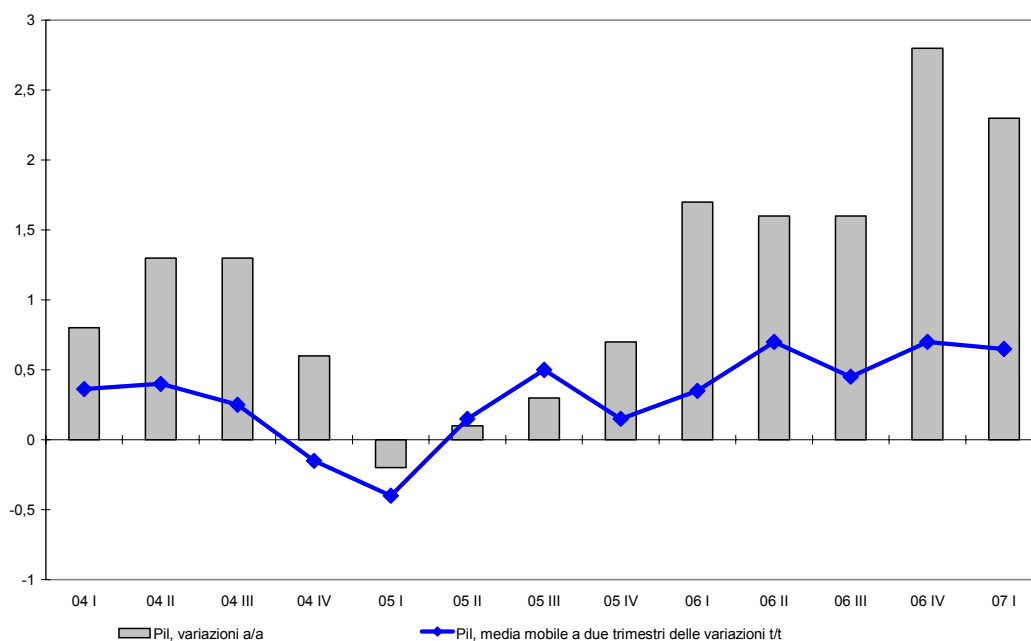


La crescita dell'economia italiana



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Editoriale - Come previsto, la crescita dell'**economia italiana** rallenta nel primo trimestre del 2007 dopo l'exploit di fine 2006. Il calo nell'espansione del PIL in Italia è limitato dalla forte spinta che proviene dall'inattesa vivacità del ciclo in Germania. Verso il mercato tedesco si indirizza il 13% delle esportazioni italiane con una particolare rilevanza per settori di punta del made in Italy quali la meccanica strumentale. Grazie anche al traino tedesco, la crescita media del PIL italiano potrebbe attestarsi intorno al 2% nel 2007.

Pag. 4 - L'**economia mondiale** è sempre più policentrica. Un indicatore della crescente integrazione è rappresentato dalla crescita delle importazioni di beni intermedi che sono giunte a rappresentare circa il 50% dell'import delle economie industriali. Il contributo alla crescita mondiale dei paesi di nuova industrializzazione (Cina, India e Russia in testa) è salito dal 50% al 70% tra il 2000 e il 2006.

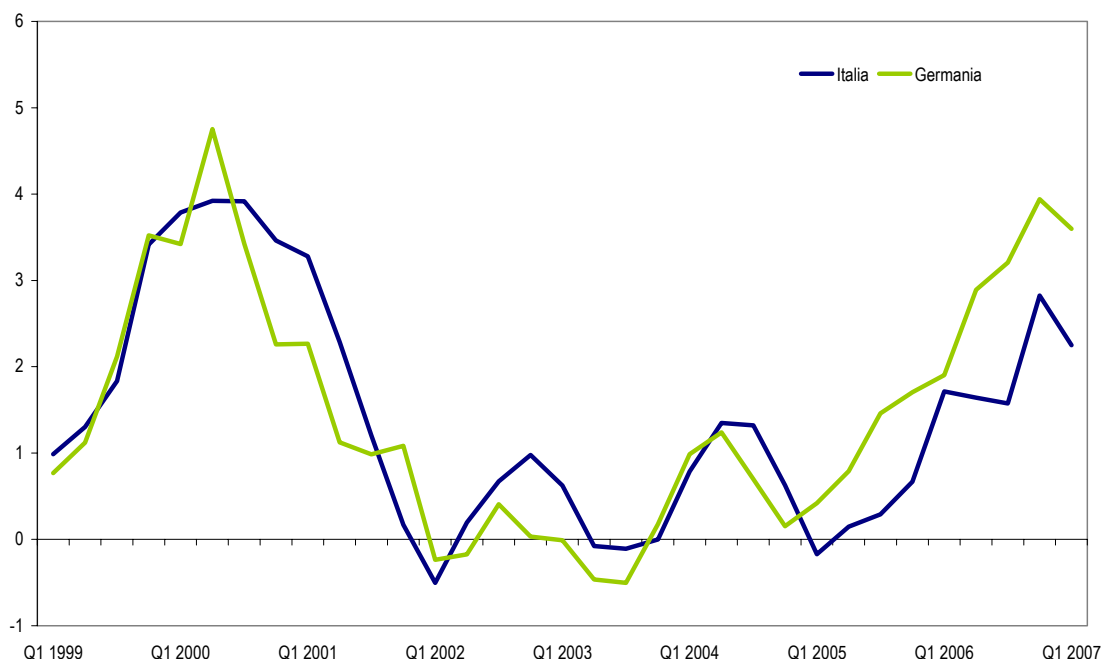
19

2007

18 maggio 2007

Editoriale: Brenner Express

**Andamento del PIL in Italia e Germania
(variazioni percentuali anno su anno)**



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Istat e Ufficio federale tedesco di statistiche

La Germania ritorna ad essere la locomotiva dell'Europa. E' quanto emerge dai dati pubblicati in settimana sull'andamento del PIL nel primo trimestre. A dispetto di quanti prevedevano una stagnazione, la crescita trimestrale del prodotto tedesco è stata pari a 0,5%. Su base annua il PIL della Germania è aumentato di ben il 3,6%, scendendo di pochissimo rispetto al risultato eccezionale di fine 2006 (+3,9%). Lasciamo le percentuali e guardiamo ai valori assoluti. Nel 2006 il PIL dell'area euro ha raggiunto gli 8.370 miliardi di euro di cui 2.310 generati in Germania. Su 100 euro di ricchezza prodotta annualmente in Eurolandia, poco meno di 30 euro sono tedeschi. L'economia tedesca ha superato brillantemente il temuto shock dell'aumento dell'IVA. Gli investimenti delle imprese hanno più che compensato il rallentamento dei consumi. La sorpresa, positiva, della crescita tedesca traina in alto la crescita europea che, a sua volta, supera di un intero punto percentuale la crescita americana (3,1% contro 2,1%, nel primo trimestre del 2007).

La corsa del treno tedesco rappresenta un'ottima notizia per l'Italia. La Germania è il primo cliente del nostro export con una quota pari al 13,2% del totale delle nostre vendite di beni all'estero a dicembre 2006. Per settori di punta del Made in Italy, il mercato tedesco è il principale per dimensioni. Nel 2006 le imprese italiane della meccanica hanno esportato beni strumentali in Germania per 1,4 miliardi di euro con un incremento annuo di poco meno del 12%. Riuscire a vendere macchinari ai tedeschi è particolarmente importante in quanto la Germania è il leader mondiale in questo tipo di produzioni.

La vivacità dell'economia tedesca ha certamente contribuito alla tenuta del PIL italiano nel primo trimestre del 2007. Mettendo in un grafico gli andamenti dei due paesi è immediato verificare l'elevata correlazione che esiste tra la crescita in Italia e in Germania (v. fig.). Tra il 2002 e il 2005 il legame è stato sfavorevole ad entrambi. Dal 2006 Germania e Italia sono tornate a crescere insieme. L'apprezzamento che l'euro ha registrato negli ultimi tempi non comprometterà l'attività delle imprese né in Germania né in Italia laddove gli investimenti in innovazione e il riposizionamento delle gamme hanno ridotto l'elasticità al prezzo relativo dei prodotti. Il problema per noi italiani è però quello di reggere il passo della locomotiva tedesca.

Nel primo trimestre del 2007 l'economia italiana è cresciuta dello 0,2% su base congiunturale e del 2,3% anno su anno. C'è un netto rallentamento rispetto ai dati della fine del 2006 che videro una crescita congiunturale dell'1,1% e tendenziale del 2,8%. I risultati del primo trimestre si sono rivelati comunque migliori rispetto allo scenario di chi riteneva la ripresa dello scorso anno del tutto temporanea. Il segno della variazione del PIL è rimasto positivo. La forte crescita della fine del 2006 non è stata corretta al ribasso. Facendo la media del quarto trimestre del 2006 e del primo trimestre 2007, il passo di espansione congiunturale del PIL italiano risulta collocato intorno al mezzo punto percentuale. Guardando in avanti, fanno ben sperare i segni di ripresa della produzione industriale visti in marzo dopo la battuta di arresto di gennaio e febbraio. L'indicatore anticipatore calcolato dall'ISAE punta a una crescita del PIL dell'ordine del 2% sull'anno. Confermare nel 2007 il tasso di sviluppo del 2006 può essere considerato un buon risultato. L'economia italiana, però, è chiamata a fare di più. Perché la crescita dei nostri partner dell'euro sarà significativamente maggiore del 2%. Perché va ridotto il ritardo accumulato negli ultimi anni. Perché la vivace corsa del "Brenner Express" che tira l'economia europea potrebbe, prima o poi, rallentare.

Giovanni Ajassa

Un'economia mondiale sempre più policentrica

S. Carletti 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Negli ultimi 25 anni le forze di lavoro a disposizione dell'economia mondiale si sono quadruplicate, conseguenza del coinvolgimento nel circuito produttivo di un più ampio numero di paesi.

Questa straordinaria crescita delle forze di lavoro ha dato forza a livello mondiale a tre fenomeni: a) accrescimento dei flussi migratori; b) aumento delle importazioni di beni intermedi (offshoring) che oggi rappresentano la metà delle importazioni di merci dei paesi industrializzati; c) forte sviluppo del commercio internazionale. Ne è derivato un sostanziale mutamento nei pesi relativi tra le principali aree del mondo: negli ultimi due anni il contributo dei paesi industrializzati alla crescita dell'economia mondiale è risultato inferiore ad un terzo, con il resto proveniente dai cosiddetti "paesi in via di sviluppo"; nel 2000 la ripartizione dei contributi era stata quasi 50 - 50.

Molto diversi i percorsi di sviluppo di Cina e India. Nel periodo più recente l'accresciuta disponibilità di capitale ha contribuito per quasi la metà alla crescita economica cinese e solo per un quarto a quella indiana.

Quadruplicate le forze di lavoro mondiali

Il Fondo Monetario Internazionale continua a dedicare grande attenzione alle trasformazioni indotte nello scenario economico mondiale dal progredire del processo di globalizzazione. Nell'ultimo suo rapporto semestrale¹ è il mercato del lavoro il tema cui viene dedicato particolare spazio. Secondo gli economisti del FMI, tra il 1980 ed il 2005 le forze di lavoro a disposizione dell'economia mondiale si sono quadruplicate, con la maggior parte di questo incremento avvenuto dopo il 1990. Metà circa di questa crescita può essere attribuita ai paesi dell'Asia Orientale, mentre significativi ma più contenuti sono stati i contributi dell'Asia meridionale e dei paesi dell'ex-blocco sovietico.

Questa straordinaria crescita delle forze di lavoro a livello mondiale ha dato forza a tre fenomeni: a) accrescimento dei flussi migratori, b) trasferimento di fasi dell'attività produttiva dai paesi a economia più avanzata in paesi meno evoluti economicamente (*offshoring*), c) forte sviluppo del commercio internazionale.

Il fenomeno dell'emigrazione è spesso al centro dell'attenzione ma la sua dimensione è complessivamente modesta se si esclude il caso di qualche paese europeo e, soprattutto, degli USA, dove gli immigrati sono arrivati a rappresentare il 15% circa della forza lavoro. Secondo l'ISTAT, a fine 2006 gli immigrati rappresentavano in Italia il 6,1% delle forze di lavoro ed il 6% del totale degli occupati (oltre il 7% al nord e al centro, il 2,6% nel mezzogiorno).

Per quanto riguarda l'*offshoring*, la sua dimensione economica è quantificabile considerando le importazioni dei beni intermedi, attualmente pari a circa metà del totale delle importazioni di merci dei paesi ad elevata industrializzazione (34% in Italia). Nel recente passato la crescita delle importazioni dei beni intermedi è stata significativa ma complessivamente inferiore a quella del commercio internazionale totale. Le importazioni di beni intermedi e di servizi rappresentano in media circa il 5% del valore della produzione totale nazionale, con un minimo del 2-3% negli Stati Uniti e in Giappone ed un massimo del 12% in Olanda. Se si guarda al solo settore manifatturiero, l'incidenza² sale al 10%, con un progresso di 4 pp rispetto al 1980 e una più forte differenziazione tra paese e paese (il Giappone è al 4%, il Canada al 25%).

Per quanto riguarda il commercio internazionale la crescita è stata decisamente rilevante: in volume + 6,7% l'anno tra il 1999 ed il 2006, come nel decennio 1989-98. Nell'ultimo quinquennio si è assistito sia ad una accelerazione di questa crescita (+7,2% in media annua) sia ad una diversa ripartizione tra economie avanzate e paesi economicamente meno

¹ Fondo Monetario Internazionale, "World Economic Outlook", aprile 2007.

² Il dato è riferito ai paesi del G7 più Australia e Olanda ed al 2003, ultimo anno disponibile.

evoluiti: secondo l'analisi degli economisti del FMI, la quota dei primi sul totale delle esportazioni mondiali è diminuita dal 74,6% del 2002 al 67,3 del 2006, con un parallelo incremento della quota dei paesi meno evoluti economicamente. Dei 7,3 punti percentuali di flessione, 2,6 sono attribuiti agli Stati Uniti e 2,2 all'area euro.

Un processo di crescita mondiale policentrico

Questo ampliamento del circuito produttivo a livello mondiale ha reso possibile una fase di crescita che non solo è molto intensa ma, a differenza di esperienze precedenti, anche condivisa in modo ampio. Nel quinquennio 2002-06 il tasso medio di crescita mondiale è risultato pari al 4,5%, quasi una volta e mezza quello medio degli anni novanta. Anche se al loro interno è spesso riscontrabile una certa disomogeneità, tutte le principali aree economiche del mondo (Africa compresa) possono vantare nel quinquennio più recente risultati significativamente migliori di quelli mediamente conseguiti negli anni novanta. L'unica eccezione è costituita proprio dall'insieme dei paesi avanzati il cui tasso medio di crescita nel quinquennio più recente (2,5%) è inferiore di circa due decimi a quello degli anni novanta e pari a poco più di un terzo di quello (6,9%) conseguito nel quinquennio più recente dai paesi con un livello di sviluppo inferiore.

Almeno sul piano quantitativo, si è così determinata una diversa attribuzione di ruoli nell'economia mondiale. Il contributo alla crescita mondiale dei paesi avanzati è, infatti, passato dal 48% del 2000 ad appena il 30% del 2006, mentre quello del resto del mondo è parallelamente cresciuto dal 52% al 70%. E' da sottolineare che le quote del 2006 sono simili a quelle dell'anno precedente (27% e 73%). Quasi metà della crescita mondiale è attribuibile ai cosiddetti paesi BRIC (Brasile, Russia, India, Cina). Cina e India, in particolare, hanno contribuito alla crescita mondiale del 2006 per oltre il 40%, vale a dire più del doppio di Stati Uniti e area Euro considerati congiuntamente.

Questi dati suscitano due considerazioni: la prima è che l'accelerazione della crescita realizzatasi nei paesi una volta definiti "in via di sviluppo" non è avvenuta, come temuto, a spese dei paesi avanzati che hanno sostanzialmente continuato a crescere lungo il loro sentiero di lungo periodo. La seconda considerazione è che i paesi in grado di sostenere l'economia mondiale (le "locomotive") sono diventati più numerosi, con un possibile ridimensionamento delle fasi di rallentamento ciclico.

Come sta cambiando l'economia mondiale						
	2000			2006		
	peso relativo (1) a	crescita reale b	contributo alla crescita mondiale a*b	peso relativo (1) a	crescita reale b	contributo alla crescita mondiale a*b
mondo	100	4,8	100%	100	5,4	100,0%
paesi avanzati	57,1	4,0	48%	52,0	3,1	30%
di cui: Stati Uniti	22,0	3,7	17%	19,7	3,3	12%
area Euro	16,0	3,9	13%	14,7	2,6	7%
Giappone	7,3	2,9	4%	6,3	2,2	3%
altri paesi	42,9	5,8	52%	48,0	7,9	70%
di cui: Cina	11,6	8,4	20%	15,1	10,7	30%
India	4,6	5,3	5%	6,3	9,2	11%
Russia	2,5	10,0	5%	2,6	6,7	3%

(1): quota sul PIL mondiale, valutato con il metodo delle PPP (parità di potere d'acquisto)

Fonte: elaborazione di dati tratti da FMI, World Economic Outlook, aprile 2001 e aprile 2007.

Cina e India: due percorsi di crescita molto diversi

Il ruolo centrale di Cina e India nel trascinare la crescita mondiale ha moltiplicato gli studi su queste due economie. Tra i contributi più recenti, particolare attenzione merita quello di due economisti³ dell'autorevole Brookings Institutions. Adottando uno schema interpretativo noto come "contabilità della crescita" e ispirato da Robert Solow (nel 1987 premio Nobel per l'economia) i due economisti americani hanno cercato di portare in evidenza i fattori che hanno maggiormente alimentato il processo di crescita economica di questi due paesi. In estrema sintesi, secondo questo modello interpretativo è possibile distinguere il contributo alla crescita economica derivante dall'accumulazione di capitale fisico e dalla quantità di lavoro, con una parte residua, non spiegata attribuibile ai guadagni di efficienza dovuti ad altri elementi, quali ad esempio il progresso tecnico e organizzativo.

L'analisi proposta dai due economisti statunitensi copre circa un quarto di secolo (dal 1978 al 2004), periodo durante il quale il Pil procapite è raddoppiato in India ed è risultato moltiplicato per sette volte in Cina. Come illustrato nella tabella che segue, nel caso cinese è stata l'accumulazione di capitale a giocare un ruolo determinante, analogamente a quanto riscontrabile per molte altre economie asiatiche ma diversamente dall'economia indiana dove il mix degli apporti è stato più equilibrato. Negli ultimi undici anni il contributo del capitale alla crescita economica annua è stato in Cina (4,2 pp) più che doppio rispetto all'esperienza indiana (1,8 pp). A questa differenza si accompagna una forte differenziazione sotto il profilo settoriale, con il comparto industriale che da tempo contribuisce per oltre il 50% al valore aggiunto in Cina mentre in India continua a rimanere sotto la soglia del 30%. In quest'ultimo paese è il settore dei servizi a giocare un ruolo relativamente più ampio, originando (2004) il 50% del valore aggiunto totale rispetto al 33% della Cina.

I fattori determinanti della crescita economica di Cina e India						
(tasso di variazione medio annuo)						
	crescita economica media annua a= b+c	aumento fattore lavoro b	aumento prodotto per occupato c=d+e+f	di cui:per aumento capitale fisico d	di cui: per accresciuta produttività dei fattori e	di cui: altro f
1978-04						
Cina	9,3	2,0	7,3	3,2	3,8	0,2
India	5,4	2,0	3,3	1,3	1,6	0,4
1993-04						
Cina	9,7	1,2	8,5	4,2	4,0	0,2
India	6,5	1,9	4,6	1,8	2,3	0,4

Fonte: B.Bosworth e S.M.Collins, Accounting for Growth: Comparing China and India, gennaio 2007.

Passando all'analisi delle prospettive future il discorso diventa inevitabilmente più complesso. Malgrado lo sviluppo recente, tutti e due i paesi continuano ad avere ampia disponibilità di manodopera in agricoltura riutilizzabile in impieghi a più alta produttività nel settore industriale e in quello terziario. La situazione indiana, tuttavia, sembra più favorevole sia perché i fenomeni di inurbamento sono meno avanzati sia perché la più alta natalità assicura un'età media decisamente più bassa: l'incidenza⁴ delle persone con oltre 60 anni sul totale

³ Cfr. B. Bosworth e S. M. Collins, "Accounting for Growth: Comparing China and India", gennaio 2007.

⁴ Per le proiezioni demografiche, cfr. United Nations (2007), "World Population Prospects: The 2006 Revision Population Database".

della popolazione aumenterà nei prossimi venticinque anni di 5,4 punti percentuali in India (da 7,5% nel 2005 a 12,9% nel 2030) e di 12,8 pp in Cina (da 11% a 23,8%). La disponibilità di nuove forze di lavoro (giovani con età 15-24 anni) nel 2030 sarà comunque ragguardevole in entrambi i casi: 250 milioni nel caso dell'India e 170 milioni in quello cinese.

In uno scenario di questo tipo, importante diventa la qualità del sistema di formazione e sotto questo profilo alla Cina viene riconosciuto un vantaggio consistente. Secondo l'Unesco, infatti, tra i giovani cinesi al di sotto dei 24 anni l'analfabetismo è totalmente scomparso mentre in India questo problema riguarda ancora un giovane su quattro. Se alcune università hanno da tempo conquistato una fama di eccellenza, il resto del sistema scolastico indiano viene giudicato su livelli decisamente modesti.

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

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

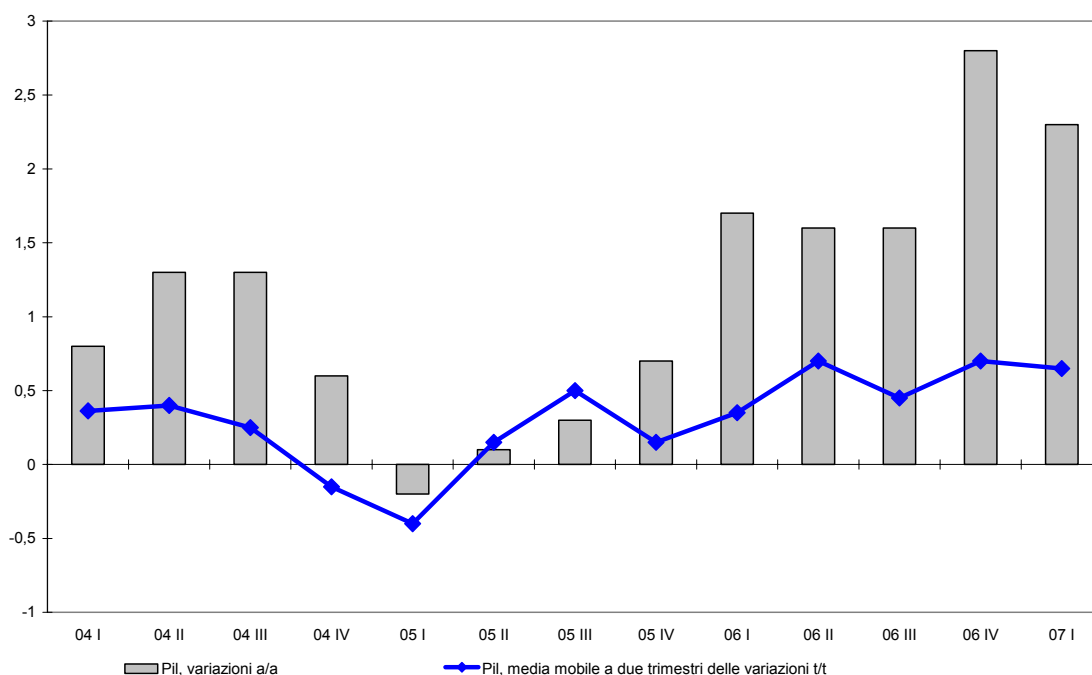
Prosegue moderata l'evoluzione dell'inflazione in Italia. Ad aprile l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività è cresciuto solo dello 0,2% m/m. La dinamica su base annuale ha ulteriormente rallentato (+1,5%) posizionandosi sul valore più basso degli ultimi otto anni. L'inflazione armonizzata è risultata pari all'1,8%, leggermente al di sotto del valore relativo all'intera area dell'euro (1,9%).

La crescita dell'economia italiana ha rallentato nel I trimestre del 2007. Il tasso di sviluppo è passato dal brillante +1,1% t/t degli ultimi tre mesi dello scorso anno al +0,2%. Ha pesato la diminuzione del valore aggiunto prodotto dall'industria. L'economia italiana si mantiene, però, su un positivo sentiero di sviluppo. La crescita del 2007 dovrebbe risultare in linea con quella sperimentata lo scorso anno (intorno al 2%).

Prosegue la crescita dell'economia italiana

Secondo le stime preliminari diffuse dall'Istat, il Pil italiano, corretto per il numero di giorni effettivamente lavorati e depurato dagli effetti della stagionalità, è cresciuto nei primi tre mesi del 2007 dello 0,2% nel confronto con il trimestre precedente. Il rallentamento dell'economia viene dopo la forte accelerazione che aveva caratterizzato l'ultimo trimestre dello scorso anno, quando il tasso di sviluppo dell'economia era risultato pari al +1,1%. Il ritmo di crescita tendenziale, seppur ridottosi, si è però mantenuto su valori superiori al 2%.

La crescita dell'economia italiana



Fonte: elaborazioni su dati Istat

In questa prima stima l'Istat non ha fornito indicazioni sulla dinamica delle singole componenti. Viene, però, sottolineato come la moderazione del ritmo di sviluppo abbia risentito della diminuzione del valore aggiunto prodotto dall'industria. Sono, invece, risultati in crescita sia il settore dei servizi che quello dell'agricoltura. La frenata dell'industria è apparsa coerente con i dati della produzione, il cui ritmo di crescita ha fortemente rallentato

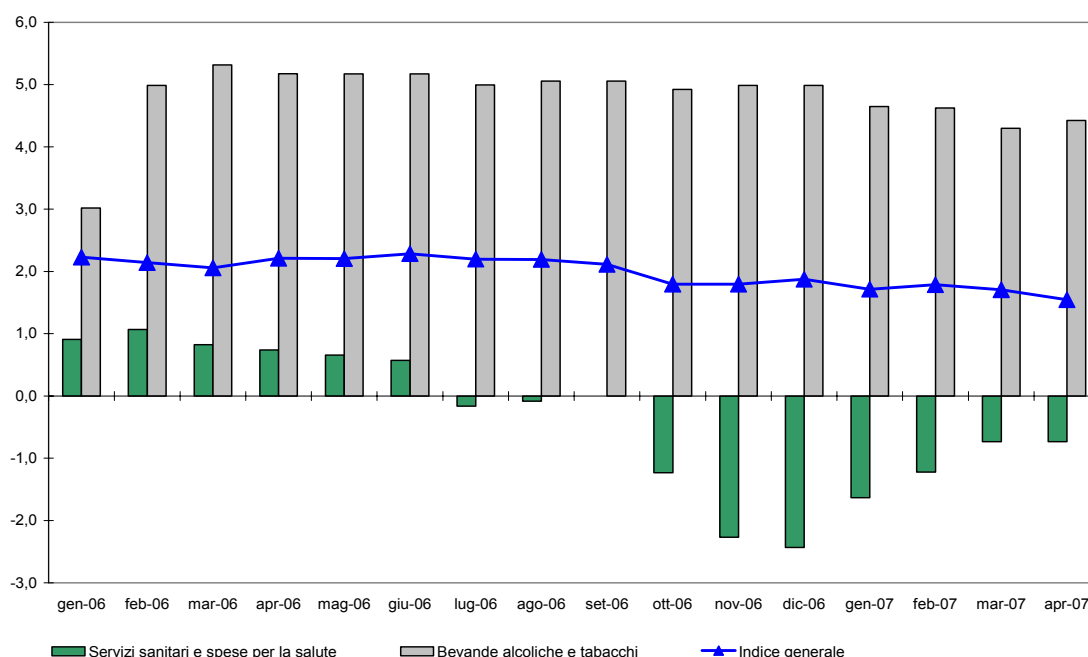
nel I trimestre rispetto ai tre mesi precedenti (+0,9% a/a dal +3,9%, considerando l'indice corretto per i giorni lavorativi). Inoltre, l'incerta evoluzione della fiducia dei consumatori potrebbe aver frenato nei primi mesi dell'anno la spesa delle famiglie italiane penalizzando la domanda interna. Al contrario, la positiva dinamica della fiducia degli imprenditori potrebbe aver stimolato gli investimenti. L'accumulo di capitale dovrebbe esser stato favorito anche dal grado di utilizzo della capacità produttiva che ha raggiunto livelli storicamente elevati. Nei primi mesi dell'anno, il contesto esterno all'economia italiana si è mantenuto nel complesso favorevole. Il rallentamento meno intenso di quanto temuto delle principali economie dell'area dell'euro potrebbe aver contribuito a sostenere le esportazioni. A tale proposito ha positivamente sorpreso la performance dell'economia tedesca, principale mercato di sbocco per le esportazioni italiane. Nonostante il temuto aumento dell'IVA, in Germania il Pil è, infatti, aumentato dello 0,5% rispetto al trimestre precedente con un ritmo di crescita annuale pari al 3,6%.

Il rallentamento del I trimestre non pregiudica la positiva valutazione sulla situazione economica dell'Italia consolidatasi sulle basi della ripresa sperimentata nel 2006. L'andamento trimestrale della crescita presenta spesso elementi di erraticità. Considerando la media mobile a due trimestri dei tassi di crescita trimestrali si evidenzia come la dinamica di sviluppo si sia mantenuta stabile su ritmi elevati. Nel complesso del 2007 la crescita dell'economia italiana dovrebbe, dunque, mantenersi in linea con quella registrata lo scorso anno. Con il dato del primo trimestre, la crescita acquisita per il 2007, quella che si otterrebbe con tassi di sviluppo nulli nei prossimi tre trimestri, è pari all'1,4%. Già nel periodo aprile-giugno l'economia italiana dovrebbe nuovamente accelerare grazie anche al recupero dell'attività industriale.

Un aspetto negativo di una situazione nel complesso favorevole rimane il confronto con le altre economie. In questa fase di ripresa la crescita dell'Italia si è fino ad ora mantenuta ampiamente al di sotto di quella dell'intera area dell'euro (+3,1% a/a nel I trimestre). Tali dinamiche confermano il permanere di problemi strutturali che frenano le potenzialità di sviluppo dell'economia italiana.

Si mantiene contenuta l'inflazione in Italia

L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività e alcune sue componenti



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Nei primi mesi del 2007 l'Italia ha sperimentato una moderazione della dinamica inflazionistica. L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività è cresciuto ad aprile dello 0,2% m/m. Su base annuale l'inflazione si è ulteriormente ridotta passando dall'1,7% all'1,5%, il valore più basso degli ultimi otto anni. Il miglioramento del contesto inflazionistico è stato favorito dalla significativa riduzione dei prezzi nel comparto delle comunicazioni (-10%) oltre che dal calo registrato nei servizi sanitari e spese per la salute (-0,7%). I maggiori incrementi su base annuale si sono avuti, invece, nelle bevande alcoliche e tabacchi (+4,4%) e nei prodotti alimentari e bevande analcoliche (+2,7%).

Nell'ambito delle 20 città capoluogo di regione gli aumenti tendenziali maggiori si sono avuti a Palermo (+2,2%), Torino, Potenza e Genova (+1,8%). Le città che hanno, invece, sperimentato una più moderata dinamica dei prezzi sono state Aosta (+1%), Firenze (+1,1%) e Trieste (+1,2%).

Su base armonizzata, l'indice dei prezzi al consumo è aumentato ad aprile dello 0,6% m/m. Le pressioni provenienti dal capitolo abbigliamento e calzature (+4,2%) sono state contenute dalla riduzione dei prezzi nel comparto ricreazione, spettacoli e cultura (-0,4%) e in quello abitazione, acqua, elettricità e combustibili (-0,2%). Su base annuale l'inflazione armonizzata si è ridotta dal 2,1% di marzo all'1,8%, risultando leggermente inferiore a quella dell'intera area dell'euro (1,9%).

Tassi & cambi nel mondo

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

L'economia dell'eurozona continua a marciare lungo un sentiero di solida espansione. La crescita del Pil nel primo trimestre dell'anno (0,6% t/t), seppure in lieve rallentamento, continua a mantenersi al di sopra del potenziale di lungo periodo.

Nonostante il tasso di inflazione sia atteso al di sotto del 2% in media d'anno, la Bce continua a vedere potenziali rischi sui prezzi nel medio-lungo periodo. Dopo un rialzo dei tassi al 4% nel mese di giugno, ormai quasi annunciato, ulteriori possibili interventi saranno legati all'andamento dei dati economici.

Non muta il quadro economico congiunturale relativo agli Stati Uniti. Positivi i segnali sul fronte dell'inflazione che mostra segni di rallentamento (2,6% a/a in aprile dal 2,8% di marzo) pur mantenendosi al di sopra dei valori auspicati dalla Fed. La banca centrale statunitense conferma le attese di un prolungamento del periodo di crescita debole. Perdura la correzione del mercato immobiliare che non ha ancora finito di dispiegare i suoi effetti sull'economia.

Area dell'euro: la crescita del Pil si mantiene sopra il 3%, stabili i prezzi.

La crescita dell'eurozona nel primo trimestre dell'anno registra un valore dello 0,6% t/t in modesto rallentamento rispetto al brillante 0,9% t/t di fine 2006. Su base annua la crescita rallenta al 3,1% a/a da un precedente 3,3% a/a, livello ancora ampiamente al di sopra della crescita potenziale.

Permane una dispersione all'interno dell'area in termini di performance dei paesi. Il dato complessivo è risultato molto positivo per effetto di un rallentamento meno accentuato del previsto in Germania (0,5% t/t) e del favorevole andamento dell'economia spagnola (1,0% t/t). Stabile la crescita in Francia (0,5% t/t, come nell'ultimo trimestre del 2006) mentre in Italia il Pil ha rallentato a 0,2% t/t a parziale correzione dell'1,1% t/t di fine 2006.

Per un'analisi più dettagliata sulle componenti del Pil bisognerà attendere il comunicato in uscita il 1 giugno. Sul fronte della domanda la dinamica interna potrebbe comunque aver risentito di un temporaneo rallentamento dei consumi in Germania mentre il ciclo degli investimenti sembra essere rimasto orientato ancora favorevolmente e potrebbe rimanere prossimo ai livelli massimi registrati nel 2000. E' prevedibile inoltre un contributo meno positivo del commercio legato a una flessione nella dinamica dell'export.

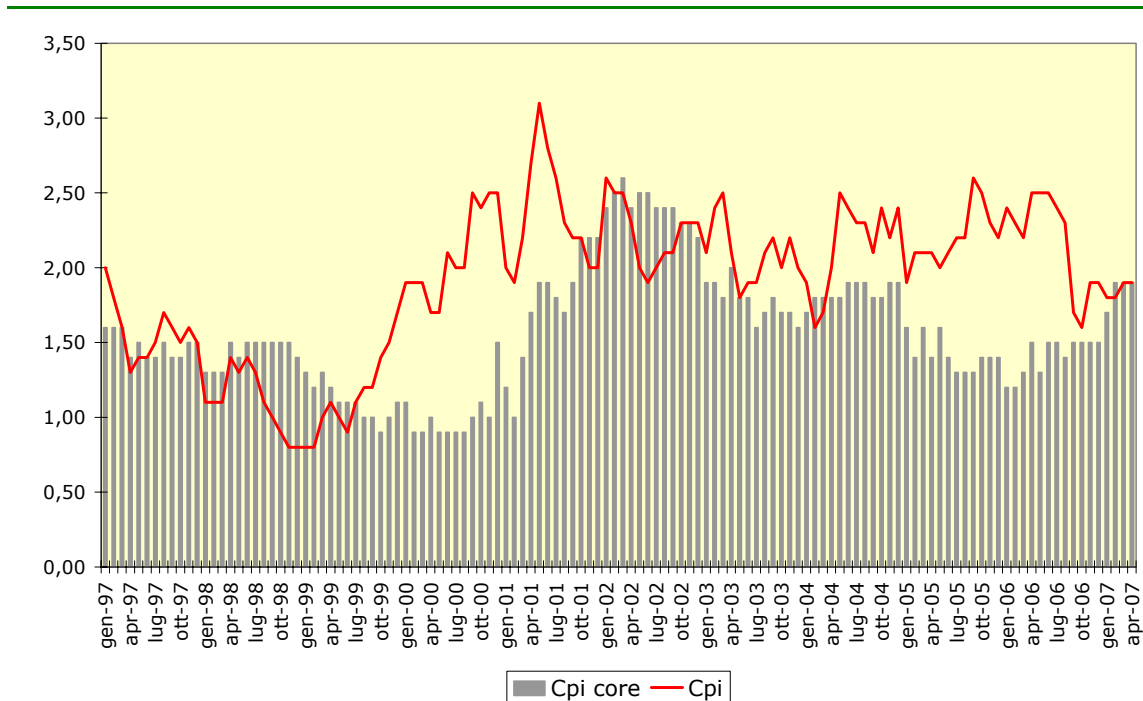
Positive le indicazioni provenienti dal dato sulla produzione industriale che a marzo è aumentata dello 0,4% m/m dopo lo 0,5% m/m del mese precedente. I settori che hanno evidenziato la performance migliore sono risultati quelli dei prodotti intermedi e dei beni di consumo non durevoli, mentre si è registrata una flessione dello 0,2% m/m nel comparto dei beni di consumo durevoli. Il trend della produzione industriale rimane solido anche se inferiore rispetto allo scorso anno: il tasso di variazione a tre mesi è pari al 3,7%, ben al di sotto rispetto ai valori registrati la scorsa estate. L'elevato livello di correlazione tra la produzione industriale e il Pil sembra indicare una lieve moderazione nello slancio economico dell'eurozona, che potrebbe risentire anche degli effetti dei passati aumenti dei tassi e del rallentamento dell'economia statunitense. Nel complesso l'attività economica nell'area dell'euro è attesa rimanere solida, in un contesto caratterizzato da inflazione contenuta.

Nel mese di aprile l'inflazione nell'area dell'euro è cresciuta dell'1,9% a/a, poco al di sopra del dato preliminare (1,8% a/a). Per il terzo mese consecutivo il dato grezzo rimane stabile all'1,9%, al di sopra dell'1,5% medio registrato nell'ultimo trimestre del 2006. Un contributo al rialzo dei prezzi è venuto dai prodotti alimentari, mentre i carburanti, nonostante gli aumenti nel mese di aprile, hanno fornito un contributo negativo all'andamento dei prezzi grazie a un favorevole effetto base. Tra i diversi paesi l'inflazione ha mostrato segnali di accelerazione in Francia e di decelerazione in Italia, mantenendosi stabile in Spagna e Germania.

Nel complesso l'inflazione è attesa mantenersi al di sotto del 2%. Guardando oltre il breve termine, permangono secondo la Bce alcuni rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo

periodo. Tali rischi derivano dalla dinamica della domanda interna che è attesa svilupparsi a ritmi robusti nei prossimi mesi, da aumenti salariali che potrebbero eccedere quelli della produttività e dalla crescita della massa monetaria che, nonostante la stabilizzazione della dinamica dei prestiti al settore privato da metà 2006, rimane un elemento di preoccupazione.

**Area dell'euro: CPI e CPI Core
(variazioni percentuali a/a)**



Fonte: Bloomberg

Per quanto riguarda la politica monetaria dopo l'atteso rialzo di giugno al 4%, la dinamica contenuta dell'inflazione e un contesto economico internazionale meno favorevole potrebbero indurre la Bce a una pausa. Ulteriori possibili manovre da parte della banca centrale potrebbero essere guidate dai dati economici.

Stati Uniti: rallentano i prezzi al consumo, migliora la produzione industriale

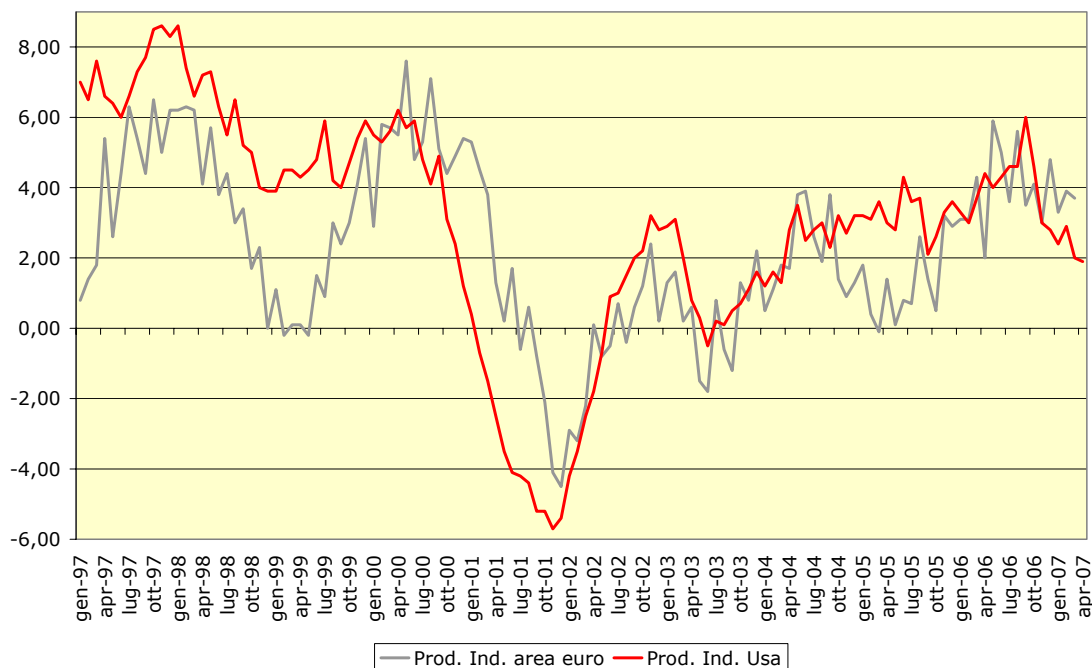
I dati della settimana non hanno modificato la lettura del quadro economico statunitense. I prezzi al consumo sono aumentati dello 0,4% m/m, in rallentamento rispetto allo 0,6% di marzo. A sostenere i prezzi hanno contribuito ancora una volta gli aumenti della benzina e dei generi alimentari. Incoraggianti le indicazioni relative al dato "core", depurato cioè delle componenti più volatili quali alimentari ed energia, che ha segnato una crescita dello 0,2%, in ascesa rispetto allo 0,1% di marzo. Il fatto che la variazione annuale del tasso core si porti al 2,4%, l'aumento più contenuto in un anno, può essere letto come un segno che i rincari dei prezzi energetici non si stanno trasferendo ai vari settori dell'economia. Per l'indice generale invece, l'incremento su base annua è del 2,6%, un livello ancora elevato rispetto a quello auspicato dalla Fed, ma comunque in miglioramento.

Nel mese di aprile, la produzione industriale ha fatto registrare una crescita dello 0,7% m/m, in deciso recupero rispetto alla precedente rilevazione, rivista al ribasso da -0,2% a -0,3% m/m. Il miglioramento è stato guidato da un positivo andamento del settore delle *utilities* e

di quello manifatturiero che negli ultimi due mesi ha mostrato segnali di una solida attività in linea con le indicazioni registrate dall'indice ISM nel mese di aprile.

Positivo anche il dato relativo alla capacità di utilizzazione degli impianti che in riferimento allo stesso mese ha segnato un incremento all'81,6% dall'81,2% del mese precedente (rivisto al ribasso dall'81,3%).

**Produzione industriale: Usa e area dell'euro
(variazioni percentuali a/a)**



Fonte: Bloomberg

Diminuiscono invece dello 0,3% m/m i salari orari, portando il tasso tendenziale all'1,2% a/a. Grazie anche alla flessione delle ore lavorate settimanali (-0,3% m/m) si registra per la terza volta nelle ultime quattro rilevazioni un calo del livello delle buste paga settimanali dello 0,5% m/m (+0,9% a/a). Gli effetti di una eventuale moderazione salariale potrebbero essere duplici: favorire il contenimento delle pressioni inflative dal lato dei costi delle imprese che possono recuperare l'aumento del costo reale del lavoro attraverso aumenti della produttività; portare a un rallentamento nella crescita dei consumi delle famiglie attraverso una minore dinamica dei redditi personali.

La riunione del Fomc della scorsa settimana e la decisione di mantenere i tassi invariati al 5,25% sono stati accompagnati da un comunicato in linea con quello di marzo. Nella valutazione congiunturale delle prospettive di crescita, la banca centrale statunitense afferma che nonostante il rallentamento registrato finora e il perdurare dell'aggiustamento del settore immobiliare, "sembra probabile che l'economia si espanda a un ritmo moderato nei prossimi trimestri".

A tal proposito in un intervento a Washington, R. Fisher, Presidente della Federal Reserve di Dallas, ha confermato le attese di un prolungamento del periodo di crescita debole dal momento che la correzione del mercato immobiliare non ha ancora finito di dispiegare i suoi effetti sull'economia. Fisher ha anche sottolineato come la dinamica dei consumi risentirà degli aumenti nel prezzo della benzina, degli alimentari e della correzione nel mercato immobiliare. L'economia statunitense comunque continua a creare occupati e a mantenere

un tasso di disoccupazione molto basso. Nonostante i membri del Fomc considerino l'inflazione il principale elemento di preoccupazione, i rischi sui prezzi al momento sembrano essere bilanciati.

Una lettura ancora più chiara dello scenario da parte della Fed sarà comunque possibile con la diffusione delle minute del Fomc, prevista a tre settimane dalla scorsa riunione.

					Scorsa sett.	Attuale
	II trim 06	III trim 06	IV trim 06	I trim 07	10/05/2007	17/05/2007
Tassi di cambio						
yen-dollaro	114	118	119	118	119,8	121,2
dollaro-euro	1,28	1,27	1,32	1,33	1,352	1,352
yen-euro	146	149	157	157	162,9	163,8
sterlina-euro	0,69	0,68	0,67	0,68	0,680	0,683
Eurotassi a 3 mesi						
dollaro	5,48	5,37	5,36	5,35	5,36	5,36
euro	3,06	3,42	3,73	3,92	4,05	4,07
yen	0,36	0,43	0,57	0,67	0,66	0,67
sterlina	4,75	5,07	5,32	5,62	5,77	5,75
Titoli di Stato a 10 anni						
Stati Uniti	5,15	4,63	4,70	4,65	4,65	4,75
Germania	4,07	3,71	3,96	4,06	4,22	4,31
Giappone	1,93	1,68	1,69	1,65	1,67	1,63
Italia	4,37	4,00	4,22	4,27	4,40	4,49
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,74	4,96	5,10	5,15

Fonte: Bloomberg

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.