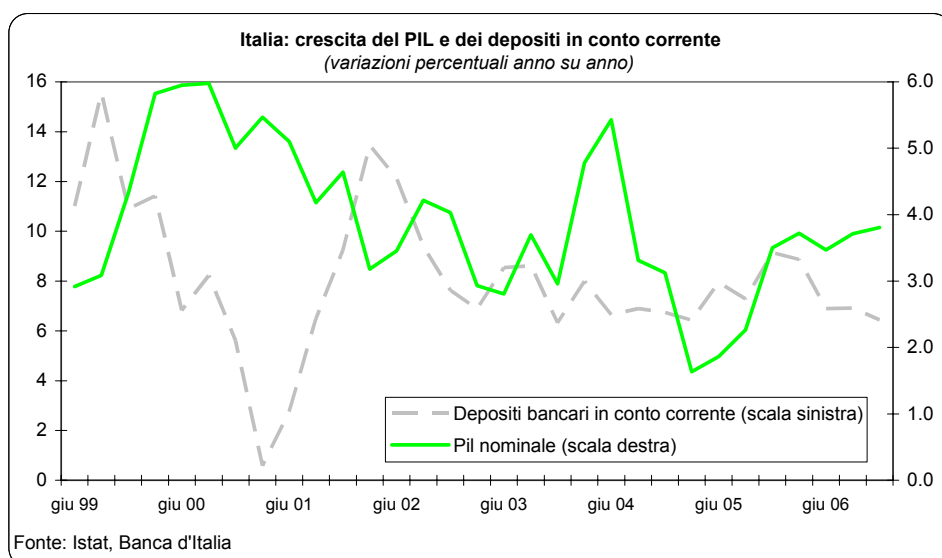


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL



**Editoriale - Globalizzazione e welfare** possono concorrere insieme alla realizzazione di maggiore sviluppo, economico e sociale. E' quanto accade già in paesi che sono più avanti nella realizzazione di una combinazione virtuosa tra flessibilità e sicurezza nel mercato del lavoro. In Italia c'è spazio per modernizzare il sistema degli ammortizzatori sociali ai quali il paese destina lo 0,5% del PIL contro investimenti assai più consistenti attuati nella media europea e nell'esperienza di altre importanti economie. Gli ultimi dieci anni hanno visto l'Italia compiere progressi essenziali sul fronte della flessibilità. Un sistema di welfare del lavoro più efficiente ed equo potrà, nel rispetto dei vincoli macro e microeconomici di sostenibilità finanziaria, ridurre l'incertezza a carico dei segmenti meno tutelati del mercato e contribuire al consolidamento strutturale della ripresa economica.

**Pag. 5** - Le famiglie italiane investono in sicurezza. E' quanto confermano i dati sull'andamento della **raccolta bancaria** nel corso del 2006. Rimane forte la crescita dei conti correnti (oltre il 6% a fine 2006 anno su anno). In Italia i depositi continuano a rappresentare poco meno della metà dell'intera raccolta bancaria. Nella media dell'area dell'euro l'incidenza non va oltre il 25%. Recenti analisi compiute dal Fondo monetario internazionale segnalano la tendenza delle famiglie italiane a conservare le proprie abitudini di investimento e, in questo quadro, la particolare predilezione per i conti bancari. A settembre 2006 stime compiute su dati della Banca d'Italia consentono di quantificare in circa 3.300 miliardi di euro la consistenza della ricchezza finanziaria lorda degli italiani (2,3 volte il PIL del paese contro una media di 1,8 registrata per l'intera area dell'euro).

12

2007

30 marzo 2007

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

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

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

 **BNL**  
Gruppo BNP PARIBAS

## Editoriale: globalizzazione e welfare

### Spese per ammortizzatori sociali (in % del PIL)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
UE25	..	..	..	..	..	..	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
UE15	2,5	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8
Germania	2,6	2,4	2,6	2,4	2,4	2,5	2,4	2,3	2,5	2,5	2,4
Francia	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,3	2,3
Italia	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Danimarca	5,2	4,6	4,2	3,7	3,4	3,2	2,9	2,8	2,7	2,9	2,8
Rep. Ceca	..	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8	0,7
Spagna	4,3	3,4	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,4	2,5	2,6	2,5

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

*Quale rapporto esiste tra globalizzazione e welfare? Per lungo tempo il nesso tra la mondializzazione dell'economia e i sistemi nazionali di sicurezza sociale è stato declinato solamente in termini antitetici, andando a sottolineare rischi e problemi. Il diavolo della globalizzazione che agisce in opposizione all'acqua santa del welfare. Oggi, probabilmente, qualcosa sta cambiando. Cresce la consapevolezza che tra globalizzazione e welfare possa esistere una compatibilità virtuosa, da conoscere e da governare. Nella storia degli ultimi secoli l'economia mondiale ha sperimentato più di una fase di internazionalizzazione. Ciò che caratterizza l'attuale globalizzazione è la centralità del capitale umano. Il confronto non è tanto tra paesi e settori, ma all'interno dei paesi e dei settori. La nuova competizione globale si gioca, soprattutto, sul terreno della disponibilità di lavoratori più o meno qualificati, più o meno mobili, più o meno motivati e disposti a mettersi in gioco per dare forma concreta al cambiamento.*

*Il capitale umano è il pivot della globalizzazione in quanto veicolo della riorganizzazione planetaria dei "task" operata dalle imprese e artefice, grazie anche alle nuove tecnologie di comunicazione, di un flusso continuo di progresso tecnico. Ma il capitale umano è fatto di persone, prima che di saperi e di competenze. Le persone lavorano meglio se possono vivere in un sistema che le aiuta a gestire e superare le incertezze e i rischi della vita lavorativa e sociale. Come recita una definizione reperibile sul sito di Eurostat, le spese pubbliche per finalità di protezione sociale servono a "mitigare il peso di un insieme definito di rischi e di bisogni". In questo quadro, un nesso positivo concretamente lega globalizzazione e welfare.*

*In sede teorica, un collegamento tra globalizzazione e welfare può essere ricercato nei modelli del commercio internazionale<sup>1</sup>. Due riferimenti consolidati in proposito sono il teorema di Heckscher-Ohlin e il corollario di Stolper-Samuelson. In buona sostanza, la previsione teorica dei due schemi è la seguente: la globalizzazione tende ad aumentare la specializzazione dei paesi di più antica industrializzazione nella produzione di beni e servizi a maggiore intensità di quel capitale umano (leggi: lavoro qualificato) di cui detti paesi abbondano; a sua volta, il calo indotto dalla globalizzazione del prezzo relativo dei beni a più*

<sup>1</sup> Cfr. G. Giovannetti e B. Quintieri, *Globalizzazione, specializzazione produttiva e mercato del lavoro*, relazione tenuta al convegno "Globalizzazione, specializzazione produttiva e mercato del lavoro: verso un nuovo welfare" organizzato dalla Fondazione Manlio Masi e dal CNEL a Roma il 14 marzo 2007.

*alto contenuto di lavoro non qualificato induce una sorta di livellamento al ribasso della remunerazione di detti lavoratori anche nei paesi industrializzati ove pure si realizzano perdite significative di posti di lavoro. In termini di welfare, la conseguenza di questo modello teorico è rappresentata dall'accresciuta domanda di forme di compensazione a vantaggio dei "perdenti" nel processo di riorganizzazione innescato dalla globalizzazione. Le vicende dell'ultimo decennio confermano la capacità dei modelli teorici di spiegare almeno una parte di quanto è effettivamente accaduto. Negli USA come in Europa ci sono lavoratori che sono stati spiazzati dal commercio internazionale ("trade-displaced"). Riguardo alle risposte di welfare, dal 1962 in America è attivo un programma di sostegni pubblici denominato "Trade Adjustment Assistance" (TAA) che prevede sussidi particolari e incentivi alla ricerca di un nuovo lavoro per chi si trovi disoccupato per cause di "trade displacement". In Europa cominciamo ora a fare qualcosa con un piano chiamato "European Globalisation Adjustment Fund" (EGAF) la cui spesa massima per gli anni 2007-2013 ammonta però solo a circa mezzo miliardo di euro all'anno. Al di là della modestia degli stanziamenti, questi strumenti "mirati" di welfare compensativo si confrontano con la grande difficoltà di definire la platea degli ammissibili beneficiari. Come abbiamo detto, la forma odierna di globalizzazione si caratterizza proprio nella capacità delle imprese di smontare e riassortire a piacimento la catena del lavoro e del valore per cui potrebbe diventare oggettivamente complicato distinguere tra un disoccupato "da globalizzazione" e un disoccupato per altri motivi.*

*Di necessità, virtù. Le difficoltà di disegnare un welfare "compensativo" suggeriscono l'opportunità di lavorare più intensamente su politiche proattive che servano a limitare a monte il numero di coloro che ex-post potrebbero trovarsi danneggiati dai cambiamenti indotti dalla globalizzazione. Questo vuol dire affinare strumenti che, ad esempio, agevolino il passaggio da un lavoro all'altro attraverso miscele efficaci tra i sostegni temporanei al reddito e gli incentivi alla riqualificazione professionale e alla ricerca attiva di una nuova occupazione. In una parola, la sfida è quella di modernizzare il sistema degli ammortizzatori sociali per renderli coerenti con le nuove realtà del lavoro. Nel rispetto dei vincoli di sostenibilità finanziaria, si tratta di perseguire finalità di efficienza e di equità. Nel nostro paese il tema è rilevante dal momento che, come è stato di recente autorevolmente ricordato, "i sussidi di disoccupazione in Italia esistono solo per chi vive nel mondo dell'impiego a tempo indeterminato e per ciò stesso escludono la gran parte dei giovani, che vivono nel mondo del lavoro intermittente".*

*I dati dell'Eurostat ci dicono che in Italia più della metà della spesa pubblica per la protezione sociale – il welfare – viene assorbito dalle pensioni. Per la media dell'Unione europea, la Francia e la Germania avviene l'inverso. In Danimarca, il paese più avanti nella realizzazione di un modello virtuoso che combina flessibilità e sicurezza, la spesa pensionistica assorbe l'11 per cento del PIL mentre le altre voci del welfare ricevono stanziamenti complessivi pari a poco meno del 20 per cento del prodotto del paese. Guardando ai soli ammortizzatori sociali ovvero alle misure collegate alla disoccupazione, le spese dell'Italia si attestano su ½ punto percentuale di prodotto interno lordo. La media della UE è significativamente più alta. In Germania e Francia gli stanziamenti superano il 2% del PIL. In Danimarca raggiungono il 2,8% del prodotto. Come ordine di grandezza, il dato italiano sull'incidenza degli ammortizzatori sociali appare omogeneo al risultato registrato dalla Repubblica Ceca. Il rapporto 2006 dell'Unione europea sull'occupazione in Europa va oltre in questa similitudine. Sulla base di una raffinata analisi econometrica gli esperti di Bruxelles sostengono che, riguardo al mix tra flessibilità e sicurezza sul mercato del lavoro, l'Italia risulta più simile alle dinamiche economie dell'Europa orientale di quanto siano Francia o Germania<sup>2</sup>.*

*Vediamo il bicchiere mezzo pieno. L'accostamento tra l'Italia e la nuova Europa certifica i notevoli progressi che il nostro paese ha realizzato negli ultimi anni sul fronte della flessibilità del lavoro. Di questo cominciano a darci atto i giudizi delle organizzazioni internazionali che registrano il contributo della maggiore flessibilità al rilancio del ciclo. Ma per consolidare il carattere strutturale della ripresa economica occorre ridurre l'insicurezza, reale e/o percepita, che insiste su alcuni essenziali segmenti del nostro mercato del lavoro e, soprattutto, sui giovani occupati o in cerca di occupazione.*

<sup>2</sup> Cfr. European Commission, *Employment in Europe 2006*, Bruxelles, ottobre 2006.

*Le risorse per una riforma degli ammortizzatori sociali sono certamente poche. I vincoli finanziari suggeriscono di lavorare sulla qualità, più che sulla quantità, degli interventi. Alcuni spunti possibili. In primo luogo, ricordare sempre che lo stato sociale non si esaurisce alle pensioni, ma si estende ad altri capitoli strategici quali quello degli strumenti per l'impiego. Concentrare le misure in questione nel recupero di un carattere anti-ciclico tale da caratterizzarne l'effettivo ruolo di "ammortizzatori". Disegnare, nell'arco del ciclo economico del paese e della vita lavorativa dell'individuo, una sorta di corrispondenza di tipo assicurativo tra prestazioni e contributi in tema di rischi da disoccupazione. Ribilanciare la risposta alle domande di welfare provenienti dai segmenti più forti e da quelli meno forti del mercato del lavoro. Capitalizzare, arrivando più tardi di altri, le esperienze di successo conseguite altrove ricordando comunque l'intimo nesso che lega un sistema di protezione sociale al senso civico e alla cultura di una comunità. Globalizzazione e welfare possono marciare insieme per cercare di avere più sviluppo e più coesione. E' una sfida difficile da vincere, impossibile da eludere.*

Giovanni Ajassa

## Le famiglie investono in sicurezza

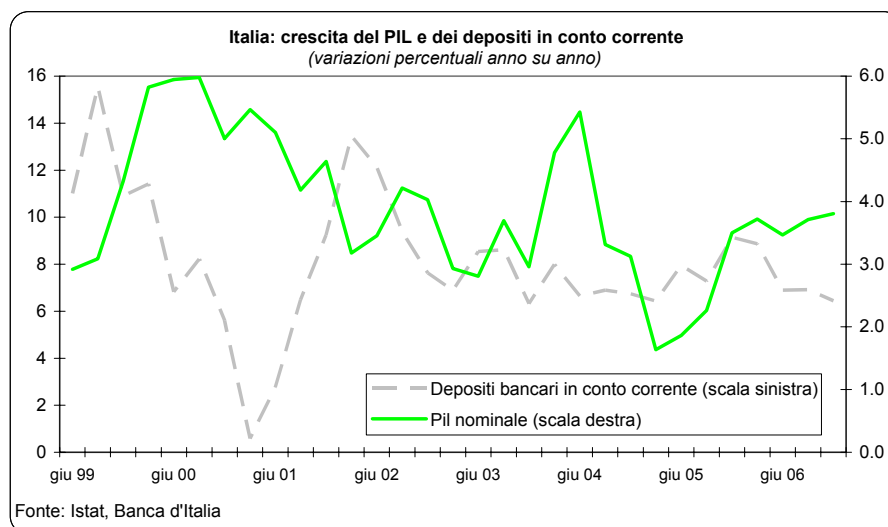
C. Russo ☎ 06-47028418 – [carla.russo@bnlmail.com](mailto:carla.russo@bnlmail.com)

**Prosegue in Italia la crescita della raccolta bancaria (+8,5% a/a a dicembre) sostenuta soprattutto dal positivo andamento di conti correnti (+6,4% a/a) e obbligazioni (+11,4%).**

**Negli ultimi quaranta anni il peso e la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie si sono modificate in profondità. Anche se nel lungo periodo la liquidità segna un trend discendente, nell'ultimo quinquennio i depositi bancari hanno recuperato peso tra gli attivi finanziari dei nuclei familiari. I risparmiatori hanno mostrato una marcata propensione per investimenti a basso rischio. Gli istituti di credito si sono adeguati alla domanda delle famiglie offrendo forme di conto corrente articolate per i diversi tipi di clientela.**

**Le famiglie italiane detengono un ammontare di ricchezza finanziaria pari a 2,3 volte il Pil, un valore sensibilmente superiore rispetto ai principali partner europei. Nel 2006 la consistenza delle attività finanziarie ha superato i €3.300 miliardi (+3,4% a/a a settembre).**

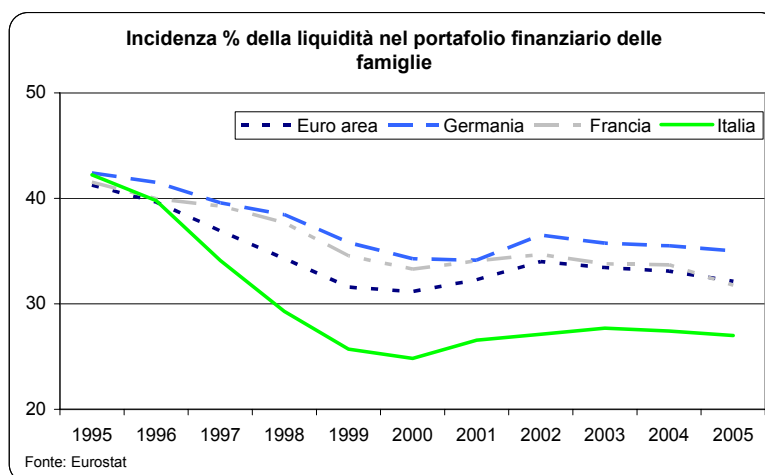
Gli ultimi dati disponibili confermano l'andamento sostenuto della raccolta bancaria in Italia (+8,5% a/a a dicembre). In evidenza appaiono il contributo dei depositi che crescono su base annua del 5,1% e delle obbligazioni (+11,4% a/a). All'interno della raccolta i depositi continuano ad essere l'elemento di maggior peso, in particolare quelli in conto corrente (+6,4% a/a). Attualmente la loro incidenza sul totale della raccolta è pari al 48%, una quota rimasta pressoché stabile dalla fine degli anni Novanta. Nel confronto con l'area euro la preferenza italiana per questo tipo di deposito è indubbia: l'analoga quota per la zona euro è infatti pari al 25%.



## La liquidità nel portafoglio finanziario delle famiglie italiane

Nonostante i depositi costituiscano attualmente oltre un quarto delle attività finanziarie delle famiglie italiane è da rilevare come la loro incidenza sul totale abbia riportato nel tempo una diminuzione più marcata rispetto a quanto avvenuto nei principali paesi europei. Nel 1995, infatti, le famiglie di Francia, Germania e Italia detenevano nei loro portafogli oltre il 41% di circolante e depositi; dieci anni dopo la quota dei primi due paesi è diminuita, rispettivamente, di 8 e 6 p.p., quella dell'Italia di 14 p.p. Tuttavia, la diminuzione

dell'incidenza delle attività liquide è tutta concentrata tra il 1995 e il 2000: se si confrontano i dati più recenti con quelli di inizio decennio si evidenzia, invece, un leggero aumento della quota destinata a depositi così come accade all'intera area euro. L'inversione dell'andamento discendente della quota liquida di attività detenute in portafoglio ha coinciso con l'aspra crisi dei mercati finanziari degli anni 2000-01 che ha fatto orientare nuovamente i risparmiatori verso prodotti tradizionali che premiano più la liquidità e la sicurezza rispetto al rendimento.



In Italia, nel tempo, il portafoglio finanziario delle famiglie ha subito importanti variazioni tanto nel peso in rapporto alla ricchezza complessiva delle famiglie quanto nella sua composizione. In particolare, nel corso dei due più recenti periodi di espansione del ciclo economico<sup>3</sup> si è assistito all'avvio di un timido processo di diversificazione del portafoglio. Tra il 1982 e 1989 la quota di attività finanziarie sul totale della ricchezza è passata dal 26 al 38%, è rimasta quindi stabile intorno al 33% nel periodo 1990-94 ed è poi salita dal 34 al 43% tra il 1995 e il 2000. Il primo aumento è da collegare alla diffusione di titoli di stato mentre sul secondo hanno influito il processo di privatizzazione di imprese pubbliche, di alcune public utilities, il boom dei titoli azionari e la partecipazione a fondi di investimento. Alla fine degli anni ottanta i titoli di stato costituivano oltre l'11% delle attività finanziarie delle famiglie, livello quasi eguagliato dai titoli azionari tra il 1999 e il 2000. La nuova composizione del portafoglio aveva un'impronta fortemente congiunturale e i risparmiatori hanno preferito tornare ad alimentare i depositi liquidi scegliendo un profilo di rischio molto prudente.

Sulle più recenti scelte di allocazione del patrimonio finanziario delle famiglie italiane hanno inciso le perdite subite a causa sia del crollo dei valori di borsa di inizio millennio, sia degli scandali finanziari di alcune società, oltre alla necessità di aderire a forme previdenziali integrative. Se ne ha conferma dai dati sul flusso di nuovi risparmi finanziari, che nel periodo 2002-04 è stato destinato prevalentemente a prodotti assicurativi (40%) mentre la restante parte è risultata distribuita equamente tra liquidità (circolante e depositi) e obbligazioni. In effetti l'ultimo "Rapporto sul risparmio e i risparmiatori in Italia" di Bnl-Centro Einaudi conferma come ancora nel 2006 l'obiettivo principale ricercato dagli investitori sia stata la sicurezza di mantenere inalterato il capitale.

Relativamente alle valutazioni sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, una recente analisi del Fondo monetario internazionale<sup>4</sup> mette in evidenza come i comportamenti abitudinari giochino un ruolo determinante nella scelta degli investimenti finanziari. La

<sup>3</sup> A. Brandolini, L. Cannari, G. D'Alessio, I. Faiella (dicembre 2004) "Household wealth distribution in Italy in the 1990s", *Banca d'Italia, Temi di discussione*, n. 530

<sup>4</sup> Sònia Muñoz (2006) "Habit formation and persistence in individual asset portfolio holdings: the case of Italy" *IMF Working Paper*, n. 29.

probabilità che una famiglia opti per un certo tipo di investimento (con un grado di rischiosità più o meno elevato) dipende fortemente dal fatto che in passato abbia già investito in attività con le stesse caratteristiche. In altre parole: le famiglie sviluppano una preferenza per situazioni già sperimentate mostrando una tendenza a non modificare frequentemente il proprio portafoglio, senza procedere alla ricerca, di volta in volta, dell'investimento migliore. In effetti negli ultimi anni i risparmiatori hanno scelto di allocare le proprie risorse in attività considerate abitualmente "solide" in un contesto macroeconomico stabile ma con caratteristiche opposte: da una parte i depositi, in particolare quelli in conto corrente che sono notoriamente lo strumento finanziario più liquido, dall'altra in attività reali. Nel 2006 la componente finanziaria della ricchezza dei nuclei italiani ha superato i 3.300 mld. (+3,4% a/a a settembre), oltre un terzo della ricchezza complessiva delle famiglie, 2,3 volte il Pil. In Francia, Germania e area euro la ricchezza finanziaria ammonta a circa 1,8 volte il Pil. Anche rispetto al reddito disponibile la ricchezza finanziaria netta dell'Italia vanta un valore superiore a quello dei paesi del G7 (fatta eccezione per il Giappone): nel 2005 ha raggiunto il 294%, valore analogo a quello degli Stati Uniti.

A fronte dell'abbondanza di disponibilità finanziarie l'offerta da parte degli istituti di credito si è prontamente adeguata: i conti correnti bancari, l'attività finanziaria più diffusa tra le famiglie italiane (oltre il 73% ne possiede uno) si sono arricchiti di nuovi servizi (internet e phone banking, assicurazioni, convenzioni ecc.) per soddisfare le diverse esigenze delle varie tipologie di clientela.

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

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

A gennaio 2007, i flussi di esportazioni hanno mostrato una maggiore tonicità rispetto a quelli dell'import. Il saldo è risultato negativo, ma inferiore a quello di un anno prima. Sul buon andamento delle esportazioni italiane ha influito soprattutto la performance sui mercati UE, dove l'incremento delle vendite ha superato, per il sesto mese consecutivo, quello degli acquisti.

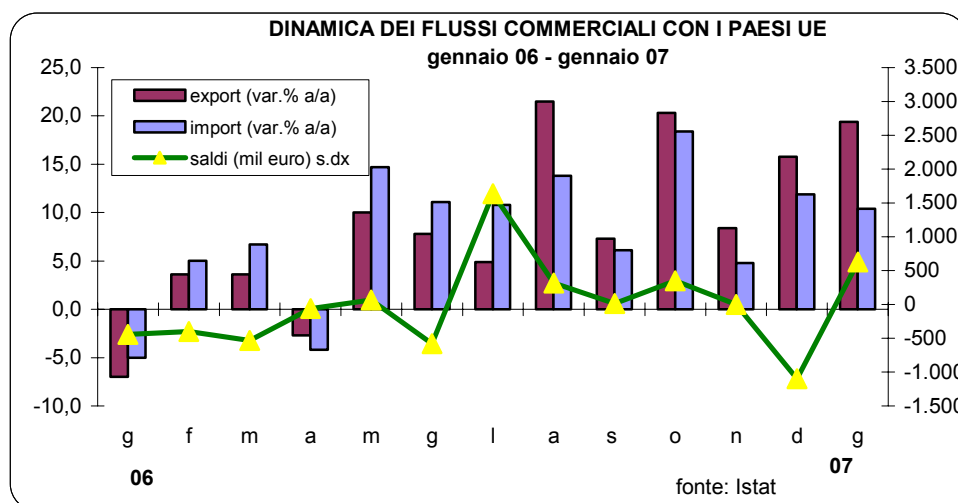
Si sono registrati aumenti tendenziali dell'export verso i paesi Ue in tutti i settori produttivi. I surplus più consistenti si sono avuti nel comparto delle macchine e apparecchi meccanici, nell'industria dei prodotti tessili e dell'abbigliamento, nel settore dei metalli e prodotti in metallo e in quello del cuoio e prodotti in cuoio.

A febbraio, l'export avanza decisamente anche nei mercati extra-Ue. Nel primo bimestre del 2007, gli aumenti più consistenti si sono avuti nelle vendite verso la Russia (+38%), i paesi OPEC (+24%) e la Cina (+13%). Per le importazioni, gli incrementi più elevati in assoluto si sono registrati negli acquisti dalla Cina (+32%).

A marzo, l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere elaborato dall'Isae è calato lievemente rispetto al mese precedente. La flessione è da ascriversi essenzialmente ai giudizi meno favorevoli sull'andamento degli ordini e ad un leggero accumulo delle scorte in magazzino.

### Si consolida il trend dell'export, trainato dalle vendite verso la Ue

Nel mese di gennaio 2007 prosegue, per il terzo mese consecutivo, una dinamica tendenziale delle esportazioni (+15%) superiore a quella delle importazioni (+10,9%). Il saldo è stato negativo per circa 3,7 miliardi di euro contro un deficit di 4,1 miliardi di gennaio 2006. Al netto dell'energia, il surplus è di poco superiore a 200 milioni di euro.



Sempre a gennaio 2007, si è registrato, per le esportazioni, un andamento tendenziale positivo in tutte le principali tipologie di beni. Gli incrementi più elevati si sono avuti nel comparto dell'energia (+35,6%) e in quello dei prodotti intermedi (+19,7%). Tra le importazioni, gli aumenti più sostenuti si riscontrano per i beni intermedi (+24,4%) e quelli strumentali (+13,3%). Per l'energia, la variazione è negativa e pari a - 6,1%.

Passando ai settori, gli aumenti su base annua di maggior spicco sono stati quelli delle vendite di prodotti petroliferi raffinati (+38%), di metalli e prodotti in metallo (+33,8%), delle macchine e apparecchi meccanici (+23,7%), degli articoli in gomma e prodotti in



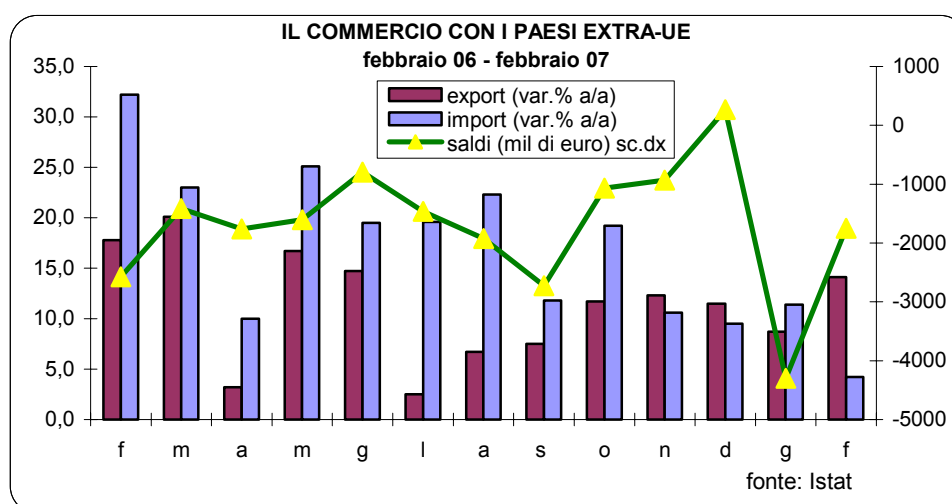
plastica (+16,4%). Nelle importazioni, le variazioni più elevate si rilevano per i metalli e prodotti in metallo (+52%), per le macchine e apparecchi meccanici (+33,3%), per i prodotti della lavorazione dei minerali non metalliferi (+14,4%), per i mezzi di trasporto (+13,2%). Il settore delle macchine e apparecchi meccanici ha evidenziato il saldo attivo più elevato dell'industria manifatturiera: 2,6 miliardi di euro. Surplus compresi tra 400 e 500 milioni di euro sono stati evidenziati da tre importanti settori del *made in Italy*: tessile-abbigliamento, cuoio e calzature e mobili.

Sul positivo andamento delle esportazioni italiane ha influito soprattutto la buona performance sui mercati Ue, dove l'incremento delle esportazioni ha superato a gennaio, per il sesto mese consecutivo, quello delle importazioni (+19,4% e +10,4%, rispettivamente). Dopo il saldo negativo di dicembre, i conti con l'estero con i paesi Ue tornano in surplus per 628 milioni di euro: il più elevato da luglio 2006. Un importante impulso all'export è stato fornito dal mercato tedesco (+18,6% rispetto a gennaio 2006) sul quale l'Italia detiene la maggior quota del suo export globale (16,7%). Tra gli altri principali partner europei, spiccano gli aumenti delle vendite verso la Spagna (+28%), la Francia (+12%) e il Regno Unito (+14,3%). Verso questi paesi, i saldi sono stati positivi, rispettivamente, per 920, 510 e 570 milioni di euro.

Sempre a gennaio 2007, si sono registrati aumenti tendenziali dell'export verso i paesi Ue in tutti i settori. I surplus più consistenti si sono avuti nel comparto delle macchine e apparecchi meccanici (+1,1 miliardi di euro), nell'industria dei prodotti tessili e dell'abbigliamento (+660 milioni di euro), nel settore dei metalli e prodotti in metallo (+450 milioni) e in quello del cuoio e prodotti in cuoio (+400 milioni). I deficit più consistenti si sono osservati nel settore dei mezzi di trasporto (-814 milioni di euro), in quello dei prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali (-850 milioni) e in quello degli apparecchi elettronici e di precisione (-540 milioni).

### L'export acquista vigore anche verso i paesi extra-Ue

A febbraio 2007, la dinamica tendenziale delle esportazioni verso i paesi extra-Ue è risultata decisamente superiore a quella delle importazioni: +14,1% e +4,2% rispettivamente. Il saldo commerciale è stato negativo per 1,75 miliardi di euro, a fronte di un deficit di 2,6 miliardi registrato a febbraio dello scorso anno. Nel primo bimestre di quest'anno, il saldo è negativo per poco più di 6 miliardi di euro, 200 milioni in meno rispetto al deficit del corrispondente periodo del 2006.



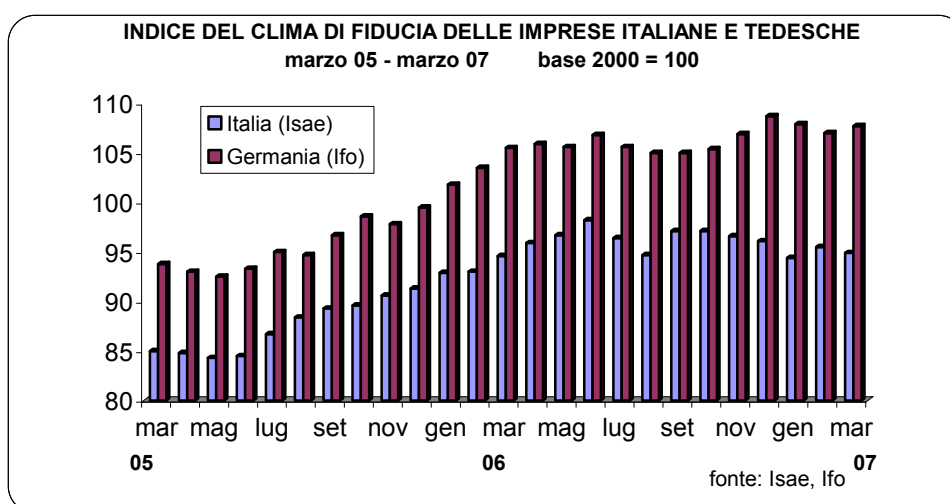
Sempre nei primi due mesi del 2007, le esportazioni sono aumentate verso tutti i paesi ed aree geo-economiche, ad eccezione degli Usa (-4,4%) e dei paesi del Mercosur (-5,7%). Gli aumenti più consistenti si sono avuti verso la Russia (+38,4%), i paesi OPEC (+23,9%) e la Cina (+13,1%). Per le importazioni, gli incrementi più consistenti in assoluto si sono rilevati negli acquisti dalla Cina (+32,2%). Saldi positivi hanno riguardato soprattutto gli Usa e la Turchia, mentre i disavanzi più ampi si sono osservati per i paesi OPEC, la Cina e la Russia.

### Cala a marzo la fiducia delle imprese

L'indice elaborato dall'Isae sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere è calato lievemente a marzo rispetto al mese precedente, portandosi a 94,9 da 95,5. Sempre a marzo, in Germania, l'indice Ifo ha segnato un rialzo a 107,7 da 107 di febbraio.

La flessione del clima di fiducia delle imprese italiane è da ascrivere ai giudizi meno favorevoli da parte degli intervistati sull'andamento degli ordini e ad un leggero accumulo delle scorte in magazzino. Sono invece in lieve miglioramento le attese sulla produzione. Le imprese appaiono altresì più ottimiste sulle prospettive a breve termine dell'economia e non si attendono particolari tensioni sui prezzi. Il calo registrato a livello nazionale non riguarda l'intero territorio. Il clima di fiducia scende nettamente al Sud, rimane stabile nel Nord-Ovest, sale nel Nord-Est e al Centro.

L'inchiesta Isae sulle imprese esportatrici segnala, nel primo trimestre 2007, una diminuzione dei vincoli all'attività di esportazione, grazie soprattutto a un calo delle pressioni dal lato dei costi e a una maggiore efficienza nei tempi di consegna. Si stabilizza su valori storicamente elevati il rapporto tra prezzi interni e prezzi all'esportazione.



Scende infine la pressione concorrenziale dei paesi europei diversi da Germania, Francia e Regno Unito, mentre aumenta sensibilmente la quota (dal 22 al 27%) delle imprese intervistate che indicano come paese concorrente la Cina. Riguardo la destinazione delle esportazioni per area geografica, aumentano le imprese che indicano la Germania (dal 17 al 18%) e il Regno Unito (dal 7 all'8%) quali mercati di sbocco per i propri prodotti; scendono, rispettivamente, dal 15 al 14% e dal 9 all'8% gli operatori che esportano in Francia e negli Stati Uniti.

## Tassi & cambi nel mondo

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

**La crescita economica statunitense continua a vivere una fase di rallentamento, accentuata dalle difficoltà del comparto immobiliare. I recenti sviluppi relativi ai mutui "subprime" aggiungono ulteriori incertezze al settore.**

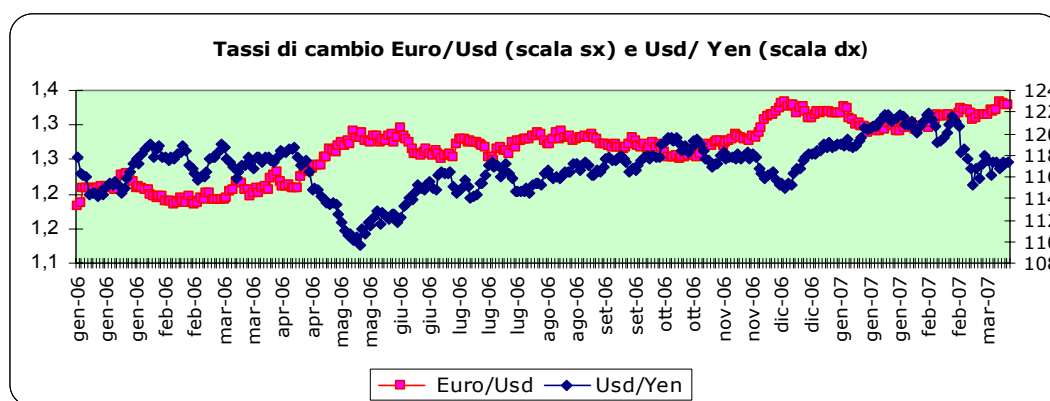
**I dati congiunturali diffusi nelle ultime settimane relativi all'inflazione, agli indici di fiducia e agli ordini di beni durevoli confermano il permanere di elementi di debolezza nello scenario. La Fed lo scorso 21 marzo ha lasciato i tassi fermi al 5,25%, ma qualora si confermino le attuali tendenze un intervento al ribasso potrebbe avvenire già nel corso del secondo trimestre dell'anno.**

**Nell'area dell'euro, i segnali offerti dagli indicatori economici più recenti continuano a mostrare un'evoluzione dell'attività economica sostenuta anche se con qualche segno di moderazione. L'inflazione rimane la variabile economica su cui la Bce mantiene elevata l'attenzione. Il temuto effetto Iva in Germania sembra mantenersi entro livelli sostenibili: il dato preliminare diffuso dall'Ufficio Federale statistico indica una crescita dei prezzi al consumo pari all'1,9% nel mese di marzo (0,5 punti percentuali più elevato rispetto a prima dell'aumento dell'Iva). Nell'attuale scenario si attende da parte della Bce un rialzo di 25 punti base del tasso di riferimento entro il secondo trimestre dell'anno.**

### Stati Uniti: fermi i tassi, maggiori timori per l'inflazione e i mutui subprime

Lo scorso 21 marzo la Federal Reserve ha lasciato i tassi sui fed funds invariati al 5,25% per la sesta volta consecutiva. Il comunicato ufficiale ha sottolineato come le recenti indicazioni congiunturali abbiano dato segnali contrastanti e l'aggiustamento del mercato immobiliare sia ancora in corso. Alla revisione al ribasso del Pil relativo all'ultimo trimestre 2006 e al rallentamento nelle vendite al dettaglio si sono aggiunte nuove indicazioni di debolezza dal mercato immobiliare e dal mercato dei mutui "subprime".

Il Presidente Ben Bernanke ha ribadito nella testimonianza davanti al Congresso che sono aumentate le incertezze sullo scenario e che la Fed continuerà a guardare con grande attenzione all'evoluzione dei prezzi. Il tono utilizzato rispetto ai recenti comunicati sembra aprire le porte a un intervento sui tassi nel corso del secondo trimestre.



La dinamica dei prezzi al consumo sta contribuendo a rendere il contesto economico meno favorevole ai consumatori e più delicate le scelte della Fed relativamente alla strategia di politica monetaria. I prezzi al consumo nel mese di febbraio sono aumentati dello 0,4% m/m, portando il tasso di crescita su base annua relativo allo stesso mese al 2,4% (dal 2,1% di gennaio). L'andamento dei prezzi nei primi mesi del 2007 appare meno moderato rispetto alla fine dello scorso anno per l'effetto congiunto delle componenti più volatili (alimentari ed energia) e della componente core, alimentata dai rincari nel settore delle cure mediche. Il

fatto che anche la crescita dei prezzi alla produzione sia risultata elevata nel mese di febbraio rende probabile il proseguimento di questo andamento dei prezzi al consumo anche nei mesi a venire.

I segnali di indebolimento trovano conferma anche nell'andamento degli indici di fiducia e nel dato sugli ordinativi di beni durevoli. L'indice del Conference Board sulla fiducia dei consumatori nel mese di marzo è diminuito a 107,2 dal 111,2 del mese precedente registrando il valore più basso da novembre del 2006. Analizzando le componenti, il sottoindice che misura le condizioni attuali dell'economia è lievemente aumentato, mentre quello relativo alle aspettative economiche future è arretrato in modo evidente (86,9 da 93,8 di febbraio). A sostenere l'indice corrente sono stati i giudizi positivi circa la situazione presente del mercato del lavoro, mentre la componente delle aspettative con un orizzonte temporale a sei mesi è diminuita rispetto al mese precedente, è risultata infatti più bassa la percentuale di coloro che si attendono un aumento del proprio reddito.

Il fatto che a sostenere l'indice di fiducia del Conference Board sia stato il giudizio sul mercato del lavoro si può cogliere confrontando le indicazioni con quelle provenienti dall'indice di fiducia dell'Università del Michigan. Quest'ultimo, maggiormente focalizzato sulle condizioni personali piuttosto che su quelle del mercato, nel mese di marzo è diminuito in modo più evidente passando da 91,3 a 88,8.

Gli ordini di beni durevoli nel mese di febbraio sono cresciuti del 2,5%, meno di quanto atteso dopo un dato molto negativo nel mese di gennaio (-9,3%). La volatilità di questo dato è attribuibile in gran parte all'andamento del settore aeronautico, che ha ridotto fortemente gli ordini in gennaio e ha dato un forte contributo a febbraio. Al netto del settore dei trasporti gli ordini negli ultimi due mesi si sono mantenuti sul medesimo livello.

Un segnale positivo proviene invece dalla produzione industriale che dopo il calo di gennaio offre un segnale di ripresa a febbraio (+1,0% m/m) cui si affianca una revisione al rialzo dei due dati precedenti. Per effetto di questi dati anche la capacità di utilizzazione aumenta all'82% (dall'81,4% di gennaio) raggiungendo il valore più elevato da settembre 2006.

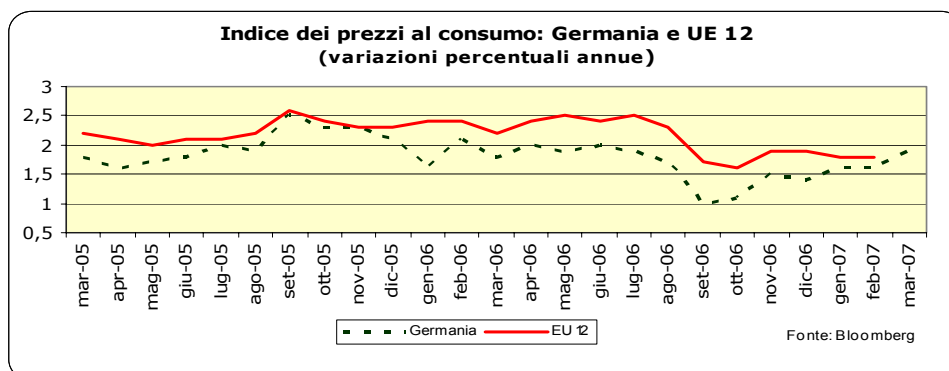
Rimane invece delicata la situazione nel settore finanziario a causa delle difficoltà relative al comparto dei mutui "subprime", i prestiti per l'acquisto di casa concessi ai clienti più rischiosi. Gli ultimi dati diffusi dalla Mortgage Bankers Association mostrano un forte aumento del numero di questo tipo di mutui in difficoltà (il 13% del totale nel IV trimestre 2006). Per avere un'idea della rilevanza del fenomeno nel corso del 2006 i mutui ad alto rischio hanno totalizzato 600 mld di Usd pari a circa il 20% del totale.

Il possibile impatto sull'economia delle difficoltà legate al mercato subprime è stato quantificato in modo molto disomogeneo con stime che vanno dallo 0,2% all'1% del Pil.

In aumento anche le difficoltà nel settore dei mutui tradizionali, dove i ritardi nei pagamenti sono saliti al 4,95% dal 4,67% nell'ultimo trimestre del 2006.

### Area dell'euro: l'inflazione tedesca cresce ma rimane sotto controllo

Le prospettive per l'economia europea rimangono buone anche se nel 2007 si attende una moderazione dello sviluppo economico rispetto al 2,8% registrato lo scorso anno. Gli effetti degli aumenti dei tassi, il consolidamento fiscale in alcuni paesi dell'area, l'apprezzamento dell'euro e una domanda estera più debole rallenteranno in parte il vigore della crescita.



Il Pil dovrebbe continuare a mantenersi al di sopra del potenziale, stimato attorno al 2%. I segnali offerti dai dati economici più recenti continuano tuttavia a mostrare un'evoluzione dell'attività economica che rimane sostenuta anche se con qualche segno di moderazione. L'indice PMI manifatturiero è aumentato nel mese di febbraio dopo tre mesi di contrazione, nei quali è comunque rimasto al di sopra della media del suo valore storico. Il mercato del lavoro ha beneficiato della fase espansiva del ciclo economico, il tasso di disoccupazione relativo al mese di gennaio è stato pari al 7,4%, il più basso mai raggiunto.

Segnali positivi provengono inoltre dall'economia tedesca. L'indice Ifo è aumentato nel mese di marzo al 107,7 dal 107 del mese precedente, grazie a un miglioramento sia della componente corrente che di quella relativa alle aspettative, risalendo dopo il rallentamento iniziato a gennaio a seguito dell'aumento dell'Iva.

Secondo il dato preliminare comunicato dall'Ufficio Federale di statistica, il tasso di inflazione in Germania è aumentato dell'1,9% nel mese di marzo. Rispetto al dato di dicembre (1,4% prima dell'introduzione dell'aumento dell'Iva) i prezzi al consumo hanno accelerato di 0,5 punti percentuali. Nel complesso l'evoluzione dei prezzi in Germania appare sotto controllo, allentando i timori di forti ripercussioni sull'inflazione europea.

I prezzi al consumo nell'area dell'euro sono cresciuti in febbraio dell'1,8%, al pari del mese precedente, rimanendo per il sesto mese consecutivo al di sotto della soglia del 2% fissata dalla Bce.

Sul fronte dei tassi la Banca centrale europea ha dichiarato di rimanere molto vigile sul mercato per effettuare le proprie scelte di politica monetaria. Nonostante Trichet abbia più volte sottolineato come le decisioni vengano prese volta per volta, questo tipo di affermazione è stata letta come un'intenzione di aumentare i tassi, attualmente al 3,75%, di 25 pb entro i prossimi tre mesi. Il 4% potrebbe costituire il picco della stretta monetaria e sembra probabile un successivo periodo di pausa dagli interventi sui tassi. Questo atteggiamento consentirebbe di valutare: a) l'impatto economico degli interventi sui tassi che in genere tendono a manifestarsi con un certo ritardo; b) l'evoluzione del tasso di cambio dell'euro che ha continuato ad apprezzarsi nei confronti del dollaro; c) l'entità del rallentamento economico statunitense.

	2006				Scorsa sett.	Attuale
	I trim 06	II trim 06	III trim 06	IV trim 06	21/03/2007	28/03/2007
<b>Tassi di cambio</b>						
yen-dollaro	118	114	118	119	117,4	116,9
dollaro-euro	1,21	1,28	1,27	1,32	1,329	1,334
yen-euro	143	146	149	157	156,6	156,4
sterlina-euro	0,70	0,69	0,68	0,67	0,679	0,679
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>						
dollaro	5,00	5,48	5,37	5,36	5,35	5,35
euro	2,82	3,06	3,42	3,73	3,90	3,91
yen	0,11	0,36	0,43	0,57	0,72	0,68
sterlina	4,61	4,75	5,07	5,32	5,56	5,59
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>						
Stati Uniti	4,86	5,15	4,63	4,70	4,52	4,62
Germania	3,77	4,07	3,71	3,96	3,92	4,02
Giappone	1,79	1,93	1,68	1,69	1,57	1,67
Italia	4,07	4,37	4,00	4,22	4,14	4,22
Gran Bretagna	4,40	4,70	4,52	4,74	4,82	4,92

Fonte Datastream e previsioni BNP Paribas

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,3	98,6	99,4	99,8	100	100,1	100	100,2	100,7	101	100,8	101,1	100,0
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,7	103,1	102,2
2007	102,5	102,7	103,3	103,9	104,3	104,5	104,3	104,5	104,6	104,7	104,6	104,9	104,0
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,3	-0,2	0,3	0,2
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,6	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,8	1,7	1,8
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,1	98,0	99,2	100,0	100,3	100,3	100,1	99,9	100,5	101,2	101,2	101,2	100,0
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,4	104,2	104,4	104,4	104,2	103,9	104,5	105,0	105,1	105,1	104,1
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,1	0,8	0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,6	0,4	0,1	0,0	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7	1,6	1,8	1,8	1,7	1,8
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,1	127,1
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,2	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,3	131,7	132,1	132,2	132,7	133,0	133,0	133,1	133,3	133,4	132,3
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2	1,9

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni