidità, obbligazioni e azionario? I dati dell'Ocse e di altre fonti descrivono una situazione piuttosto differenziata a livello globale.

18

2007

11 maggio 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: selezione e ibridazione

Distribuzione delle variazioni delle quote di mercato mondiali di ciascun paese su un paniere di 3.000 prodotti esportati (anni 1996-2006)

	Flessioni $\geq 1/3$	Aumenti $\geq 1/3$
Italia	30,4%	30,3%
Germania	23,1%	23,5%

Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su Rapporto Unioncamere 2007

I dati pubblicati ieri dall'Istat sull'andamento della produzione industriale in marzo sono confortanti. Dopo i cali di gennaio e febbraio, il numero indice dell'output misurato su dati destagionalizzati torna a crescere. In marzo il parametro in questione sale a 99,5 (la base è 2000 = 100) e segue il calo dal 101 di dicembre 2006 al 99,0 di febbraio 2007. Su base annua, l'aumento calcolato a parità di giorni lavorativi è dell'1,6%: rimaniamo ancora sotto all'exploit di fine 2006 (+4,9%) ma si recupera il segno positivo dopo il passo indietro di febbraio (-1,8%). Il rischio di una repentina implosione della ripresa produttiva italiana sembra scongiurato, ma gli elementi strutturali di attenzione restano.

Come viene più dettagliatamente approfondito in questo "Focus", tra le luci offerte dal comunicato della produzione in marzo c'è il ritorno in territorio positivo del tasso tendenziale di variazione nella produzione di beni di consumo non durevoli (+3,3%) che si accompagna alla tenuta del trend positivo dei beni strumentali (+5%). Ma gli aspetti di maggiore interesse concernono la distribuzione settoriale. Colpiscono, in positivo, gli incrementi registrati da settori tradizionali quali il tessile-abbigliamento (+12,2% nel confronto marzo 2007 su marzo 2006) e il pelli-calzature (+9,3%). Gli aumenti di questi comparti si affiancano al "motore" della produzione industriale italiana che non si spegne mai: la produzione di macchine e apparecchi meccanici sale del +6,7% marzo su marzo e del +7,3% nel confronto tra primo trimestre 2007 su primo trimestre 2006.

Proprio oggi si tiene a Milano l'assemblea annuale di Federmacchine. Nel 2006 le esportazioni di beni strumentali destinati allo svolgimento di processi manifatturieri dell'industria e dell'artigianato hanno raggiunto il valore record di 16,4 miliardi di euro (+8,7%) con una forte ripresa anche delle vendite sul mercato italiano (+10,6%). Le imprese italiane della meccanica strumentale sono titolari di una quota di mercato pari al 9,6% della produzione mondiale e al 9,9% delle esportazioni mondiali di beni strumentali. Il PIL italiano pesa per il 12,8% sul PIL della UE a 27 paesi (contro il 15,4% della Francia e il 20% della Germania), ma il fatturato delle imprese italiane che producono beni strumentali ammonta a ben il 19,5% del fatturato europeo totale del settore (contro l'11,1% della Francia e il 33,4% della Germania).

Tornando al comunicato dell'Istat, le buone notizie congiunturali non possono far dimenticare la misura ingente dell'arretramento accumulato dalla produzione industriale italiana negli anni passati. La base "100" del numero indice calcolato dall'Istat è relativa all'anno 2000. Nel 2007 siamo ancora ai livelli di inizio millennio. Questo significa che c'è molta strada da compiere per consolidare la ripresa. Due parole chiave per andare avanti nella ristrutturazione del sistema produttivo italiano sono individuate dal Rapporto Unioncamere

2007 presentato nei giorni scorsi a Roma. Le parole in questione sono "selezione" e "ibridazione".

Selezione vuol dire che l'internazionalizzazione distingue tra chi è in grado di competere e chi viene marginalizzato dal mercato. Secondo il Rapporto Unioncamere il saldo tra vincitori e vinti nella sfida dell'internazionalizzazione è favorevole alla media impresa mentre segnala forti criticità nella micro dimensione. Selezione vuol dire anche riposizionamento in alto sulle gamme produttive e sugli stessi prodotti. Nei dieci anni compresi tra il 1996 e il 2006 le imprese italiane hanno subito flessioni di oltre un terzo del valore iniziale delle quote di mercato mondiali possedute su circa il 30% dei 3.000 prodotti che compongono il paniere mondiale delle esportazioni. Nello stesso periodo, tuttavia, le imprese italiane sono riuscite anche a realizzare incrementi superiori a un terzo del valore iniziale su un altro 30% dei prodotti componenti lo stesso paniere. Ripetendo lo stesso esercizio per le imprese tedesche, si vede che la distribuzione delle quote di mercato per prodotti di quel paese è stata più stabile. L'Italia ha perso molto terreno su molti prodotti, ma ha guadagnato altrettanto spazio su altri prodotti. E' questo un indicatore del profondo processo di selezione che è in atto nella struttura produttiva del paese.

Il concetto di "ibridazione" è più sfumato, ma non meno importante. Una ristrutturazione efficace dell'industria richiede una più stretta integrazione di produzione e servizi immateriali. E' ibridando il "saper fare" produttivo con servizi di branding, di marketing, di assistenza post-vendita, di finanza strutturata e quant'altro che l'industria compie il passaggio dalla standardizzazione al "su-misura". Il rapporto Unioncamere ci dice che il 9% del campione di imprese censite dichiara di avere intenzione di procedere, nel corso del 2007, ad una maggiore ibridazione tra produzione e servizi immateriali. E' un buon inizio.

Giovanni Ajassa

Bce: il tasso *refi* al 4% in giugno

C. De Lucia ☎ +33(0)1 42982762 – clemente.delucia@bnpparibas.com
BNP Paribas – Economic Research

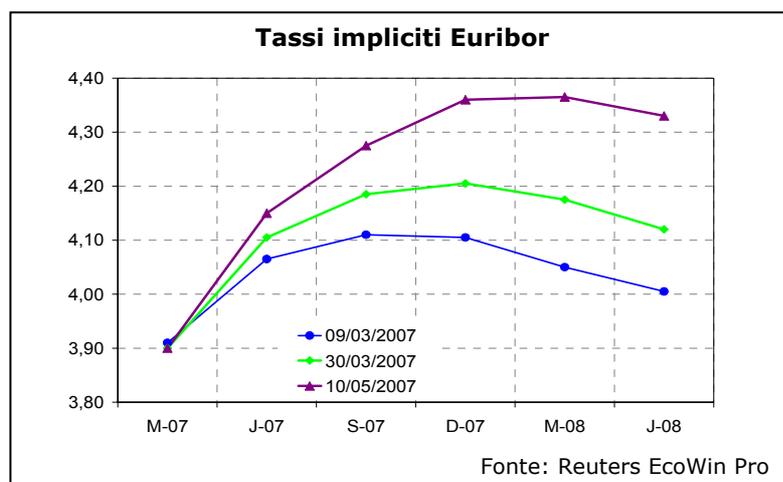
Utilizzando le parole "strong vigilance", la Banca centrale europea ha preparato il terreno per un aumento dei tassi d'interesse in giugno. Al 4% i tassi saranno in territorio di neutralità; successive decisioni della BCE saranno legate agli sviluppi congiunturali.

Abbiamo stimato una funzione di reazione della BCE al fine analizzare quali variabili influenzano le sue decisioni in termini di politica monetaria. Emerge che la Bce è sensibile alla crescita anche se in modo inferiore rispetto all'inflazione. Inoltre sembra che la Bce reagisca al tasso di cambio, mentre sembra reagire solo indirettamente a variazioni di M3, che resta un utile strumento per prevedere l'inflazione.

Come largamente atteso la BCE ha lasciato inalterati i tassi d'interesse nel corso della riunione del 10 maggio. Il Consiglio ha comunque preparato il terreno per un aumento dei tassi d'interesse il prossimo mese. Il presidente Jean-Claude Trichet ha, infatti, utilizzato l'espressione "forte vigilanza", che nel codice utilizzato dalla BCE significa un imminente aumento dei tassi.

Il comunicato del Consiglio non ha presentato grandi modifiche rispetto a quello del mese precedente; la politica monetaria è ancora valutata come "piuttosto" accomodante ed i tassi d'interesse di riferimento moderati. I recenti indicatori congiunturali mostrano che l'attività nella zona euro resta robusta; l'indice della capacità utilizzata è vicino al suo livello massimo raggiunto nel 1990. Tale dinamismo potrebbe indurre a rivendicazioni salariali più vivaci di quelle normalmente attese e porre pressioni sulla stabilità dei prezzi.

L'analisi monetaria continua a destare segni di preoccupazione per la stabilità dei prezzi. La crescita di M3 è ulteriormente aumentata in marzo (+10,9% su dodici mesi, contro +10% del mese precedente) malgrado qualche segno di moderazione tra talune sue controparti (i prestiti per l'acquisto di una casa sono diminuiti, così come i crediti alle famiglie). Noyer, Governatore della Banca di Francia, ha comunque sottolineato che l'interpretazione di M3 richiede più cautela a causa della sempre maggiore utilizzazione di nuovi strumenti finanziari i quali hanno alterato la domanda di moneta e la sua sensibilità ai tassi d'interesse.



Come notato recentemente da Bini-Smaghi, l'abbondante liquidità globale, legata principalmente alla crescita dei paesi asiatici ed a quelli esportatori di petrolio ed investita nelle economie avanzate, ha permesso a queste ultime di avere tassi sui titoli a medio e lungo termine relativamente bassi. In questo modo il costo opportunità di detenere strumenti finanziari liquidi, come quelli contenuti in M3, diminuisce.

Una curva dei rendimenti relativamente piatta potrebbe pertanto scoraggiare gli operatori a cambiare il loro portafoglio da titoli liquidi verso quelli meno liquidi. Ampia liquidità globale, nuovi strumenti finanziari sembrano quindi aver diminuito la sensibilità della domanda di moneta a variazioni dei tassi d'interesse, contribuendo in parte a spiegare i recenti sviluppi di M3.

Al 4% i tassi saranno in territorio di neutralità. I mercati finanziari valutavano, giovedì 10 maggio, al 30% la probabilità di avere un aumento dei tassi di altri 25 pb in settembre. Resta il fatto che le decisioni della BCE sui tassi d'interesse dopo giugno saranno legate agli sviluppi congiunturali. Infatti, differenti elementi pesano sulle prospettive della zona euro, come l'effetto sull'economia dei passati aumenti dei tassi d'interesse, il rallentamento dell'economia statunitense e, principalmente, l'apprezzamento dell'euro, che a fine aprile ha toccato un nuovo record nei confronti del dollaro. In termini effettivi reali l'euro nel primo trimestre 2007 si è apprezzato del 3,5% rispetto allo stesso periodo del 2006. Si tenga presente che tale aumento equivale¹ ad un incremento dei tassi d'interesse di circa 25 punti base.

Quali altri variabili influenzano le scelte sui tassi della Bce?

Sensibilità alla crescita e all'inflazione...

La stabilità dei prezzi è il principale obiettivo dell'Eurosistema e della sua politica monetaria. Questo punto è stato stabilito dall'art.105 del Trattato istitutivo della Comunità Europea: "L'obiettivo principale del SEBC (Sistema europeo delle banche centrali) è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità". Questi obiettivi includono "un elevato livello di occupazione" e "una crescita sostenibile e non inflazionistica". Il Trattato chiarisce che assicurare la stabilità dei prezzi è il principale contributo che la politica monetaria può fornire per creare un contesto economico favorevole e un livello di occupazione elevato.

Alla luce di ciò, è utile analizzare in che modo la Bce consideri la crescita economica (e quindi l'occupazione) nella determinazione del livello dei tassi di interesse. Per valutare la sensibilità della Bce all'inflazione e al tasso di crescita economica è stata stimata una forma modificata della Taylor's rule (vedi box)². Dall'applicazione emerge che l'output gap, una misura della capacità utilizzata, risulta statisticamente significativa nella funzione di reazione, anche se con un peso inferiore rispetto a quello associato alle aspettative inflazionistiche. In altre parole, risulta rilevante ai fini delle decisioni della Bce. L'output gap può essere anche interpretato come un indicatore della pressione inflazionistica. Quando è positivo può spingere verso l'alto i salari e i prezzi e viceversa. Pertanto, i due argomenti della Taylor's rule - inflazione e output gap - possono essere interpretati come un argomento inflazionistico a breve termine e un rischio inflazionistico a medio termine. La Bce sta specificatamente cercando di perseguire una stabilità dei prezzi a medio termine e non un controllo sulle variazioni di breve periodo. Il fatto che dal 1999 l'indice dei prezzi al consumo nell'area dell'euro sia risultato spesso superiore all'obiettivo del 2% a/a stabilito dalla Bce accresce la credibilità di questa interpretazione. Non è un caso che il tetto all'inflazione sia

¹ Considerando l'indice di condizioni economiche e finanziarie (ICMF) descritto in M. Kaiser "Contribution of financial conditions to Growth", *BNP Paribas EcoWeek* 05-36, si ha che un aumento del 10% del tasso di cambio effettivo reale conduce all'aumento dell'ICMF, interpretabile come un tasso d'interesse, di circa 100 pb.

² Per una descrizione delle specificazioni econometriche adottate Cfr. C. De Lucia e J-M Lucas "How different are the ECB and the Fed?", *Conjuncture, BNP Paribas Monthly Bulletin*, Aprile-Maggio 2007.

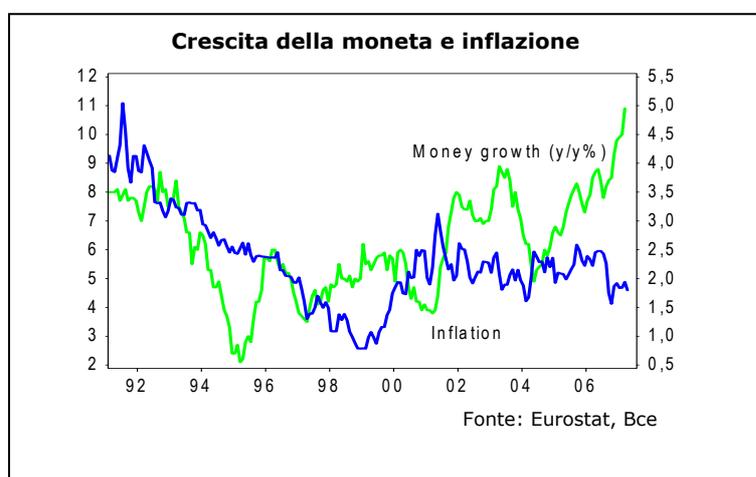
stato fissato dalla BCE su un orizzonte di medio termine. L'impatto complessivo dei rialzi dei tassi di interesse sui prezzi è percepito con un ritardo di 18-24 mesi³.

...e altre variabili.

Mentre le considerazioni in merito all'inflazione e alla crescita predominano nelle scelte di politica monetaria della Bce, è possibile supporre che altri fattori possano avere un peso, sia perché possono esercitare un'influenza sull'inflazione e la crescita in futuro, sia perché influiscono sulle condizioni monetarie e finanziarie.

Per valutare l'impatto di diverse variabili complementari è possibile stimare una Taylor's rule "allargata" per ciascuna di esse.

Crescita dell'offerta di moneta: La Bce ha fissato un target per l'offerta di moneta? L'integrazione degli aggregati monetari in funzioni di reazione può essere spiegata facendo riferimento a studi teorici ed empirici che mostrano una relazione tra crescita dell'offerta di moneta e inflazione e in effetti la Bce ha definito la crescita dell'offerta di moneta come uno dei due "pilastri" della sua strategia. Secondo la Bce, l'offerta di moneta può essere considerata un buon indicatore delle condizioni del mercato finanziario. Studi recenti hanno evidenziato che brusche correzioni nei prezzi delle azioni spesso fanno seguito a picchi legati a improvvise accelerazioni nella crescita del credito e dell'offerta di moneta⁴. Jean Claude Trichet considera l'offerta di moneta come uno strumento idoneo a valutare l'importanza degli eccessi di liquidità e dell'offerta di moneta per la sopravvalutazione del mercato azionario⁵. I risultati della nostra analisi empirica hanno evidenziato che la crescita dell'offerta di moneta influenza la funzione di reazione della Bce solo "indirettamente", come indicatore avanzato per la previsione dell'inflazione, ma non come elemento indipendente nelle "regole" di politica monetaria. Ciò conferma quanto asserito intuitivamente. Il Consiglio direttivo della Bce commenta regolarmente gli sviluppi monetari in generale e la crescita di M3 in particolare. Il fatto che l'espansione di M3 abbia solo un impatto indiretto nelle decisioni della Bce è in linea con il fatto che storicamente il tasso di crescita annuo sia rimasto superiore al valore di riferimento del 4,5%⁶.



Tasso di cambio. L'inclusione di questa variabile (il tasso di cambio effettivo nominale) può essere spiegata in diversi modi. In primo luogo il tasso di cambio esercita un effetto

³ Per una stima del ritardo della politica monetaria sull'inflazione Cfr. tra gli altri "The transmission mechanism of monetary policy", Monetary Policy Committee, Bank of England, May 1999, e "Monetary Policy transmission in the euro area" *ECB Monthly Bulletin*, luglio 2000.

⁴ C. Borio, P. Lowe (2004), "Securing sustainable price stability. Should Credit Come Back From the Wilderness?", *BIS working paper* n. 157

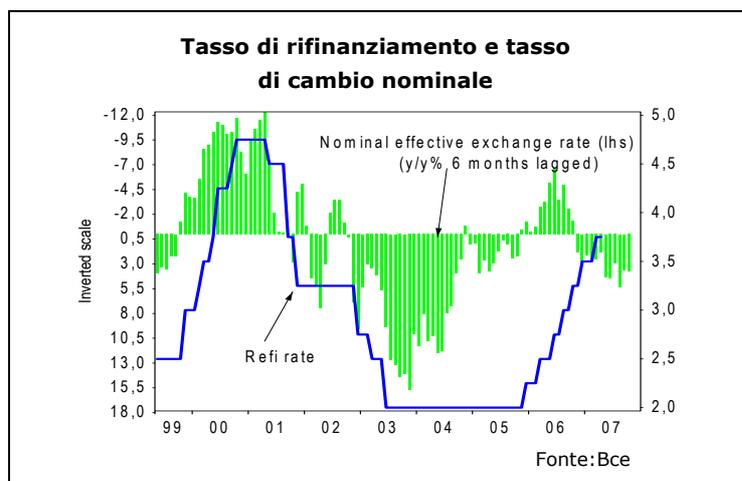
⁵ J.C. Trichet (2005), "Asset Price Bubble and Monetary Policy", *Mas Lecture*, Singapore 8 giugno.

⁶ Per l'analisi econometrica cfr. nota n. 1.

sull'inflazione per via dei prezzi all'importazione: un apprezzamento valutario riduce l'inflazione importata e viceversa. In secondo luogo il tasso di cambio è parte del meccanismo di trasmissione di politica monetaria. A parte l'effetto automatico sui tassi di interesse di mercato a breve termine, le variazioni dei tassi della banca centrale possono alterare l'attrattività della valuta in questione. L'inclusione del tasso di cambio migliora la stima della funzione di reazione della Bce. Il tasso di rifinanziamento tende ad essere più contenuto quando l'euro è forte. Attraverso un esame delle serie storiche è possibile verificare come variazioni nel tasso di cambio nominale dell'euro (ponderato per il commercio) spesso precedono variazioni del tasso di rifinanziamento, sebbene questa relazione sia più ovvia durante le precedenti fasi di restrizione o di espansione rispetto all'attuale. Questo risultato appare in linea con quanto dichiarato ufficialmente dai rappresentanti della Bce⁷.

L'effetto Germania. Dal momento che, l'economia tedesca pesa per circa un terzo del PIL dell'eurozona, questa può essere presa come riferimento della performance dell'area dell'euro, non solo per il suo impatto diretto, ma per gli effetti indiretti derivanti dal commercio estero, dalla fiducia delle imprese etc. Il 2006 fornisce una buona illustrazione di questa caratteristica, con un rimbalzo nella crescita del Pil tedesco (al 2,9%) che coincide con il più elevato tasso di crescita nell'area dell'euro a partire dal 2000 (2,8%).

Nell'analisi empirica è stato sottoposto a un test di verifica l'esistenza di un potenziale "effetto Germania" nelle decisioni sui tassi da parte della Bce. Tra le possibili variabili utilizzate per definire la performance tedesca, è stato scelto l'indice Ifo di fiducia delle imprese, che è risultato strettamente correlato all'andamento del Pil dell'eurozona, almeno fino a metà del 2006. Ma l'aggiunta di questo elemento alla funzione di reazione della Bce non ha portato a un miglioramento nei risultati di stima, segno che non c'è evidenza di un "effetto Germania" nelle decisioni sui tassi.



La funzione di reazione della Bce è stata stimata utilizzando il metodo dei momenti generalizzato (GMM), che consente di tenere conto di un comportamento forward-looking quale quello legato alle decisioni monetarie della banca centrale⁸. L'equazione stimata è la seguente:

⁷ A dicembre 2006, Trichet disse che il tasso di cambio costituiva "una questione molto molto importante".

⁸ La specificazione utilizzata è stata derivata da: Clarida, Gali and Gertler (1998) "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, pp. 1033-1067 vol. 42.

(0.1)
$$i_t = f \left[E(\pi_{t+12}); gap_t; i_{t-1}; x_t \right] + \varepsilon_t$$

Il tasso di rifinanziamento è espresso come funzione dell'inflazione attesa, dell'output gap, del tasso di interesse passato e di altre variabili (in questo caso il termine x_t sta per crescita della moneta, tasso di cambio nominale effettivo, e indice di fiducia Ifo, considerati separatamente).

E è la funzione attesa. La tecnica GMM non richiede una specificazione della forma della funzione E . Essa richiede semplicemente di definire le variabili utilizzate come strumenti di previsione dell'inflazione e della produzione. Il termine $t + 12$ sta per "un anno avanti" dal momento che vengono utilizzati dati mensili. Nel modello una variabile influenza direttamente le decisioni sui tassi della Bce se è argomento indipendente dell'equazione (0.1), se invece costituisce un indicatore di riferimento per la previsione dell'inflazione e della produzione, allora ha un effetto solo indiretto sulle politiche dei tassi della Bce. I risultati della stima sono illustrati nella tavola 1.

Tav. 1 Funzione di reazione della Bce. Variabile dipendente: tasso di interesse. Campione gen 1998- dic 2006

	i(t-1)	Cost	E(π)	gap	x
Stima iniziale	0,95	-0,40	1,37	0,39	
<i>Variabili aggiuntive</i>					
Crescita della moneta	0,95	-0,71	1,30	0,40	0,07
Tasso di cambio	0,93	17,10	1,30	0,28	-3,73
Ifo	0,97	1,16	0,76	0,37	0,03

Note: le variabili strumentali sono: inflazione, tassi di interesse, prezzi delle commodity e PMI (considerando fino a quattro ritardi).
Nelle linee 2,3,4, le variabili aggiunte ritardate sono utilizzate come strumenti.
I numeri in neretto hanno una significatività al 5%.

Previdenza complementare: uno sguardo al mondo

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

Negli ultimi anni le pressioni demografiche hanno portato in molti paesi a un progressivo ripensamento dei sistemi pensionistici. A fronte di un ridimensionamento della componente pubblica si è cercato di sviluppare forme di previdenza complementari.

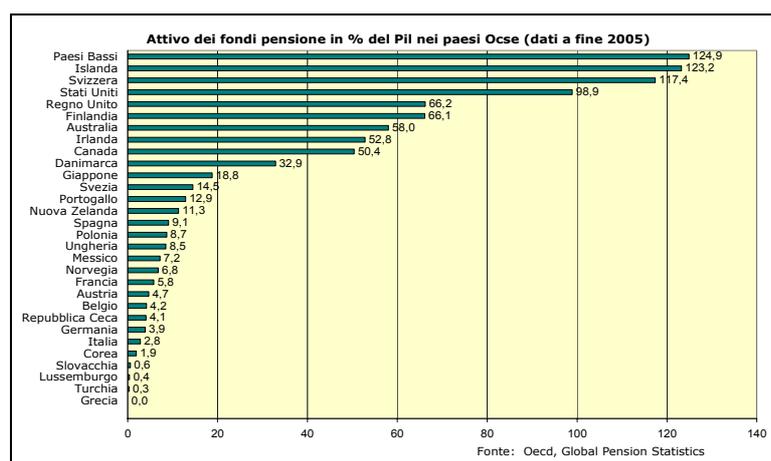
La dimensione delle attività detenute dai fondi pensione varia a seconda dei sistemi pensionistici, risultando più ampia nei paesi caratterizzati da un basso livello di protezione pubblica (Usa e Regno Unito) e più contenuta nei principali paesi dell'area dell'euro in cui il sistema pubblico offre tassi di sostituzione più elevati.

Anche l'asset allocation dei fondi presenta un elevato grado di variabilità. La concentrazione del patrimonio dei fondi pensione verso le azioni è una caratteristica comune ai paesi in cui i fondi hanno un maggiore diffusione, mentre il peso delle obbligazioni risulta molto più elevato nei paesi dell'Europa continentale.

Il grado di diffusione dei fondi pensione

Le significative trasformazioni demografiche hanno creato e continuano a creare pressioni sui sistemi previdenziali di molti paesi. Una risposta comune è stata quella di riformare da un lato i sistemi pensionistici pubblici e dall'altro quella di introdurre e incentivare l'adesione a forme di previdenza integrativa.

Una misura del grado di diffusione dei fondi pensioni in un paese è data dal rapporto tra il patrimonio di questi ultimi e il Pil. Naturalmente questo indice risente della struttura del sistema previdenziale del paese. Negli Usa e nel Regno Unito, in cui il sistema previdenziale pubblico offre tassi di sostituzione molto contenuti, i fondi pensione sono diffusi ormai da decenni e il peso di questa componente rispetto al Pil risulta assai rilevante. Molti paesi, specie le grandi economie dell'Europa, sono invece caratterizzati da un modello che assegna un ruolo predominante al sistema previdenziale pubblico, conseguentemente le pensioni private hanno conosciuto nel tempo un grado di diffusione molto più contenuto.



A fine 2005 negli Usa le attività dei fondi pensione ammontavano al 98,9% del Pil, nel Regno Unito al 66,2%, mentre nelle grandi economie europee non raggiungevano il 10% del Pil (Spagna 9,1%, Francia 5,8% Germania 3,9% e Italia 2,8%). In ambito Ocse sono comunque tre paesi europei a presentare il sistema previdenziale privato più sviluppato con un patrimonio dei fondi pensione superiore al valore del Pil: Paesi Bassi (124,9%), Islanda (123,2%) e Svizzera (117,4%).

Per avere un quadro più preciso a livello internazionale è utile considerare oltre al grado di sviluppo della previdenza integrativa anche la dimensione economica dei paesi considerati. Ponendo in un diagramma il peso dei fondi pensione sul Pil (asse delle ascisse) e il valore assoluto del Pil (asse delle ordinate) è possibile individuare i punti corrispondenti alla posizione di un campione di paesi Ocse⁹. Il grafico è stato poi suddiviso in quattro quadranti delimitati da un valore del Pil pari a 1000 mld di Usd e a un peso dei fondi pensione sul Pil del 15%.

Nel I quadrante si posizionano il Canada e il Regno Unito (oltre agli Usa), economie di grandi dimensioni che possono contare su un sistema di previdenza privata molto sviluppato. In questi paesi i bassi tassi di sostituzione del pilastro pubblico hanno portato già da molti anni a una grande diffusione delle forme integrative di previdenza.

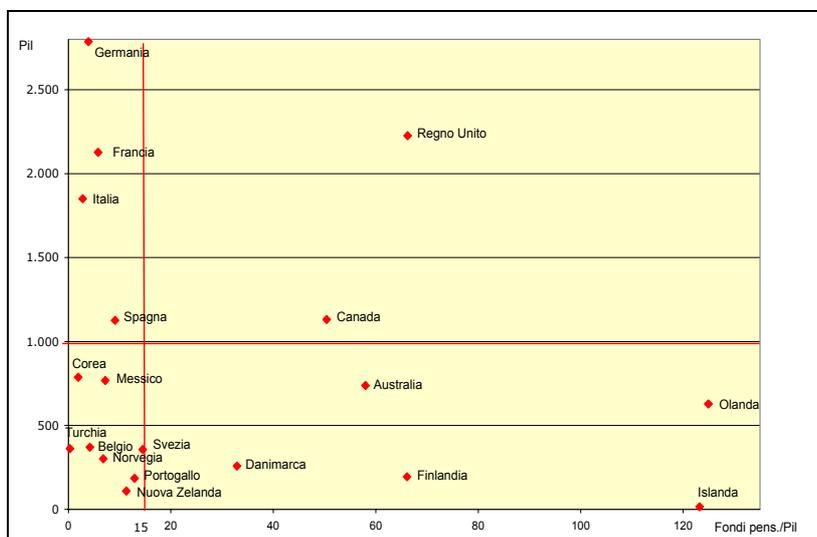
Nel II quadrante si concentrano le principali economie dell'area euro: Italia, Francia, Germania e Spagna caratterizzate da valori elevati di Pil e da un sistema previdenziale prevalentemente incentrato sulle pensioni pubbliche. La componente privata rimane piuttosto contenuta in tutti i paesi avvicinandosi solo in Spagna al 10% del Pil.

Il III quadrante è quello che raggruppa il maggior numero di paesi. All'interno di esso si trovano paesi che mostrano valori contenuti per entrambe le variabili e che presentano notevoli disomogeneità anche in termini di sviluppo economico e di tendenze demografiche. Tali differenze si riflettono in una elevata variabilità del rapporto tra fondi pensione e Pil.

Nel IV quadrante si concentrano oltre all'Australia alcune economie europee di dimensioni più ridotte rispetto alle quattro principali, ma che vantano un sistema di previdenza privato piuttosto sviluppato. In questo caso il rapporto tra fondi pensione e Pil presenta un campo di variazione molto ampio: dal 32,9% della Danimarca al 66,1% della Finlandia, fino a superare il valore del Pil in Olanda e Islanda.

Rapporto fondi pensione/Pil e valore del Pil nel 2005

(mld. di dollari, prezzi correnti, fonte: Ocse)



L'asset allocation dei fondi pensione internazionali

Un elemento che occorre tenere in considerazione quando si valuta l'evoluzione dei fondi pensione in un paese è dato dalla composizione del patrimonio per categoria di investimento. A livello internazionale i mercati azionari hanno sperimentato una fase di difficoltà tra il 2000 e il 2002 per poi tornare a crescere negli anni successivi. Vista l'elevata esposizione

⁹ Nel campione non sono stati considerati gli Usa, il cui Pil è troppo elevato per poter essere rappresentato graficamente nel diagramma. Naturalmente gli Stati Uniti si troverebbero nel secondo quadrante caratterizzato da un Pil elevato e da un rapporto fondi pensione/Pil del 98,9%.

sull'azionario (diretta o indiretta) comune a molti paesi, le attività totali dei fondi pensione nell'area Ocse hanno registrato nel biennio 2001-2002, molto negativo per le borse mondiali, una contrazione di circa il 7% passando da 13.000 mld. a 12.100 di Usd. Dal 2003 in poi, nella fase di rilancio dei mercati azionari, si è assistito a una notevole espansione che ha portato il patrimonio complessivo a 17.900 mld di Usd a fine 2005. Nel periodo 2002-2005 il tasso di crescita medio annuo del patrimonio è stato nell'ordine del 14,5%.

Naturalmente l'evoluzione del patrimonio dei fondi è risultata molto diversificata tra i paesi e fortemente legata alle scelte di investimento operate dai fondi pensione nei singoli sistemi nazionali. Da questo punto di vista si riscontrano significative divergenze fra le esperienze dei diversi paesi. Una forte concentrazione del patrimonio dei fondi pensione verso le azioni è una caratteristica comune ai paesi in cui i fondi hanno un peso più ampio: Stati Uniti, Regno Unito e Olanda, mentre il peso delle obbligazioni è invece molto più elevato per i paesi dell'Europa continentale.

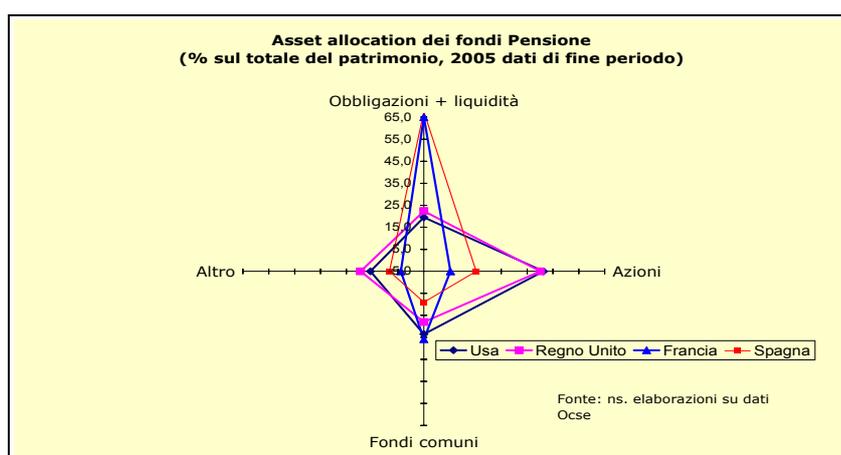
Al fine di evidenziare la differente composizione nell'asset allocation dei fondi pensione tra i paesi, si è proceduto a una riclassificazione delle nove categorie¹⁰ in cui l'Ocse divide gli investimenti dei fondi pensione in quattro categorie: liquidità e obbligazioni, azioni, fondi comuni di investimento e altri investimenti.

E' possibile a questo punto arrivare a una rappresentazione grafica dell'orientamento degli investimenti prevalente in alcuni paesi (Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Spagna) congiungendo i quattro punti individuati sui semiassi di un piano cartesiano relativi alle diverse categorie di investimento. Ciascuno dei punti corrisponde al peso percentuale del patrimonio investito in quella categoria rispetto al totale.

Confrontando i quattro romboidi così ottenuti, appare evidente come quelli relativi al Regno Unito e agli Stati Uniti risultino maggiormente orientati verso l'investimento azionario (che raggiunge rispettivamente il 40% e il 41% del totale), mentre Francia e Spagna mostrano una forte concentrazione verso la componente obbligazionaria (65% e 67,5%).

E' interessante notare come nel caso degli Stati Uniti e del Regno Unito, anche le altre variabili mantengano valori piuttosto simili. La componente obbligazionaria risulta infatti pari al 19,5% negli Usa e al 22,4% nel Regno Unito, mentre quella relativa all'investimento in fondi comuni ammonta rispettivamente al 23,5% negli Usa e al 18% nel Regno Unito.

Una diversa allocazioni degli investimenti in Francia e Spagna appare invece più evidente. In Spagna l'investimento diretto in azioni arriva a pesare per il 15% del totale, mentre in Francia supera di poco il 5%. Molto più accentuato in Francia l'orientamento verso i fondi comuni verso cui si dirige il 26% degli investimenti totali contro appena l'8% di quelli spagnoli.



¹⁰ L'Ocse ripartisce le attività dei fondi pensione in: contanti e depositi, obbligazioni pubbliche e private, prestiti, azioni, terreni e immobili, fondi comuni, contratti di assicurazione non allocati, fondi di investimento privati, altri investimenti. Cfr. "Global Pension Statistics", Ocse.

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

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

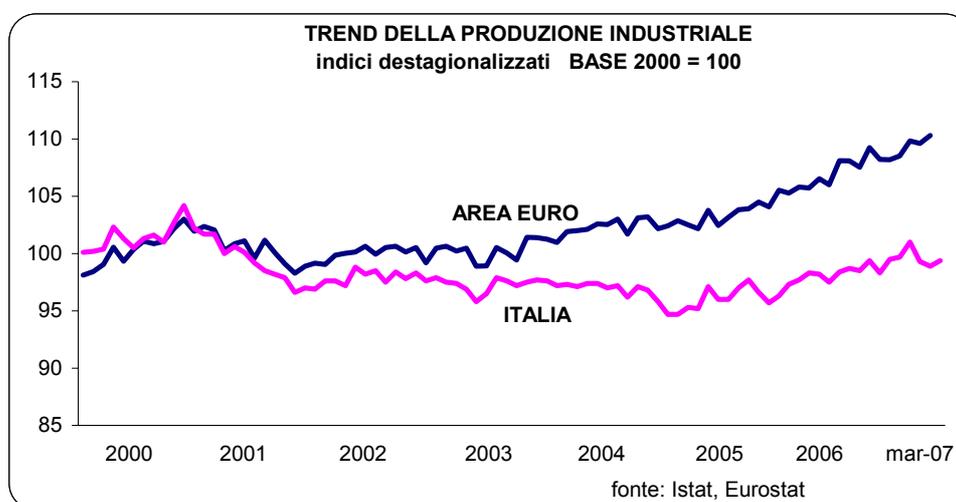
Dopo le flessioni dei primi due mesi del 2007, recupera a marzo la produzione industriale. Nel complesso del primo trimestre, l'indice corretto per i giorni lavorati cresce di circa un punto percentuale rispetto allo stesso periodo del 2006. La crescita tendenziale del quarto trimestre dello scorso anno era stata intorno al 4%.

A partire dal 2001, il gap tra la crescita dell'output industriale dell'Italia e quella del complesso dei paesi dell'euro si è gradualmente aperto. La forbice si è fatta più marcata a partire dal 2004.

Sempre nel primo trimestre del 2007, spicca il netto aumento tendenziale della produzione dei beni strumentali (+5,5%). Crescite tra l'1% e l'1,5% sono evidenziate per i beni di consumo e i prodotti intermedi. Flette l'energia. Molto positive le performance dei settori del tessile-abbigliamento e delle macchine e apparecchi meccanici (rispettivamente +8,5% e +7%).

Recupero a marzo della produzione industriale

L'indice destagionalizzato della produzione industriale è salito in marzo dello 0,5% sul mese precedente, dopo i due cali consecutivi registrati nel primo bimestre dell'anno. Sempre a marzo, l'indice corretto per i giorni lavorativi (22 contro i 23 di un anno prima) ha segnato un aumento tendenziale dell'1,6%, contro una diminuzione dello 0,6% di febbraio. Nel primo trimestre del 2007, l'incremento medio dell'output industriale si è fermato allo 0,9% rispetto al corrispondente periodo dell'anno prima. Nel quarto trimestre del 2006, la produzione industriale aveva evidenziato un incremento tendenziale di circa il 4%.

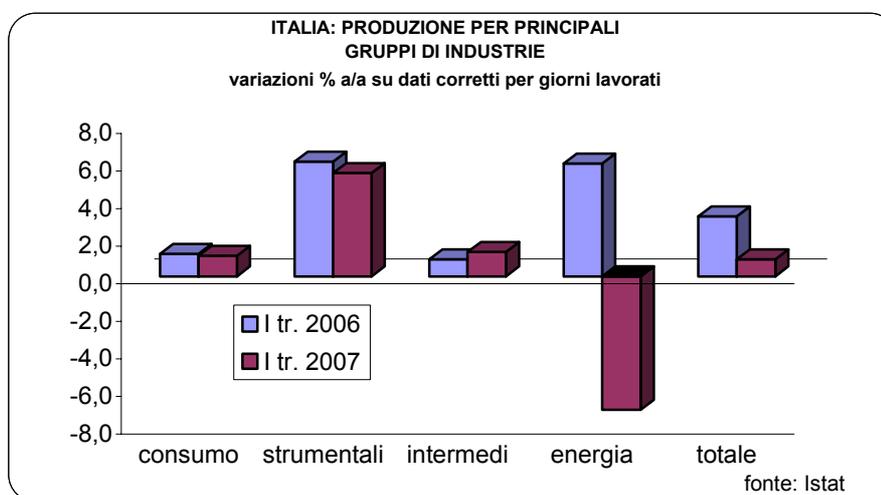


A partire dal 2001, il gap tra l'output industriale dell'Italia e quello dei paesi dell'euro si è gradualmente aperto. La forbice si è fatta più marcata a partire dal 2004, espressione del ritardo temporale e della diversa intensità con cui la ripresa si è andata materializzando in Italia rispetto al complesso dei paesi dell'euro. Dal grafico possiamo anche osservare il rallentamento della dinamica dell'attività industriale italiana di inizio 2007.

Nel primo trimestre 2007, cala solo la produzione dei beni energetici

A marzo 2007, l'indice della produzione industriale destagionalizzato ha segnato aumenti congiunturali del 2,4% per i beni di consumo (+2,7% i beni non durevoli e +1,2% i durevoli), dell'1,8% per i beni strumentali, dell'1,3% per l'energia e dello 0,3% per i prodotti intermedi. L'indice corretto per i giorni effettivamente lavorati ha invece segnato, nel confronto con marzo 2006, variazioni positive per i raggruppamenti dei beni strumentali (+5%), dei beni di consumo (+3%) e dei prodotti intermedi (+1,2%). Il comparto dell'energia ha segnato, invece, una variazione negativa (-5,4%). Una nota da sottolineare, che rappresenta certamente una novità, è la netta ripresa della produzione dei beni di consumo, e in particolare di quelli non durevoli, che hanno addirittura segnato una crescita superiore (+3,3% marzo 07 su marzo 06) rispetto al totale del comparto.

Il primo trimestre 2007 vede ancora un buon incremento della produzione dei beni strumentali (+5,5%) nel confronto con lo stesso periodo del 2006. Per i beni di consumo e i prodotti intermedi gli aumenti sono compresi tra l'1% e l'1,5%. Flette del 7% l'output di beni energetici.



Passando ai settori, a marzo l'indice della produzione industriale corretto per i giorni lavorati ha segnato gli incrementi tendenziali più ampi nei settori del tessile e abbigliamento (oltre il 12%), delle pelli e calzature (oltre il 9%), della gomma e materie plastiche e macchine e apparecchi meccanici (circa 7% per entrambi). Le diminuzioni più evidenti si sono avute per i settori dell'energia elettrica, gas e acqua (superiori all'8%), per la carta, stampa ed editoria e prodotti chimici (comprese tra il 3 e il 3,5%).

Nel confronto tra il primo trimestre del 2007 e quello del 2006, gli incrementi maggiori dell'output dell'industria hanno riguardato il comparto del tessile-abbigliamento (+8,5%), le macchine e apparecchi meccanici (oltre il 7%) e le raffinerie di petrolio (+6%). Le diminuzioni più consistenti hanno invece interessato il settore dell'energia elettrica, gas e acqua (oltre il 10%), della carta, stampa ed editoria (-7,5%) e quello del legno e prodotti in legno (-2%).

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	103,4	104,0	104,4	104,6	104,4	104,6	104,7	104,8	104,7	105,0	104,1
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	0,7	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2
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	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	1,9	1,8	1,9
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	103,5	104,0	104,2	104,2	104,0	103,7	104,3	104,7	104,9	104,9	103,9
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	1,2	0,5	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	2,1	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,6	1,5	1,7
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	131,2	131,4	131,8	131,9	132,5	132,7	132,7	132,9	133,0	133,1	132,1
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	0,2	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	1,7	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	1,8

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il presente documento è stato preparato, nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.