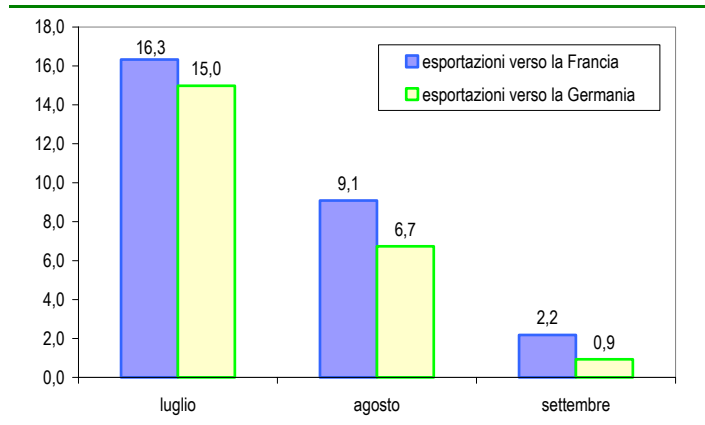


Esportazioni dell'Italia verso Germania e Francia

(luglio-settembre 2007; var. % anno su anno)



Fonte: elaborazione su dati ISTAT

Editoriale - L'economia italiana sta rallentando. Lo indicano i dati di settembre della produzione industriale, del fatturato e degli ordini nell'industria. I segni di una decelerazione trapelano anche dalla netta flessione in settembre del tasso annuo di incremento delle esportazioni italiane verso la Germania e la Francia, i due più importanti mercati di sbocco, titolari da soli di poco meno del 25% delle vendite all'estero di nostri prodotti. Il rallentamento delle esportazioni italiane all'interno dell'Eurozona riflette l'accresciuta concorrenza da parte dei paesi extra-UE le cui valute si sono significativamente deprezzate contro l'euro. Una maggiore diversificazione delle vendite sui mercati extra-europei più dinamici aiuterà le imprese esportatrici a compensare la decelerazione sui mercati domestici. Le aziende di media dimensione potrebbero fare la differenza.

Pag. 4 - Il portafoglio degli **investimenti finanziari delle famiglie italiane** si sta ricollocando. A giugno 2007 una consistenza di poco meno di 3.500 miliardi di euro risultava investita per il 27% in contante e depositi, circa il 20% in titoli, per solo l'8,5% in fondi comuni e per la restante parte in azioni, partecipazioni, premi assicurativi e altre attività. La componente bancaria degli investimenti vede crescere in modo vivace le obbligazioni mentre decelerano i depositi la cui crescita annua tende a riallinearsi all'espansione dei redditi. Continuano le difficoltà dei fondi comuni. Si ricompongono gli investimenti nel comparto assicurativo vita.

40

2007

22 novembre 2007

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

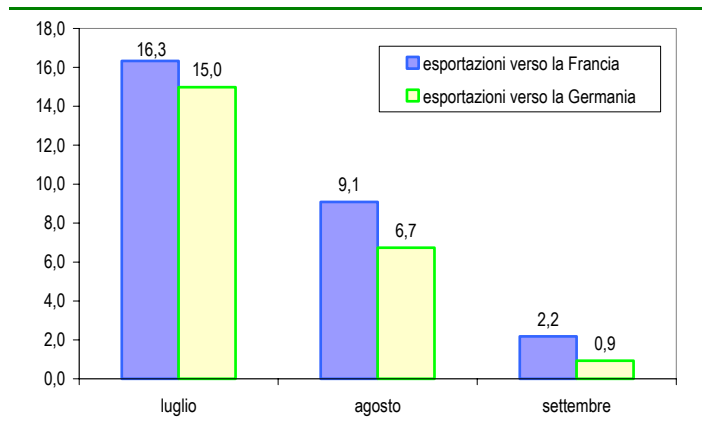
Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Editoriale: meno export, più export

Esportazioni dell'Italia verso Germania e Francia

(luglio-settembre 2007; var. % anno su anno)



Fonte: elaborazione su dati ISTAT

L'economia italiana sta rallentando. Lo dicono i dati congiunturali della produzione industriale e del fatturato dell'industria in settembre. I segni di una decelerazione trapelano anche dal riscontro di alcuni numeri della bilancia commerciale. In settembre, il ritmo annuo di aumento delle esportazioni italiane di merci verso la Germania è sceso a poco meno dell'1% e quello verso la Francia si è ridotto intorno al 2%. Germania e Francia assorbono da sole circa il 25% di tutto l'export italiano. Probabilmente, il rallentamento delle nostre vendite nell'Eurozona è conseguenza dell'accresciuta concorrenza da parte dei produttori extra-UE le cui valute negli ultimi mesi si sono fortemente deprezzate contro l'euro. Nei mesi a venire, a questo sfavorevole "effetto prezzo", potrebbe aggiungersi un altrettanto negativo riflesso del previsto indebolimento della domanda nei grandi paesi europei. Le previsioni di consenso dicono che nel 2008 la crescita del PIL scenderà dal 2,6% al 2,1% in Germania e dal 2,6% al 2% nella media dell'Eurozona e rimarrà al di sotto del 2% in Francia.

In Italia un netto rallentamento nella crescita annua del PIL potrebbe rendersi evidente già con il dato del quarto trimestre di quest'anno. Prima che economica, la ragione della flessione sarà statistica. Il numero degli ultimi tre mesi del 2007 dovrà confrontarsi con il risultato eccezionalmente positivo registrato nel corrispondente periodo del 2006, quando il PIL dell'Italia crebbe dell'1,1% nel volgere di un trimestre. In questa situazione, supponendo che l'espansione trimestrale si attesti al +0,3%, la crescita annua del PIL scenderebbe dall'1,9 all'1,1%. Nel corso del 2007 i numeri della nostra crescita hanno goduto del formidabile abbrivio impresso dalla chiusura del 2006. Ora, però, la spinta sta esaurendosi. A meno di un nuovo "botto" di San Silvestro, la crescita annua del PIL italiano potrebbe scalare di marcia lasciando praticamente intatto anche per il 2008 quel punto percentuale che misura il divario di sviluppo a nostro scapito rispetto alla media dell'Eurozona.

Cosa potrà rischiarare il grigiore di questi scenari? Più che dalle famiglie, segnali di ripartenza sono attesi dalle imprese e, soprattutto, dalle imprese esportatrici di media e grande dimensione. Per rilanciarsi e volgere i rischi dell'attuale congiuntura in opportunità, le aziende possono agire su almeno tre leve. Riposizionare le vendite verso i mercati extra-europei che corrono di più. Spingere su qualità e innovazione per tenere e recuperare sulle piazze europee. Affinare la gestione finanziaria e quella degli approvvigionamenti di energia e materie prime per far fronte alle tensioni dei mercati. Sono cose che le nostre migliori imprese già fanno. L'obiettivo dovrebbe essere innalzare tutto il sistema, facendo aumentare la scala individuale e il numero dei componenti di quella fascia di aziende con dimensioni e propensioni adeguate a competere sui mercati internazionali.

Proprio nelle scorse settimane l'ISTAT ha aggiornato al 2005 una fotografia strutturale delle imprese industriali e dei servizi. In Italia ci sono circa 25.000 aziende con 50 o più addetti

che, rappresentando appena lo 0,6% del numero totale delle imprese italiane, producono ben il 45% del valore aggiunto nazionale e danno lavoro al 46% dei lavoratori dipendenti dell'industria e dei servizi di mercato. Presso le imprese esportatrici con 50 o più addetti del comparto manifatturiero la produttività del lavoro supera di circa il 60% la media generale di industria e servizi. Il valore aggiunto per addetto ammonta a 61mila euro l'anno. Gli investimenti per addetto nelle imprese manifatturiere esportatrici di media e grande dimensione si avvicinano ai 10mila euro l'anno contro i 6.600 euro della media del totale di industria e servizi. Nelle imprese esportatrici, la retribuzione lorda per dipendente è significativamente più alta rispetto a quelle rilevata presso le imprese che non vendono all'estero una quota importante del proprio fatturato.

Anche se esportare è oggi più difficile, il ceto medio delle imprese esportatrici può dare un contributo decisivo per evitare alla crescita italiana di ricadere nelle secche della quasi-stagnazione. A sostegno di questa ipotesi ci sono i risultati di un recente sondaggio condotto dalla Banca d'Italia presso un campione di 4.196 aziende dell'industria e dei servizi. Tra le imprese industriali esportatrici con 200-499 addetti, l'attesa di ordini esteri in aumento nei prossimi sei mesi tocca un punto di massimo pari al 56% degli intervistati. Guardando all'anno delle Olimpiadi in Cina, molte imprese italiane stanno trovando una via per gestire i rischi della congiuntura e continuare a crescere.

Giovanni Ajassa

Le famiglie rivedono la composizione del portafoglio finanziario

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

Le famiglie italiane sono impegnate a modificare la composizione del loro portafoglio finanziario, la cui consistenza è attualmente di poco inferiore a 3.500 miliardi di euro. A guidare il processo è soprattutto, ma non esclusivamente, l'ampio rialzo dei tassi d'interesse verificatosi nell'ultimo biennio.

Fortemente indebolita appare la capacità di attrazione dei fondi d'investimento che negli ultimi due anni hanno visto i riscatti eccedere le nuove sottoscrizioni per circa € 57 mld. Questo processo di disinvestimento non sembra essere andato a beneficio del comparto delle assicurazioni vita che, dopo diversi anni di crescita sostenuta, vive una fase di moderato rallentamento.

I depositi e le obbligazioni bancarie consolidano la loro posizione di rilievo nel portafoglio delle famiglie. In questi ultimi mesi, tuttavia, penalizzati da un differenziale di rendimento fortemente negativo, i depositi risentono dell'intensa concorrenza dei titoli di stato, soprattutto a più breve scadenza. Le obbligazioni bancarie, invece, stanno gradualmente prendendo il posto dei titoli pubblici, scesi a meno del 30% del totale dei titoli a medio-lungo termine.

Crescita consistente della ricchezza finanziaria delle famiglie

Il portafoglio finanziario delle famiglie italiane è oggetto di un intenso processo di ristrutturazione, un evento in larga misura atteso considerato il significativo aumento dei tassi d'interesse verificatosi in quest'ultimo biennio. Oltre a ciò, a condizionare il processo di ricomposizione del portafoglio hanno contribuito anche altri fenomeni che hanno modificato, in positivo o in negativo, la capacità di attrazione dei diversi strumenti finanziari.

Alla fine del giugno scorso (ultimo dato disponibile) la ricchezza finanziaria delle famiglie era pari a circa € 3.500 mld, in crescita del 4,8% (€ 158,2 mld) rispetto ad un anno prima. L'incremento complessivo nell'ultimo biennio è del 10% (€ 310 mld). La tabella che segue illustra come è variata la composizione di questo portafoglio negli ultimi dieci anni.

Il portafoglio finanziario delle famiglie italiane

	fine 1997	fine 2000	giu-07
Contante e depositi	34,1%	24,9%	27,4%
Titoli a breve termine	5,2%	0,9%	0,8%
Titoli a medio e a lungo termine	22,6%	17,7%	19,2%
Quote di fondi comuni	9,8%	16,7%	8,5%
Riserve per premi di assicurazione	10,7%	12,0%	17,8%
Azioni e partecipazioni	17,5%	27,7%	26,2%
Altre attività	0,2%	0,2%	0,2%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%
Totale (mln euro)	2.019.894	2.750.126	3.449.485

Fonte: Banca d'Italia

La parabola dei fondi comuni

Un'analisi di questo processo di ricomposizione non può non partire dalla crisi dei fondi d'investimento il cui peso nel portafoglio delle famiglie è tornato ai livelli di dieci anni fa: era l'8,5% a fine settembre 1997, ha toccato un massimo del 19,9% a metà 1999, si posiziona all'8,5% a metà 2007. Nei due anni terminanti nello scorso ottobre i riscatti hanno superato le nuove sottoscrizioni per oltre € 57 mld, un importo pari esattamente a un decimo del patrimonio a fine ottobre 2005. In Europa, solo in Germania i fondi d'investimento mobiliare

stanno vivendo una fase di flessione di un certo rilievo: riscatti netti per € 8,9 mld nel 2006 e altri € 8,2 mld nei primi sette mesi di quest'anno¹.

Il momento di crisi in cui si trova l'industria dei fondi comuni italiana ha molte cause, tra le quali non ultima l'insufficiente redditività delle gestioni. Un'indagine condotta da Mediobanca² ha messo in rilievo come nel 2006 solo il 14% dei fondi e sicav italiani esaminati (rappresentanti il 91% del patrimonio dell'intero comparto) ha conseguito un rendimento netto superiore al benchmark di riferimento, percentuale che sale al 30% nel caso dei fondi bilanciati e scende a meno del 6% in quello degli obbligazionari. Quest'ultima circostanza aiuta a spiegare l'imponenza del flusso dei riscatti netti subito dai fondi obbligazionari nell'ultimo anno (€41,6 mld). Se si guarda al triennio 2004-06 e si prescinde dalle specializzazioni, la quota dei fondi italiani che batte il benchmark scende ad appena il 3%.

E' molto difficile confrontare i rendimenti dell'industria dei fondi comuni in paesi diversi. A rendere difficile il confronto sono, tra l'altro, le differenze nei regimi fiscali e il diverso assetto proprietario da cui conseguono differenziate politiche commerciali. Per quanto riguarda il regime fiscale, è opportuno ricordare che i fondi di diritto italiano (quelli al centro dell'analisi di Mediobanca) risultano penalizzati sia perché tassati sul reddito maturato (invece che sul realizzato) sia perché il prelievo avviene in capo al fondo, circostanza questa che si riflette sui rendimenti (esposti al netto, anziché, al lordo della tassazione) e sulla composizione dei patrimoni (al loro interno figurano significativi importi di imposte anticipate, risorse la cui indisponibilità per gli investimenti pesa significativamente nelle fasi rialziste del mercato). Premesso questo rilievo, l'esito del confronto internazionale è per i fondi italiani sfavorevole: Mediobanca rileva che nel triennio 2004-06 i fondi italiani hanno conseguito un rendimento medio del 10,8% a fronte del 13,2% di quelli tedeschi e del 23,6% di quelli francesi.

Il consistente deflusso verificatosi nell'ultimo triennio ha determinato rilevanti modifiche nella composizione del patrimonio complessivo: è aumentato il peso dei fondi azionari (+3,1 pp a 25,3), di quelli hedge (+3,6pp a 6,0%) ma soprattutto quello dei fondi flessibili (+9,2pp a 11,7%); viceversa, è diminuita la quota dei fondi bilanciati (-1,9pp a 6,0%), di quelli liquidità (-3,2pp a 15,4%), ma in particolare, quella dei fondi obbligazionari che rimangono, comunque, la tipologia più importante (-10,8pp a 35,6%). Per effetto di questi mutamenti, si è parzialmente ridimensionata la distanza dei fondi comuni italiani dalla situazione prevalente in Europa ove, secondo l'EFAMA, a metà 2007 la quota dei fondi azionari è comunque ancora ampiamente superiore (41%) e quella dei fondi obbligazionari ancora largamente inferiore (23%).

La ricomposizione del comparto vita

Il processo di disinvestimento che ha interessato i fondi comuni non sembra essere andato a beneficio del comparto delle assicurazioni vita, che dopo anni di crescita sostenuta vive un momento di moderato rallentamento. Secondo dati resi disponibili dall'ANIA, i premi (settore polizze individuali) raccolti nei primi otto mesi dell'anno si sono attestati a € 30,2 mld. Rapportato ad anno, questo dato conferma la flessione in atto da qualche tempo: più precisamente, posto il consuntivo 2005 pari a 100, il 2007 si posiziona a 85.

Al di là del dato quantitativo, il comparto vita è stato protagonista in questo recente passato di un intenso processo di ricomposizione, con un deciso ridimensionamento dei prodotti del ramo I e V (vita e capitalizzazione) e una forte crescita di quelli del ramo III (prodotti *linked*). I prodotti dei rami I e V, infatti, hanno visto la loro raccolta premi quasi dimezzata: dai €30,3 mld dell'intero 2005 si è scesi agli €11,8 mld dei primi otto mesi dell'anno in corso, con una flessione che espressa in termini annualizzati è pari a circa il 42%.

A compensare in larga parte questa flessione è la crescita dei prodotti *linked*, distinguibili in due grandi tipologie: le polizze *index-linked* e quelle *unit-linked*. Si tratta in entrambi i casi di contratti assicurativi ad elevato contenuto finanziario in cui la prestazione dell'assicuratore è legata nel primo caso all'andamento di un particolare indice (generalmente di tipo azionario), nel secondo caso al rendimento di un determinato fondo d'investimento. Per accrescere la trasparenza dei prodotti *index-linked*, la Consob ha recentemente imposto che nei prospetti

¹ Nell'ultimo trimestre, per effetto principalmente della crisi finanziaria internazionale, la raccolta netta è risultata negativa in molti paesi, compresi quelli (ad esempio, Francia) nei quali l'industria dei fondi aveva in precedenza mostrato buona salute.

² Ufficio Studi Mediobanca, Indagine sui Fondi e Sicav Italiani (1984-2006), luglio 2007. L'indagine ha per oggetto 1200 fondi e sicav italiani.

informativi venga riferito il risultato di simulazioni finalizzate a definire la probabilità che a scadenza venga raggiunto un determinato livello di rendimento rispetto a titoli obbligazionari privi di rischio e di durata analoga³.

Rispetto al 2005, i premi relativi ai contratti inseriti nel ramo III sono cresciuti ad un tasso medio annuo del 6,5%. Sotto il profilo della raccolta premi, le polizze *index-linked* sono più importanti ma il loro vantaggio rispetto alle polizze *unit-linked* si è considerevolmente ridotto per effetto di un tasso di crescita meno brillante (nel periodo 2005-07, in termini medi annui 3,4% rispetto a 10,5%).

Raccolta premi prodotti vita

(polizze individuali, mln di euro)

	ramo I (prodotti vita)	ramo V (prodotti a capitalizzazione)	ramo III unit linked index linked	
gen - ago 07	10.062	1.610	8.713	9.705
2006	20.123	5.177	10.282	13.203
2005	21.985	8.292	9.697	13.177

Fonte: ANIA

I prodotti bancari in buona salute

I prodotti bancari continuano ad occupare un posto centrale nel portafoglio delle famiglie. All'ultima data disponibile (giugno 2007) depositi e obbligazioni ammontavano a quasi € 780 mld, il 22,5% dell'intero portafoglio.

Grazie al loro elevato livello di liquidità e di sicurezza, i depositi bancari sono stati sempre uno degli strumenti finanziari preferiti dalle famiglie. Riferita al totale delle attività finanziarie, la quota dei depositi bancari si presenta piuttosto stabile essendo risultata compresa tra il 14% (di fatto, per tutto il 2003 e 2004) ed il 13% (nel triennio successivo).

Depositi e obbligazioni bancarie in % del totale delle attività delle famiglie

	2005	2006	giu-07
depositi bancari famiglie	13,6%	13,6%	12,9%
obbligazioni bancarie famiglie	9,7%	9,8%	9,6%

Fonte: Banca d'Italia

Tipicamente, la capacità di attrazione del deposito bancario presso la clientela è negativamente correlata con il differenziale di tasso che si stabilisce con strumenti d'investimento con più spiccata vocazione finanziaria, ma altrettanto liquidi e sicuri. Il riferimento più immediato sono i titoli di stato. In effetti, se si guardano i dati relativi alla prima metà del 2007 i depositi bancari nella disponibilità delle famiglie registrano un indebolimento del tasso di crescita che su base annua a fine giugno risulta solo leggermente positivo. Parallelamente, a quest'ultima data i titoli di stato di proprietà dei residenti in custodia presso le banche risultano aumentati su base annua del 12,1%, incremento che nel

³ Nei prospetti informativi è inserita una tabella che indica la probabilità che a scadenza il rendimento sia negativo o positivo. In quest'ultimo caso è indicata anche la probabilità che sia inferiore, in linea o superiore rispetto a titoli obbligazionari privi di rischio con durata analoga a quella della polizza *index-linked* offerta.

caso dei BOT supera il 19%. E' una constatazione che non sorprende se si considera che il differenziale tra il rendimento assicurato in questi mesi in media dai BOT e quello offerto dai depositi bancari è stabilmente al di sopra dei due punti percentuali, arrivando a sfiorare i 2,5 pp nel giugno scorso. In definitiva, in fasi come questa il deposito vede appannata la sua qualifica di temporanea forma d'investimento per mettere in evidenza la sua valenza di riserva liquida prontamente disponibile.

Ben posizionate sono le obbligazioni bancarie che a fine giugno 2007 risultavano sottoscritte per circa € 332 mld. La loro quota nel portafoglio delle famiglie dopo aver anche superato il livello dell'11% (fine 2004) si è assestata successivamente poco al disotto del 10% (9,6% a metà 2007). Nell'arco degli ultimi dieci anni, tuttavia, l'importanza di questi strumenti finanziari è aumentata considerevolmente, come messo in evidenza dal loro crescente peso nel comparto dei titoli a medio-lungo termine: 23% a inizio 1997, al di sopra del 50% nell'anno in corso. La crescita delle obbligazioni bancarie e il parallelo sviluppo delle obbligazioni *corporate* (€ 46 mld a fine giugno 2007) sono stati resi possibili dal rilevante processo di disinvestimento che ha interessato i titoli pubblici con scadenza più lontana, fenomeno tuttora in corso (la loro consistenza media negli ultimi dodici mesi risulta diminuita di oltre l'8%, di quasi il 25% nell'ultimo biennio). Per effetto di questo trend, i titoli pubblici a medio e lungo termine rappresentano attualmente meno del 30% del totale dei titoli a medio e lungo termine e il 4,6% dell'intero portafoglio delle famiglie italiane.

Il super-euro non ferma l'inflazione

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

I prezzi al consumo nell'area dell'euro sono aumentati in ottobre del 2,6% a/a. Tra i paesi dell'area l'inflazione è aumentata in Francia, Spagna e Italia ed è rimasta stabile in Germania anche se su un livello piuttosto elevato (2,7%). Gli effetti delle turbolenze finanziarie, la decelerazione dell'economia statunitense e l'apprezzamento dell'euro sembrano essere i principali driver di una moderazione della crescita europea. In questo scenario la Bce potrebbe mantenere inalterati i tassi per un periodo di tempo prolungato.

Negli Usa l'indice dei prezzi al consumo nel mese di ottobre è aumentato su base annua del 3,5% evidenziando un aumento pronunciato rispetto al 2,8% del mese precedente. Al momento il Fomc continua a considerare bilanciato il rischio tra pressioni inflazionistiche e crescita debole. Anche se un taglio dei tassi sui Fed funds alla riunione di dicembre appare probabile, la scelta sarà guidata dagli sviluppi sui mercati finanziari e dall'andamento delle variabili economiche nelle prossime settimane.

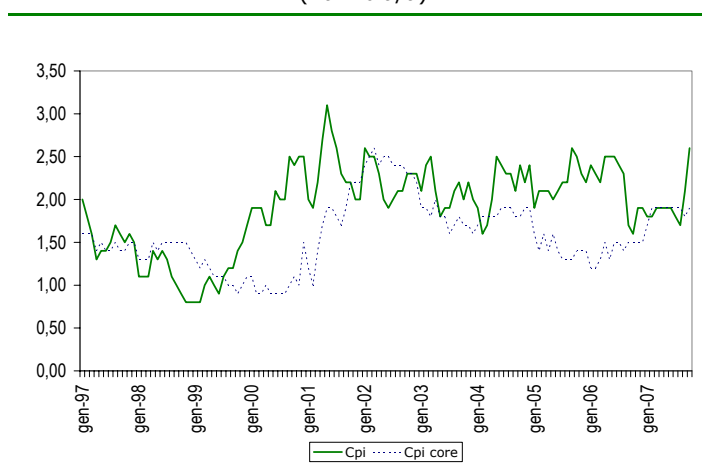
Le dinamiche congiunturali continuano a sostenere un apprezzamento della valuta europea rispetto al dollaro statunitense. In cinque mesi l'euro si è apprezzato sul dollaro di circa il 10% arrivando in questi ultimi giorni non distante dalla soglia di 1,50. Le quotazioni del petrolio continuano a crescere su livelli prossimi ai 100 dollari al barile.

Accelerano i prezzi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

I prezzi al consumo nell'area dell'euro sono aumentati in ottobre del 2,6% a/a che segue il 2,1% nel mese di settembre. Tra i paesi dell'area l'inflazione è aumentata in Francia, Spagna e Italia ed è rimasta stabile in Germania anche se su un livello elevato (2,7%). Le pressioni sono derivate dalle componenti alimentari ed energia.

La componente core è rimasta pressoché invariata, registrando una crescita dell'1,9% a/a (dall'1,8% del mese scorso). L'incremento di 0,1 pp è attribuibile principalmente al settore abbigliamento i cui prezzi hanno ripreso a crescere dopo le liquidazioni estive..

**Area euro: prezzi al consumo e
prezzi al consumo core**
(Var % a/a)



Fonte: Datastream

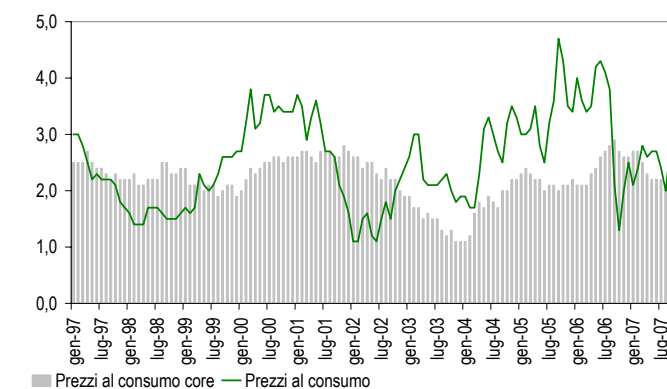
I prezzi energetici sono aumentati di un rincaro incremento del petrolio del 7% rispetto a settembre e di effetti base sfavorevoli. Anche il comparto alimentare ha contribuito a sostenere le pressioni inflazionistiche.

La recente dinamica dei prezzi dei beni alimentari e del petrolio sembra favorire uno scenario di breve periodo in cui le variazioni dei prezzi rimangono soggette a rischi di rialzo. L'attuale evoluzione dei prezzi potrebbe portare a una crescita del tasso di inflazione a dicembre prossima al 2,9% a/a. Al momento le principali preoccupazioni per la Bce rimangono il contenimento delle aspettative inflazionistiche e dei costi salariali. Il contributo delle componenti alimentari ed energetiche è atteso ancora sostenuto, tuttavia gli effetti indiretti sulla componente core potrebbero rimanere limitati, allentando le tensioni inflazionistiche in modo graduale nel corso del 2008. In questo contesto la crescita economica nel 2008 è attesa rimanere debole. Gli effetti delle turbolenze finanziarie, la decelerazione dell'economia statunitense e l'apprezzamento dell'euro sembrano essere i principali driver di questo rallentamento. In questo scenario la Bce potrebbe mantenere inalterati i tassi per un periodo di tempo prolungato.

Negli Usa l'indice dei prezzi al consumo nel mese di ottobre è aumentato su base annua del 3,5% (0,3% m/m), evidenziando un aumento pronunciato rispetto al 2,8% del mese precedente. A sostenere questo incremento hanno contribuito una serie di fattori: a) un significativo effetto base derivante dalla flessione di ottobre 2006 (-0,4% m/m) dovuta a un brusco ripiegamento dei prezzi dell'energia; b) un aumento dei prezzi dell'energia (+1,4% m/m); c) una dinamica dei prezzi alimentari che continua ad essere elevata 4,4% a/a, anche se in ottobre (0,3% m/m) in modo meno accentuato rispetto ad agosto (0,4% m/m) e settembre (0,5% m/m). La componente core è aumentata dello 0,2% m/m per il quinto mese consecutivo con un incremento su base annua del 2,2% in accelerazione rispetto al precedente 2,1%.

Usa: prezzi al consumo e prezzi al consumo core

(Var % a/a)



Fonte: Datastream

La dinamica inflazionistica continuerà a risentire delle spinte al rialzo derivanti dall'energia. Nel mese di novembre le elevate quotazioni del petrolio continueranno a sostenere il prezzo dei carburanti che nelle prime due settimane del mese sono cresciute del 9% rispetto alla media di ottobre. Le pressioni sui prezzi della componente core saranno invece limitate per effetto del rallentamento della crescita e dell'andamento meno favorevole del mercato del lavoro. Al momento il Fomc considera bilanciato il rischio tra pressioni inflazionistiche e crescita debole. Nonostante la crescita economica nella prima metà dell'anno sia stata moderata, la restrizione nelle condizioni del credito potrebbe accentuare la correzione del mercato immobiliare, rallentando il tasso di espansione dell'economia. Anche se un taglio dei tassi sui Fed funds alla riunione di dicembre appare probabile, la scelta sarà guidata dagli sviluppi sui mercati finanziari e dall'andamento delle variabili economiche nelle prossime settimane.

Continua l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense

Le dinamiche congiunturali in atto continuano a sostenere un apprezzamento della valuta europea rispetto al dollaro statunitense. Negli ultimi cinque mesi l'euro si è apprezzato sul dollaro di circa il 10% arrivando in questi ultimi giorni non distante dalla soglia di 1,50.

Per comprendere l'evoluzione del cambio euro dollaro possono essere utilizzate diverse argomentazioni. Una delle ragioni spesso evocate risiede nella divergenza nel breve periodo dell'atteggiamento di politica monetaria delle due banche centrali. La debolezza dell'economia statunitense e gli obiettivi di crescita e inflazione, che guidano le scelte della Fed, hanno aperto la strada a un ciclo ribassista dei tassi statunitensi, mentre la Bce al momento è attesa mantenere stabile il tasso di riferimento. La posizione della Bce che, pur ammettendo rischi verso il basso sulla crescita appare più preoccupata per l'inflazione, agisce soprattutto nel breve a favore dell'euro.

Singoli dati economici, per quanto positivi, non sembrano essere in grado di risollevare le quotazioni del dollaro. La valuta statunitense potrebbe quindi restare sotto pressione fino a quando non compariranno segnali di superamento di questa fase di rallentamento della crescita Usa. Secondo un'altra lettura si considera come principale fattore di debolezza del dollaro l'elevato deficit di parte corrente¹, mentre in altri casi si pongono al centro questioni di carattere monetario. A favore dell'euro, soprattutto in un orizzonte di medio e lungo termine, agisce il processo di parziale ricomposizione delle riserve valutarie delle banche centrali. A tal proposito lo scorso ottobre il vice-presidente del parlamento cinese Cheng Siwei ha dichiarato che ai fini della gestione delle riserve valutarie si dovrebbe controbilanciare il deprezzamento delle divise deboli aumentando la quota di quelle più forti con un chiaro riferimento a un possibile ribilanciamento a favore della valuta europea a scapito di quella statunitense. In quella circostanza il solo effetto annuncio ha avuto una ripercussione sull'andamento della valuta statunitense.

Nel complesso se da un lato alcuni fattori di debolezza del dollaro appaiono evidenti, dall'altro occorre tenere in considerazione una forza relativa dell'euro anche nei confronti di altre valute.

Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro
(dati giornalieri)



Fonte: Banca centrale europea

Una lettura dell'andamento del tasso di cambio dell'euro può essere effettuata considerando il tasso di cambio effettivo nominale. Dal luglio 2001 l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense in misura considerevole, mentre lo yen giapponese e la sterlina inglese si sono rivalutate rispetto al dollaro in modo meno accentuato. Aggiustamenti anche minori si sono osservati per le valute di altri importanti partner commerciali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Il conseguente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro ha suscitato timori in Europa per la competitività dell'export.

¹ Cfr. Corsetti G. "Dollaro, anatomia di un deprezzamento", www.lavoce.info, 9 novembre 2007.

La Bce calcola i tassi di cambio effettivi (TCE) nominali e reali dell'euro con riferimento a gruppi diversi di partner commerciali². L'andamento del tasso di cambio effettivo nominale rappresenta una misura sintetica degli andamenti a breve sul mercato valutario. Uno degli indici maggiormente utilizzati è il TCE-24 che viene calcolato con frequenza giornaliera e comprende tutti gli stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e altri importanti partner commerciali³. Il grado di copertura di tale indicatore è pari al 77% del commercio estero di manufatti nell'area dell'euro. Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli stati membri della UE non appartenenti all'area dell'euro. La Bce nel bollettino di novembre ha evidenziato come il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area fosse superiore del 3,2 per cento al livello di fine luglio e di circa il 7 per cento alla media del 2006. Analizzando le componenti è possibile osservare come il rafforzamento dell'euro tra fine luglio e inizio novembre sia stato piuttosto generalizzato. Anche se il maggior contributo è attribuibile al dollaro (quasi 1,8% su un totale di 3,2%), il rafforzamento è evidente anche nei confronti della sterlina (0,7%) e del renminbi (0,4%) e dello yen (circa 0,2%).

Gli effetti sulla bilancia dei pagamenti europea saranno visibili nei prossimi mesi. I dati di bilancia relativi a luglio mostrano come già prima dell'ulteriore apprezzamento del tasso di cambio sia per l'export che per l'import sia presente un notevole effetto prezzo. La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, evidenzia come l'accelerata dinamica delle esportazioni sia principalmente riconducibile all'aumento dei prezzi delle esportazioni dell'area, anche di riflesso al fatto che i rincari degli input importati si sono in parte trasferiti su tali prezzi. Nei tre mesi fino a luglio i volumi delle esportazioni sono rimasti sostanzialmente stabili. Quanto alle importazioni, la scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area suggerisce che i prezzi delle importazioni hanno continuato ad aumentare. Ciò riflette non soltanto i forti rincari delle materie prime e del petrolio a livello mondiale, ma anche gli andamenti dei prezzi all'importazione dei prodotti manifatturieri.

In merito agli effetti sull'export europeo, il rapporto trimestrale della Commissione europea sull'eurozona⁴ dello scorso luglio fornisce alcune indicazioni. Secondo lo studio l'apprezzamento dell'euro dal 2001 non è stato particolarmente elevato se visto rispetto agli standard storici, in termini effettivi +4,5% e +1,8% sopra la media di lungo termine a seconda del modo in cui viene misurato. Inoltre in termini reali l'apprezzamento non ha finora pienamente compensato il deprezzamento occorso tra il 1996 e il 2000. Due sono le principali conclusioni del rapporto comunitario: 1) la fluttuazione del tasso di cambio effettivo reale (che riflette sia gli andamenti del tasso effettivo nominale che il differenziale di inflazione nei confronti dei partner commerciali) ha un impatto sulle esportazioni piuttosto rapido ma "modesto": un apprezzamento dell'1% riduce il livello delle esportazioni extra eurozona dello 0,2% dopo un anno e di 0,25% dopo due anni. Tra il 2001 e il 2006 la crescita dell'export risulta infatti diminuita dello 0,6%; 2) il grado di esposizione dei singoli paesi alle fluttuazioni dell'euro incide poco sul diverso andamento delle loro esportazioni extra eurozona. In altre parole, il cambio non incide in misura determinante sui cambiamenti nella competitività dei vari paesi che, invece, sono determinati prioritariamente dalle condizioni dei costi interni. Va tenuto presente, in ogni caso, che la competitività prezzi/costi non è l'unico fattore a determinare l'andamento delle esportazioni. Vanno considerati, infatti, la composizione settoriale e geografica dell'export e i fattori non di prezzo quali miglioramenti della qualità dei prodotti e l'innovazione tecnologica.

² Il calcolo si fonda su una metodologia concordata nel 1999 con le banche centrali dei 15 paesi allora membri dell'UE in base alla quale gli indicatori dei TCE sono costruiti applicando ai tassi di cambio bilaterali dell'euro con le valute di determinati partner commerciali dei pesi basati sull'interscambio complessivo di tali paesi con l'area. Questi pesi, concepiti in modo da cogliere anche gli effetti della concorrenza nei mercati terzi, si basano sulla media su tre anni dei dati del commercio di beni manufatti per i periodi 1995-97 e 1999-2001. Il loro primo aggiornamento quinquennale ha avuto luogo nel settembre 2004.

³ La composizione dei gruppi di partner commerciali utilizzati per calcolare la serie di TCE è stata modificata a decorrere dal 1° gennaio 2007 per tener conto dell'adozione dell'euro da parte della Slovenia e dell'adesione di Bulgaria e Romania all'UE

⁴ European Commission: *Quarterly report on the euro area*, vol. 6, n. 2, 2007.

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
2007	102,5	102,8	103,5	104,2	104,5	104,6	104,2	104,3	104,8	105,3	105,4	105,7	104,3
2008	105,1	105,3	105,9	106,7	107,0	107,1	106,8	106,9	107,0	107,3	107,3	107,6	106,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,1	0,3	0,2
2008	-0,6	0,2	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,0	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	2,7	2,6	2,1
2008	2,5	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,1	1,9	1,8	1,8	2,2
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,5	102,7	102,1	102,2	102,9	103,7	103,8	103,9	102,3
2007	102,8	102,9	104,1	104,7	105,2	105,4	104,7	104,5	105,4	106,2	106,3	106,4	104,9
2008	105,3	105,4	106,6	107,4	107,7	107,9	107,6	107,3	108,0	108,2	108,3	108,4	107,3
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,1	0,1	0,2
2008	-1,1	0,1	1,2	0,7	0,3	0,2	-0,3	-0,3	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,6	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,4	2,4	2,0
2008	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4	2,7	2,6	2,5	1,9	1,9	1,9	2,3
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	132,1	132,3	132,6	132,6	133,1	133,3	133,4	132,1
2008	133,5	133,9	134,2	134,5	134,9	135,1	135,4	135,7	135,7	135,8	135,9	136,1	135,1
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	0,2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,1	0,2
2008	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
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	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,2	2,2	1,8
2008	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,0	2,2

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.