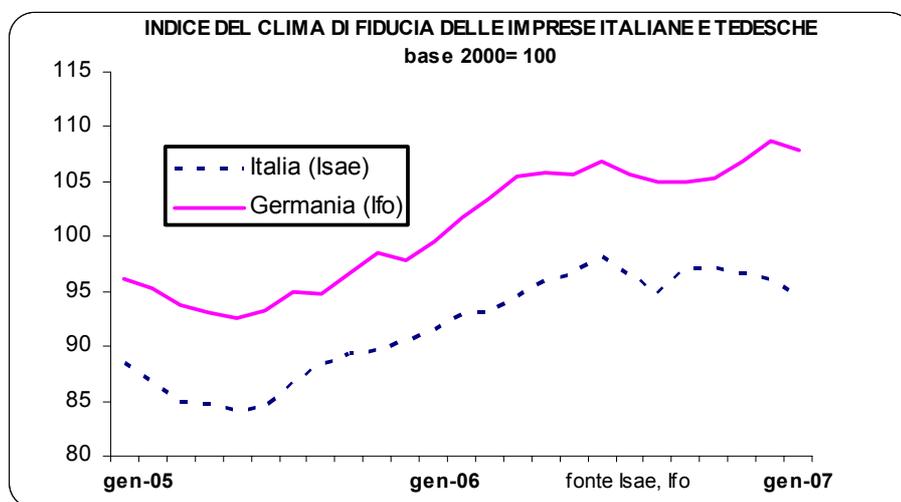


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL



**Editoriale** – I primi dati sull'**inflazione tedesca** a gennaio ridimensionano fortemente i timori circa le conseguenze dell'aumento di tre punti percentuali nell'aliquota media dell'IVA. A contenere la dinamica dei prezzi in Germania contribuiscono sia il favorevole corso del petrolio sia i saldi stagionali. Ma il dato tedesco induce anche a riflettere su come l'andamento dell'inflazione dipenda pure dal prudente atteggiamento delle imprese attente, in Germania come altrove, a comprimere i margini unitari di profitto al fine di mantenere le proprie quote di mercato.

**Pag. 4** – C'è voglia di **investimenti** in Europa e anche in Italia. La carenza di macchinari emerge tra i principali ostacoli alla produzione citati nell'ultima indagine campionaria presso le imprese condotta dalla BCE. In Italia, la rilevazione periodica curata dalla Banca d'Italia segnala, per la prima volta da cinque anni, che il numero di imprese che hanno effettuato investimenti fissi superiori a quanto stabilito supera il novero delle aziende che dichiarano di avere speso una somma inferiore al previsto.

04

2007

2 febbraio 2007

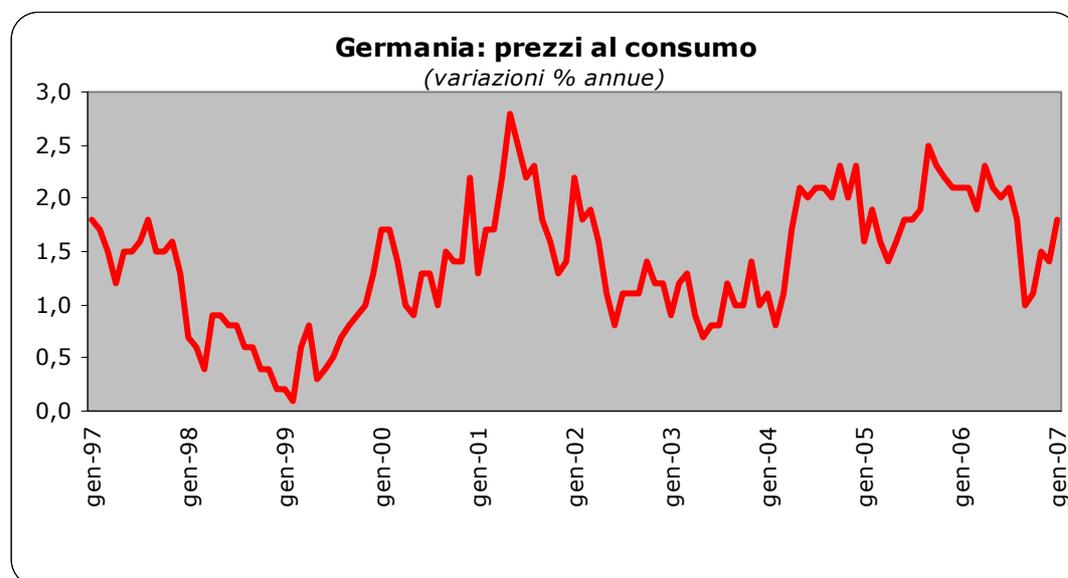
Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 0647028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

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: La lezione tedesca



Fonte: Ufficio Federale di Statistiche della Germania

*Cronaca di una statistica inattesa. Lo scorso 30 gennaio, martedì, l'Ufficio Federale di Statistica ha comunicato le prime stime per l'inflazione al consumo di gennaio in Germania. L'indice dei prezzi è salito su base annua all'1,6% rispetto all'1,4% di dicembre. Su base mensile le stime preliminari indicano una riduzione del -0,2% a gennaio che segue un aumento del +0,8% a dicembre 2006. L'atteso e temuto rimbalzo sui prezzi al consumo dell'aumento dell'aliquota dell'IVA dal 16 al 19% non c'è stato. Quantomeno, il cosiddetto "pass-through" si è rivelato di misura decisamente inferiore alle attese di consenso.*

*Su base territoriale la diminuzione mensile dell'indice dei prezzi al consumo si è distribuita in maniera relativamente omogenea. Un calo dello 0,2% uguale al dato nazionale è stato registrato in Baviera, nel Baden-Württemberg e nel Brandeburgo. Nel Nord-Reno Vestfalia, la regione tedesca che maggiormente contribuisce alla determinazione del dato nazionale dell'inflazione, l'arretramento mensile dei prezzi è stato addirittura del -0,3%. Tra i grandi Länder, solo la regione orientale della Sassonia ha esibito una variazione positiva e pari a +0,1%.*

*Il comunicato dell'Ufficio Federale di Wiesbaden osserva che se l'aumento di tre punti percentuali dell'IVA si fosse trasferito tale e quale sui listini finali, l'inflazione annua tedesca a gennaio sarebbe stata doppia rispetto a quella di dicembre: +2,8% rispetto a +1,4%. Invece, l'inflazione effettiva è stata solo del +1,6%. L'aumento nei confronti a dicembre ammonta solo a una settima parte di quello potenzialmente giustificabile dal rialzo dell'IVA.*

*All'interno del paniere dei beni e servizi censiti dalla rilevazione preliminare, forti incrementi sono stati segnati dai prezzi del gas e dell'elettricità. Viceversa, cospicue diminuzioni hanno riportato i carburanti per autovetture e il combustibile per riscaldamento. Uscendo dal settore dell'energia, variazioni molto più contenute dei listini sono state registrate da abbigliamento e calzature i cui prezzi sono rimasti stabili ovvero, in certe aree del paese, hanno segnato crescite comunque inferiori al 2%. Un sostanzioso apporto al ribasso mensile dell'indice è provenuto dai pacchetti di viaggi e dagli affitti di case per vacanze che sono*

*crollati in gennaio in Germania rispettivamente del 24% e del 35%. Probabilmente, ben più dell'aumento dell'IVA, pesa la penuria di neve sul costo "last minute" di una settimana bianca sulle Alpi bavaresi.*

*I dati provvisori di gennaio non sono sufficienti a considerare chiusa la questione del rimbalzo inflazionistico dell'aumentata imposizione indiretta. Un riscontro elementare in tal senso si può ottenere semplicemente osservando le variazioni mensili dell'inflazione tedesca nei mesi di gennaio degli ultimi anni. Sia nel 2006 sia nel 2005 l'inflazione tedesca a gennaio scese di 0,5 punti percentuali. Quest'anno il calo stagionale si è limitato a 2 decimi di punto percentuale. Ciò potrebbe essere un riflesso dell'aumento dell'IVA. Va, tuttavia, osservato che nel triennio 2002-2004 la variazione mensile dei prezzi tedeschi a gennaio si rivelò pressoché nulla, pur in presenza del periodo stagionale dei saldi nel settore dell'abbigliamento e delle calzature. E' difficile, pertanto, ricavare dall'esperienza passata elementi univoci di analisi. Ciò vale anche se, andando più indietro nel tempo, si osservano gli effetti degli aumenti di 1 punto percentuale dell'IVA attuati in Germania nel 1983, nel 1993 e nel 1998. Troppo diverse appaiono le condizioni di oggi rispetto ad allora. Basti pensare alla presenza nei casi precedenti ancora del D-Mark come valuta nazionale in luogo dell'euro. Opportuno, in questa situazione, appare allora l'invito alla prudenza professato dallo stesso comunicato stampa dell'Ufficio Federale di Statistica quando testualmente afferma che "the coming months may show the situation more clearly". Nell'agenda dei mesi a venire il primo appuntamento è con i dati definitivi di gennaio che verranno diffusi a Wiesbaden il prossimo 16 febbraio.*

*Tutto ciò detto, il mancato rimbalzo dell'aumento dell'IVA in Germania stimola comunque una riflessione. La fissazione dei prezzi in un mercato ampio e spesso come è quello dei beni e servizi in Germania (o in Italia o in Francia) è una cosa assai complessa. L'andamento medio dell'inflazione non si riduce all'effetto meccanico di spinte idrauliche descritte da sequenze del tipo: l'IVA aumenta di "x", i beni interessati sono pari all' "y" del paniere, ergo l'inflazione salirà di "z". Non è affatto detto che le imprese tedesche siano interessate a traslare tutta o anche solo parte della misura dell'aumento dell'IVA sui prezzi finali di vendita e sulle tasche dei consumatori. Quasi settanta anni fa tre economisti - Paul Sweezy ad Harvard insieme Robert Hall e Charles Hitch ad Oxford - inventarono lo schema della cosiddetta "kinked demand curve", la curva della domanda ad angolo. La tesi era quella che su mercati ampi e spessi ma con prodotti differenziati e margini di manovra per la fissazione individuale dei prezzi, le imprese ci pensino un po' prima di muovere i listini a fronte di impulsi esterni quali un aumento generalizzato dei costi delle materie prime oppure, come accade oggi in Germania, un rialzo dell'imposizione indiretta. La ritrosia ad alzare i prezzi viene giustificata dal timore che i concorrenti non assumano un'analoga decisione e, conseguentemente, dalla paura di perdere quote di mercato. Ovviamente, l'onere di "disegnare" un angolo lungo la curva di domanda attesa per i propri prodotti e di diluire la traslazione a valle di un aumento dei costi viene pagato dagli imprenditori attraverso una riduzione dei margini unitari di profitto. Può ridurre i margini di profitto, però, solo chi gode di buona salute finanziaria ed economica. E questo potrebbe essere il caso delle imprese tedesche che, almeno sino alla metà del 2006, hanno sopravanzato il colosso cinese nella leadership mondiale delle esportazioni.*

*Dal 1939 ad oggi molta acqua è passata sotto i ponti. Alla "vecchia" teoria della domanda ad angolo si aggiungono oggi numerose altre ipotesi analitiche che spiegano la sola relativa mobilità dei prezzi al consumo anche in mercati ampi e spessi come quelli delle maggiori economie europee. Su questo argomento e sugli altri aspetti della lezione venuta da Wiesbaden torneremo ancora.*

Giovanni Ajassa

## **Gli investimenti delle imprese: l'ambiguo ruolo dell'incertezza**

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

**In Italia l'ammontare degli investimenti delle imprese risulta correlato alla struttura dimensionale: il valore degli investimenti per addetto varia, in media, da 4.200 euro nelle microimprese a 13.100 euro nelle grandi. I valori più elevati si registrano nei settori caratterizzati da considerevoli economie di scala.**

**Indicazioni utili provengono dalla composizione degli investimenti: la spesa in macchinari e impianti rappresenta un indicatore del potenziale di crescita di lungo periodo di un'economia. In Italia, nel decennio 1993-2003, l'incidenza di questa voce sul complesso degli investimenti fissi lordi è passata dal 37,7% al 40,5%.**

**Attualmente, tra i principali freni alla crescita della produzione denunciati dalle imprese europee figura la carenza di macchinari. Ciò è dovuto anche al basso livello di investimenti effettuato negli anni passati. Alcuni paesi, in particolare la Germania, sembrano però avere invertito la rotta. In Italia indicazioni positive sulle decisioni d'investimento delle imprese emergono dalla rilevazione trimestrale della Banca d'Italia.**

**Le indagini empiriche finalizzate a individuare le determinanti degli investimenti delle imprese non chiariscono a fondo il ruolo dell'incertezza. L'impossibilità di prevedere con esattezza l'andamento della domanda sembra comunque influire negativamente sia sul livello, sia sul *timing* degli investimenti.**

Nei principali paesi dell'area dell'euro l'incidenza degli investimenti fissi lordi sul Pil varia tra il 19,3% della Germania (dato al 2005) e il 27,3% della Spagna. L'Italia, con il 21,2% si colloca vicino alla media (21,1%), mentre la Francia presenta un valore lievemente inferiore al 20%. Dal 2000 al 2005 tale valore, nel complesso dell'area euro, è però lievemente sceso, a causa soprattutto della riduzione registrata in Germania (-9,3%), e nonostante la forte crescita in Spagna (+8,7%).

Indicazioni utili sulle prospettive economiche di un paese possono essere ricavate, oltre che dal livello degli investimenti, anche dalla loro distribuzione tra i settori. Questa può infatti fornire una prima indicazione della tecnologia utilizzata, e rappresenta un fattore importante per capire la struttura dell'industria. Un livello elevato degli investimenti da parte delle imprese, ad esempio, può costituire sia il riflesso di una forte dinamica produttiva, sia il tentativo di innalzare una barriera all'entrata del settore, per condizionare la struttura dei costi e le strategie di prezzo.

### **Gli investimenti nei diversi settori, in Europa e in Italia**

Secondo un'indagine condotta dalla Commissione europea nel 2006<sup>1</sup> e riferita al periodo 1999-2001, il livello degli investimenti per addetto nella Ue 15 risulta particolarmente elevato nel settore estrattivo, nella fornitura di elettricità e acqua, nella raffinazione, nel trasporto aereo e comunicazioni. Con riferimento al comparto manifatturiero, i valori più elevati afferiscono alla chimica, seguita dalla carta e prodotti della carta. All'estremo opposto figurano i mobili, le calzature e i prodotti in pelle e l'abbigliamento. In quasi tutti i settori, tali valori presentano medie e mediane coincidenti tra paesi, ciò che indicherebbe una discreta omogeneità di comportamento tra paesi.

In base ai più recenti dati Istat (riferiti al 2004), in Italia per il complesso delle imprese industriali e dei servizi si registra un ammontare di investimenti per addetto pari a circa 6.600 euro. La distribuzione per settori risulta piuttosto disomogenea: spiccano gli oltre 100.000 euro per addetto nel comparto noleggio di macchinari e attrezzature senza operatore e in quello dei beni per uso personale e domestico, e i 54.000 euro nella produzione di energia elettrica. All'estremo opposto, si osservano valori molto contenuti in

<sup>1</sup> Commissione europea (2006), *EU sectoral competitiveness indicators*.

corrispondenza delle imprese che operano nel settore dell'istruzione (1.600 euro) e nelle altre attività dei servizi (2.300 euro). Depurato dai dati più estremi, il valore medio per l'insieme di tutti settori scende leggermente, a 6.200 euro.

Tra i settori del manifatturiero l'ammontare di investimenti per addetto più elevato si registra nella fabbricazione di coke e raffinerie di petrolio (44.300 euro), nella fabbricazione di autoveicoli e in quella dei metalli e apparecchi radiotelevisivi. È opportuno osservare come, ad eccezione dell'ultimo settore, si tratti di attività caratterizzate da considerevoli economie di scala.

Il dato relativo agli investimenti per addetto risulta strettamente connesso alla dimensione d'impresa: dai 4.200 euro nelle microimprese si passa a una media di 13.100 nelle grandi. La maggiore variazione tra i due gruppi di imprese si registra nei settori dell'abbigliamento, della fabbricazione di apparecchi radiotelevisivi e dei trasporti (soprattutto marittimi). Nei settori della sanità, delle attività ricreative e delle attività professionali, le micro e piccole imprese presentano al contrario un livello di investimenti per addetto superiore a quello delle grandi. In alcuni settori del manifatturiero, quali l'editoria, la concia, la fabbricazione di articoli in gomma e il tessile, sono invece le medie imprese (50-249 addetti) a registrare un valore più elevato rispetto alle grandi.

**Investimenti per addetto in alcuni comparti del manifatturiero per dimensione d'impresa (mgl di euro)**

	1-9	10-19	20-49	50-249	250 e oltre	Totale
Industrie alimentari e delle bevande	4,0	8,3	14,6	13,5	n.d.	n.d.
Industrie tessili	3,7	4,6	4,8	5,2	4,8	4,6
Preparazione e concia del cuoio	4,4	2,3	4,0	5,2	4,6	4,0
Industria del legno	3,1	3,7	5,1	6,7	7,2	4,1
Editoria e stampa	3,1	3,7	3,4	11,2	4,6	4,9
Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio	9,0	109,6	12,0	20,8	51,9	44,3
Fabbricazione di prodotti chimici	6,2	8,4	17,0	11,2	10,1	10,8
Fabbricazione di articoli in gomma	5,1	4,4	6,3	8,5	7,8	6,8
Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	3,5	5,4	12,6	11,4	15,9	9,7
Fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici	3,4	3,7	3,7	5,6	7,6	5,3
Fabbricazione di apparecchi radiotelevisivi	2,9	2,6	5,6	4,7	18,4	11,0
Fabbricazione di autoveicoli	5,9	3,7	7,5	11,1	14,4	12,9
Fabbricazione di altri mezzi di trasporto	3,6	3,5	7,5	13,1	6,2	6,9
Fabbricazione di mobili	3,1	4,0	4,9	n.d.	n.d.	4,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat

### La spesa per macchinari e impianti: un indicatore del potenziale di crescita

Oltre al livello degli investimenti, è importante la loro composizione. La spesa in macchinari e impianti rappresenta un indicatore del potenziale di crescita di lungo periodo di un'economia, poiché spesso comporta l'adozione - e favorisce la diffusione - delle nuove tecnologie incorporate nei macchinari introdotti. In Italia i dati disponibili mostrano che nel decennio 1993-2003 l'incidenza di questa voce sul complesso degli investimenti fissi lordi è aumentata dal 37,7% al 40,5%. In particolare, nello stesso periodo il rapporto tra investimenti in beni immateriali e in macchine utensili (ritenuto un indicatore del processo di dematerializzazione degli investimenti) è passato dall'8,9% all'11,1%.

I dati relativi all'insieme dei paesi della Ue 15 (e al periodo 1992-2002) evidenziano una flessione del rapporto tra spesa in macchinari e impianti e Pil nella prima parte degli anni Novanta, con un recupero nella seconda parte e una nuova flessione nel 2002. In particolare, è risultato in flessione il dato della Germania, che nella prima metà degli anni Novanta aveva invece rivestito una posizione di guida.

Per l'Italia, gli ultimi dati disponibili (riferiti al 2002) mostrano come la componente principale degli investimenti fissi lordi delle imprese sia rappresentata dai beni capitali nuovi: nel manifatturiero essi rappresentano una frazione superiore al 91%, contro il 7,1% dei capitali fissi usati e poco più dell'1% della spesa per l'acquisto di terreni. Nelle imprese del settore della fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali la quota di investimenti fissi lordi destinata all'acquisto di capitali nuovi raggiunge il valore più elevato

(97,6%), cui fa seguito il caso dell'industria alimentare, delle bevande e del tabacco, con una percentuale superiore al 94%.

Nella spesa per capitali fissi nuovi la componente più rilevante è costituita dalla voce impianti e macchinari: oltre il 50% nel manifatturiero, con picchi vicini al 60% nel caso della lavorazione dei metalli e della fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche. Il valore più basso si osserva invece nella fabbricazione dei mezzi di trasporto, dove la spesa per acquisto di mezzi di trasporto (trascurabile nel resto del manifatturiero) arriva al 40%.

### I dati più recenti

Il livello degli investimenti effettuati dalle imprese nel complesso sembrerebbe collocarsi su valori non sufficienti a permettere una crescita sostenuta. Ciò sembra testimoniato anche dai dati più recenti. Nel 2006, nei paesi della Ue gli investimenti sono cresciuti in termini reali a un ritmo del 4% a/a circa, dopo aver registrato un andamento inferiore al 2% nel biennio 2003-2004 e del 3% circa nel 2005. Si tratta di un risultato inferiore al +6% registrato prima del precedente picco del ciclo economico del 2000.

I paesi europei si troverebbero quindi in una situazione di carenza di investimenti, che si manifesta in una vera e propria strozzatura nella disponibilità di macchinari. L'ultima indagine campionaria della BCE sui vincoli alla produzione manifatturiera rileva come tra i principali ostacoli alla produzione le imprese indichino proprio la carenza di macchinari. Ad essa gli intervistati attribuiscono una rilevanza maggiore rispetto a quanto avveniva a metà del 2000, quando l'economia internazionale aveva raggiunto il picco della precedente fase ascendente del ciclo. Segnali positivi sembrano però provenire dalla Germania, in cui il tasso di crescita degli investimenti in macchinari nel 2006 è risultato il più elevato (tra i tre principali paesi europei) dal periodo 1998-2000.

Per quanto riguarda l'Italia, indicazioni utili sul recente andamento degli investimenti provengono dall'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi. Secondo la rilevazione di novembre 2006, per la prima volta dopo cinque anni il numero di imprese che dichiara di avere effettuato una spesa per investimenti fissi superiore a quanto stabilito a inizio anno è maggiore di quello delle imprese che dichiarano di avere speso una somma inferiore al previsto. Con riferimento alle sole aziende industriali, la percentuale di quelle che dichiarano maggiori investimenti arriva quasi al 21% del campione (62,3% è la porzione di quelle che dichiarano una spesa in linea con le previsioni), con valori leggermente più elevati per le imprese metalmeccaniche e per quelle con sede nelle regioni settentrionali.

La discrepanza tra i valori preventivati e quelli a consuntivo viene attribuita principalmente a fattori organizzativi o tecnici, mentre l'andamento della domanda viene indicato come fattore determinante solo dal 19,2% delle imprese intervistate. Le indicazioni appaiono positive anche riguardo la spesa per investimenti programmata per il 2007: il 28,6% delle imprese dichiara una spesa in aumento rispetto al 2006, percentuale che sale al 30,4% nel caso di aziende con oltre 500 addetti, contro il 18% di quelle che la stimano in calo. Metalmeccanico e chimico sono i settori in cui il numero di imprese "ottimiste" è maggiore.

Per le grandi unità produttive l'andamento della domanda ha un effetto inferiore a quanto indicato dall'intero campione: solo una su dieci lo indica come un fattore in grado di modificare le decisioni d'investimento.

### Investimenti e incertezza della domanda

Alcune indagini empiriche<sup>2</sup> condotte su campioni di imprese europee dimostrano come nelle decisioni di investimento le aziende siano guidate da fattori sia reali sia finanziari. In particolare, mentre la disponibilità di finanziamento esterno avrebbe un impatto limitato, le valutazioni sui costi fissi rappresenterebbero la componente reale di maggiore impatto.

2 Fuss C. e P. Vermeulen (2004), "Firm's investment decisions in response to demand and price uncertainty", *ECB Working paper*, n. 347.

Bayraktar N, P. Sakellaris e P. Vermeulen (2005), "Real versus financial frictions to capital investment", *ECB Working paper*, n. 566.

Uno dei filoni di ricerca più promettenti tenta di spiegare l'influenza che due particolari fattori – l'incertezza relativa all'andamento della domanda e al livello futuro dei prezzi – hanno sulle decisioni in merito al livello e alla distribuzione temporale degli investimenti da parte delle imprese. Indagini econometriche condotte a livello di singole unità produttive sembrano dimostrare che l'incertezza sull'andamento della domanda tende a frenare gli investimenti in misura tanto maggiore quanto più rilevanti risultano i rendimenti decrescenti di scala e la difficoltà di rivendere il capitale accumulato. In altre parole, le imprese sembrano preferire una capacità produttiva insufficiente a uno stock di capitale inutilizzato, nel caso in cui quest'ultimo non possa essere rivenduto senza spese. In presenza di capitale "irreversibile", una maggiore incertezza induce a posticipare gli investimenti. Al contrario, l'impatto dell'incertezza sull'andamento dei prezzi sembrerebbe meno significativo. L'incertezza, inoltre, sembra esercitare un effetto rilevante sui piani d'investimento, ma non sulla revisione degli investimenti correnti (se non in modo marginale).

## Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

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

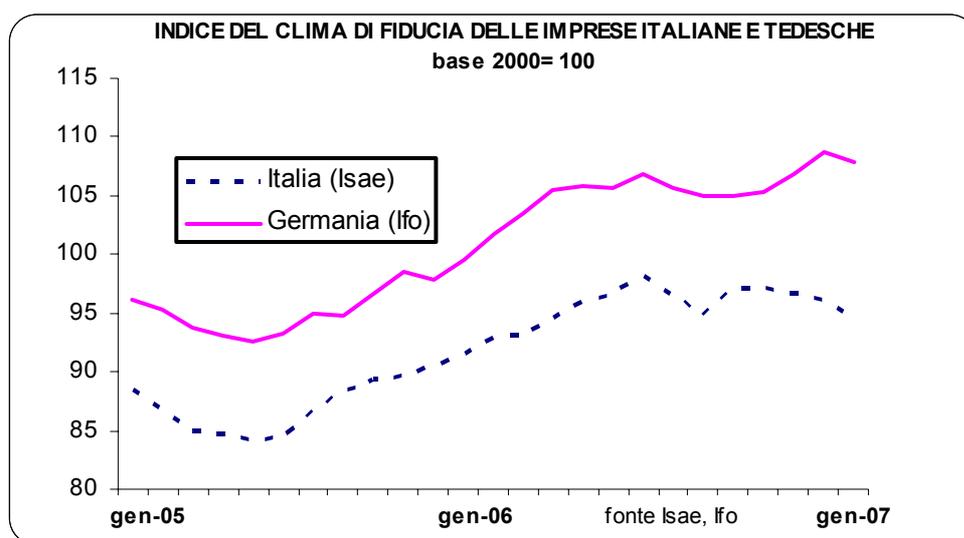
A gennaio, il clima di fiducia delle imprese manifatturiere italiane è in flessione e si riporta ai livelli di metà 2006. Il calo della fiducia è da ascrivere soprattutto al peggioramento dei giudizi sugli ordinativi e le attese di produzione a breve termine. Si riducono le scorte di magazzino. Resta stabile il grado di utilizzo degli impianti. Migliora leggermente la posizione concorrenziale dell'Italia sui mercati della Ue.

I prezzi alla produzione hanno chiuso il 2006 con un incremento medio del 5,6%. Al netto dell'energia, l'aumento è stato del 3,2%. La forbice tra i due indici si è andata restringendo lungo tutto l'arco dell'anno. L'incremento più elevato in assoluto si è riscontrato nel comparto dell'energia elettrica, gas e acqua (oltre il 22%). Aumenti assai contenuti si sono registrati nel settore dei mezzi di trasporto, dei mobili, del tessile e abbigliamento e del cuoio e prodotti in cuoio.

Le retribuzioni contrattuali orarie hanno registrato a dicembre una variazione congiunturale nulla e un incremento tendenziale del 3,3%. Nella media del 2006, l'aumento è risultato pari al 2,8%.

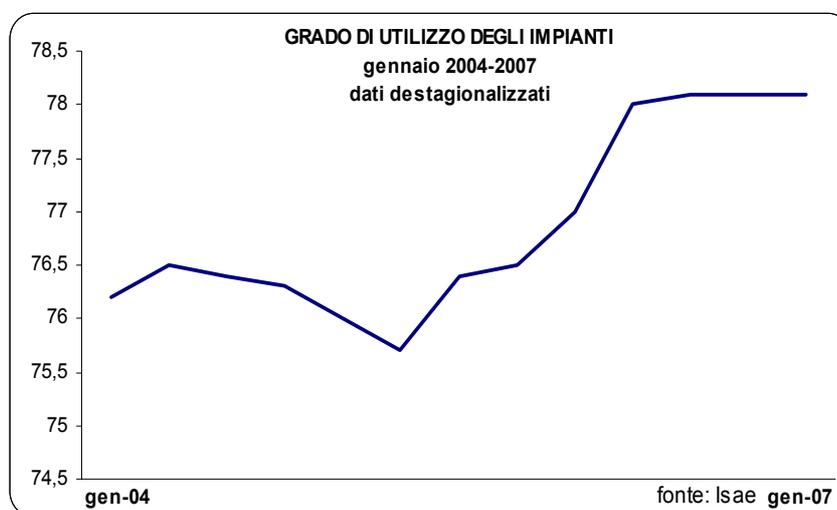
### Peggiora a gennaio il clima di fiducia delle imprese

A gennaio, la fiducia delle imprese manifatturiere è in flessione. L'indice destagionalizzato si è posizionato a 94,4 contro 96,1 registrato a dicembre. Il calo della fiducia da parte degli operatori riflette soprattutto il peggioramento dei giudizi sugli ordinativi e delle attese di produzione a breve termine. Si riducono leggermente le scorte di magazzino. L'andamento della fiducia è piuttosto differenziato a livello settoriale: a fronte di un aumento nel comparto dei beni di investimento (da 97,5 a 98,2), si contrappone un calo sensibile in quello dei beni di consumo (da 98,9 a 94,7) e dei prodotti intermedi (da 94,7 a 92,3). Il peggioramento della fiducia registrato nella media nazionale è la sintesi di dinamiche differenti nelle varie ripartizioni territoriali: scende al Nord; resta sostanzialmente invariato al Centro; migliora nel Mezzogiorno.



Il clima di fiducia delle imprese è migliorato negli ultimi due anni in tutte le principali economie europee, anche se a ritmi differenti. In un confronto tra Italia e Germania, osserviamo come la forbice della fiducia sia andata gradualmente aprendosi. L'indice Ifo tedesco è salito di circa dodici punti tra gennaio 2005 e gennaio 2007; nello stesso periodo, in Italia, l'indice Isae è invece aumentato di sei punti.

Indicazioni di sostanziale stabilità del ciclo industriale vengono dalle consuete domande trimestrali rivolte agli operatori delle imprese manifatturiere: il grado di utilizzo degli impianti si conferma sui massimi (78,1) dal primo trimestre 2001. Si stabilizzano anche i giudizi relativi al numero delle ore lavorate. Le opinioni sulla "posizione concorrenziale" delle imprese italiane restano stabili relativamente al mercato nazionale; registrano un lieve miglioramento per quello Ue e un modesto peggioramento per i mercati extra-Ue. Segnali moderatamente sfavorevoli vengono dalle risposte in merito ai flussi di nuovi ordini, oltre che dalle attese sul volume delle esportazioni. Scende infine la quota delle imprese che denuncia la presenza di ostacoli all'attività produttiva.

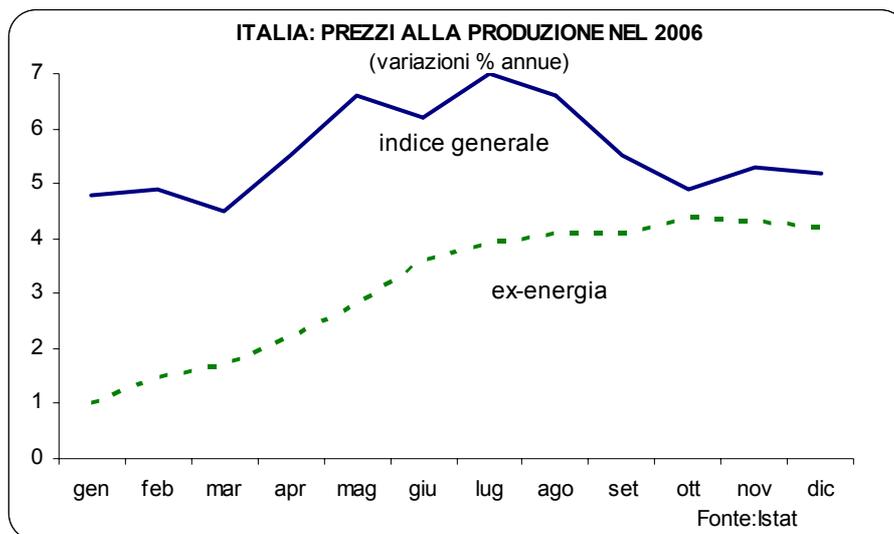


## 2006 in salita per i prezzi alla produzione al netto dell'energia

A dicembre, i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono aumentati dello 0,2% sul mese precedente e del 5,2% su dicembre 2005. Al netto dell'energia, i listini hanno segnato un aumento tendenziale del 4,2%. La variazione media dell'indice generale nell'anno 2006 rispetto al 2005 è risultata pari al 5,6%. Al netto dell'energia, la variazione è stata del 3,2%. Nel corso del 2006, il gap tra l'indice generale dei prezzi alla produzione e quello *ex-energy* si è ridotto sensibilmente, passando dai 3,8 punti percentuali di gennaio a un punto percentuale di dicembre.

Nel 2006, tra i principali raggruppamenti di industrie, l'incremento tendenziale più elevato in assoluto è stato registrato dal comparto dell'energia (+16% contro il 15,5% rilevato nel 2005). I prezzi dei beni intermedi sono aumentati del 5,1%, contro il 2,7% dell'anno prima. Gli incrementi dei listini industriali dei beni di consumo, pur rimanendo su livelli piuttosto contenuti, sono circa triplicati nel 2006 rispetto all'anno precedente, passando dallo 0,6% all'1,7%. Gli aumenti dei prezzi dei beni strumentali sono rimasti stazionari nel biennio, attestandosi all'1,7% sia nel 2005 che nel 2006.

Passando a osservare l'andamento dei prezzi alla produzione nei singoli settori industriali, osserviamo come nel 2006 gli incrementi più elevati si sono riscontrati nei comparti dell'energia elettrica, gas e acqua (+22,2%), dei prodotti delle miniere e delle cave (+12,8%), dei prodotti petroliferi raffinati (+8,9%) e dei metalli e prodotti in metallo (+7,6%). Aumenti contenuti, inferiori al 2%, si sono registrati nel settore dei mezzi di trasporto (+1,5%), dei mobili (+1,2%), del tessile e abbigliamento (+0,8%) e del cuoio e prodotti in cuoio (+1,9%).



### Stabili a dicembre le retribuzioni contrattuali

A dicembre 2006, le retribuzioni contrattuali orarie hanno fatto registrare una variazione nulla rispetto al mese precedente e un incremento del 3,3% nei confronti di dicembre 2005. L'aumento medio registrato nel 2006 rispetto all'anno precedente è del 2,8%. Le applicazioni contrattuali più rilevanti del mese di dicembre hanno riguardato: il rinnovo del secondo biennio economico del contratto degli autoferrotranvieri; gli aumenti tabellari previsti dal contratto dei servizi portuali; l'incremento di specifiche indennità in alcuni contratti provinciali dell'edilizia.

Alla fine di dicembre 2006, i contratti collettivi nazionali di lavoro in vigore per la parte economica riguardavano il 62,5% degli occupati dipendenti; ad essi corrisponde una quota pari al 59,1% del monte retributivo osservato.

## Tassi & cambi nel mondo

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

**Nell'area euro, i dati relativi all'inflazione tedesca di gennaio hanno evidenziato un impatto contenuto dell'aumento dell'IVA. L'indice dei prezzi al consumo è cresciuto moderatamente passando all'1,6% dall'1,4% di dicembre. Una valutazione più precisa dell'influenza sui prezzi di questa misura fiscale sarà possibile solo nei prossimi mesi. Al momento anche gli effetti sull'inflazione europea non appaiono evidenti. L'Eurostat stima una variazione dei prezzi al consumo dell'1,9% nel mese di gennaio, pari a quella del mese precedente.**

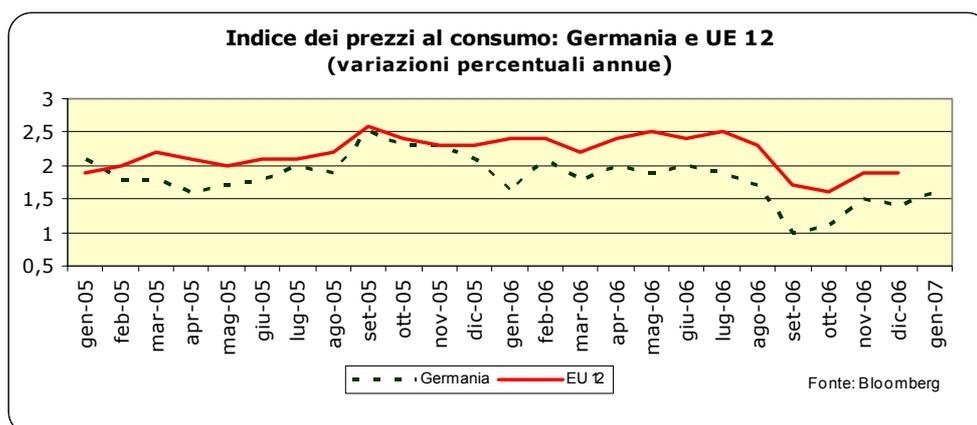
**Negli Stati Uniti, il tasso di crescita dell'economia relativo al 2006 ha fatto segnare un valore del 3,4%, grazie a un aumento del Pil del IV trimestre superiore alle aspettative. I segnali positivi provenienti dallo scenario hanno indotto la Fed a mantenere invariati i tassi monetari al 5,25%. Permangono tuttavia elementi di incertezza relativamente all'evoluzione dei prezzi al consumo e alle prospettive del settore manifatturiero.**

### Area euro, moderati i primi effetti dell'IVA tedesca sull'inflazione

L'aumento di tre punti percentuali dell'IVA tedesca, che aveva fatto temere per le possibili ricadute sull'inflazione, ha avuto in gennaio un impatto contenuto sui prezzi al consumo. Grazie a una variazione congiunturale negativa (-0,2%) il tasso d'inflazione tendenziale ha toccato l'1,6% in gennaio a fronte dell'1,4% di dicembre.

A questo risultato, migliore rispetto alle attese, hanno contribuito alcuni fattori: il rallentamento dei prezzi del petrolio e del carburante e una variazione quasi nulla dei prezzi nei settori dell'abbigliamento e dell'arredamento.

Queste prime indicazioni dovranno tuttavia essere verificate nei prossimi mesi. Così come alcuni effetti hanno cominciato a manifestarsi nell'ultima parte dello scorso anno, altri potrebbero verificarsi nei mesi a venire. Ad esempio, nel settore abbigliamento forti sconti sulle vendite di fine stagione potrebbero aver attutito gli effetti del provvedimento. L'impatto per questo settore potrà essere meglio valutato nei prossimi mesi al comparire delle nuove collezioni.



I dati di gennaio sull'inflazione tedesca non hanno alterato l'evoluzione dei prezzi al consumo nell'area dell'euro. Il tasso di crescita di questi ultimi è atteso oscillare attorno al 2% sia nel 2007 che nel 2008. Secondo la stima flash dell'Eurostat, nel mese di gennaio l'inflazione dovrebbe segnare nell'area dell'euro un valore pari all'1,9%.

Rimane comunque alta la vigilanza della Bce sulla stabilità dei prezzi in relazione anche al permanere di una forte espansione della liquidità. La crescita di M3 ha raggiunto a fine anno valori superiori al 9%. Le attuali condizioni monetarie, definite accomodanti dalla Bce, potrebbero essere riviste nei prossimi mesi. Un aumento del tasso di riferimento appare probabile anche a fronte di un'evoluzione dell'attività economica vicina al potenziale di sviluppo.

### Stati Uniti, anche nel 2006 la crescita del Pil supera il 3%, invariati i tassi

L'economia americana chiude il 2006 con un tasso di sviluppo economico che per il terzo anno consecutivo supera il 3%. Il Pil nel IV trimestre del 2006 è aumentato su base annua del 3,5%, evidenziando un netto progresso rispetto al trimestre precedente (+2,0%) che porta il valore per l'intero 2006 a 3,4%.

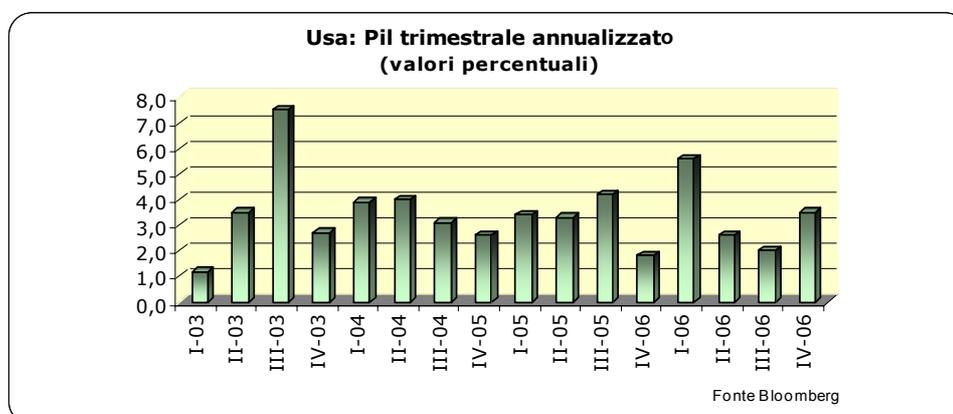
I timori di una ripercussione sulla spesa delle famiglie delle difficoltà nel settore immobiliare al momento non hanno trovato riscontro. I consumi privati hanno accelerato fornendo un contributo del 3,1% al risultato del trimestre. Questo andamento è stato favorito dalle buone condizioni del mercato del lavoro e da una riduzione dello 0,8% dell'indice dei prezzi legato ai consumi personali al quale ha contribuito in modo significativo il calo delle quotazioni petrolifere.

L'elemento di novità è dato da un contributo molto positivo dell'export netto che spiega l'1,6% della crescita, risultato mai raggiunto negli ultimi quattro anni. Nel IV trimestre, a fronte di un marcato aumento dell'export favorito dalla competitività del dollaro e da una buona dinamica della domanda internazionale, si è registrata una contrazione dell'import. Questa condizione non si verificava dal I trimestre del 2003.

Diminuiscono in modo significativo gli investimenti privati per effetto soprattutto del risultato negativo, ma comunque atteso, nel comparto degli investimenti residenziali (in calo del 19,2% dopo il -18,7% del trimestre precedente). Quest'ultima componente sottrae l'1,2% alla crescita del Pil.

I segnali positivi dello scenario economico americano trovano riscontro nell'atteggiamento delle autorità monetarie. La Federal Reserve nella riunione del 31 gennaio ha lasciato i tassi al 5,25% per la quinta seduta consecutiva. Il costo del denaro rimane pertanto invariato dallo scorso giugno dopo una serie ininterrotta di 17 aumenti da 25 punti base. La banca centrale statunitense, come spiegato nel comunicato, ha letto nei dati di recente diffusione un consolidamento della crescita economica e alcuni segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare.

La Fed ha sottolineato il miglioramento, seppure modesto, dei dati sull'inflazione *core* riferiti agli ultimi mesi. L'attenzione della banca centrale all'evoluzione dei prezzi al consumo rimane comunque alta. Se da un lato le pressioni inflazionistiche appaiono sulla via della moderazione, dall'altro l'elevato livello di utilizzo delle risorse potrebbe dare sostegno alle pressioni inflative.



Dopo la positiva chiusura d'anno, i primi dati riferiti al 2007 evidenziano il permanere di alcuni elementi di incertezza che caratterizzano lo scenario. Un segnale in questo senso viene dall'indice ISM manifatturiero che nel mese di gennaio è passato da 51,4 a 49,3, scendendo al di sotto della soglia di 50 che separa l'espansione dalla contrazione. Questo valore costituisce il minimo da aprile del 2003. Mentre il settore dei servizi continua ad essere sostenuto da una buona domanda, il settore manifatturiero presenta sintomi di debolezza. Qualora i segnali dell'ISM dovessero trovare conferma nei prossimi mesi nell'andamento dell'attività produttiva statunitense, la Fed potrebbe gradualmente modificare il proprio atteggiamento di politica monetaria.