

# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Tasso reale di interesse sui prestiti bancari



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Istat

**Editoriale** - L'euro si rafforza nei confronti delle altre principali valute in virtù della ripresa dell'economia europea. La misura dell'apprezzamento non minaccia il favorevole andamento delle esportazioni dei principali paesi membri che traggono vantaggio dal perdurante traino della domanda mondiale. Un euro più forte contribuirà a contenere la misura di eventuali ulteriori aumenti dei tassi da parte della BCE.

**Pag. 6** - I primi mesi del 2007 vedono proseguire la crescita vivace del credito all'economia in Italia. I **prestiti alle famiglie** aumentano su base annua del 10% a febbraio. I finanziamenti alla clientela "retail" rappresentano oggi il 31% dei prestiti bancari totali rispetto al 25% rilevato nel 1998 prima del passaggio all'euro. L'aumento dell'indebitamento bancario è controbilanciato da un consistente livello di patrimonializzazione delle famiglie italiane.

16

2007

27 aprile 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: euro forte

*Ieri, 26 aprile, il tasso di cambio bilaterale dell'euro in termini di dollari si è attestato a 1,3596 dollari per euro. In termini di yuan renminbi la moneta unica ha quotato 10,5047 renminbi per euro. A livello di tasso di cambio effettivo, il numero indice a base I trimestre 1999 uguale a 100 è risultato pari a 107,4889. Ricordiamo che il tasso di cambio effettivo rappresenta una sorta di media ponderata dei cambi dell'euro nei confronti di tutte le valute dei principali partner commerciali dei paesi aderenti alla moneta unica. Cosa ci dicono i numeri? Che l'euro si sta rafforzando sia contro le singole divise chiave dei mercati internazionali (il dollaro USA e il renminbi cinese, ad esempio) sia contro il complesso di tutte le altre divise. Rispetto a dicembre del 2006 il dollaro ha perso poco meno del 3% del suo valore; il renminbi si è deprezzato contro euro dell'1,6%; il tasso di cambio effettivo dell'euro contro i 24 più importanti paesi controparti di export e di import si è apprezzato dell'1,9%. Guardando al profilo storico, il cambio contro dollaro è prossimo al massimo di tutti i tempi in termini di medie giornalieri rilevate dalla BCE (1,3633 del 28 dicembre 2004). Maggiore è la distanza che separa le attuali quotazioni dell'euro dai picchi di apprezzamento toccati contro la divisa cinese allorché sul finire del 2004 occorrevano 11,27 renminbi per acquistare un euro. Lo stesso dicasi per il cambio effettivo. Valori intorno a quota 107 sono sicuramente elevati, ma l'euro è stato anche più forte quando, ancora nel dicembre del 2004, il suo cambio effettivo raggiunse il valore massimo di 108,5. In sintesi, la moneta unica è oggi forte, ma non può ancora dirsi fortissima (v. figg. 1-3).*

*Da dove viene la forza odierna dell'euro? In passato più volte si è sottolineato come l'apprezzamento della divisa di Eurolandia tenda a riflettere debolezze altrui più che a brillare di luce propria. Questa volta la storia è in buona misura diversa. L'Europa – soprattutto, la Germania – ci sta mettendo del suo. La prima parte del 2007 doveva essere segnata da un ripiegamento dell'attività industriale dovuto sia a un fisiologico rallentamento dopo gli exploit di fine 2006 sia ai tanto temuti effetti dell'applicazione dell'IVA maggiorata in Germania. Si temeva la flessione dei consumi delle famiglie tedesche. Si è registrato, invece, un nuovo slancio da parte dei produttori che in Germania e altrove sembrano oggi più di ieri capaci di trarre vantaggio dalla forza della domanda mondiale.*

*Come ha ricordato Philippe d'Arvisenet in suo recente editoriale<sup>1</sup>, in paesi come la Germania e l'Italia l'elasticità al prezzo delle esportazioni risulta piuttosto bassa mentre molto più vivace appare la sensibilità delle vendite all'estero all'aumento della domanda estera ovvero del commercio mondiale. Ceteris paribus, un aumento dei prezzi del 10%, magari indotto dall'apprezzamento del cambio, si traduce in un calo del 6% delle esportazioni tedesche e del 7% delle esportazioni italiane. Per converso, un aumento del 10% della domanda mondiale fa crescere di circa il 19% le esportazioni tedesche e di oltre il 25% le vendite oltre confine delle imprese italiane. Supponiamo che il cambio dell'euro si apprezzasse del 10% ma che contestualmente la domanda mondiale aumentasse di analoga misura: l'effetto netto sulle esportazioni, in Italia come in Germania, sarebbe quello di vederle aumentare in maniera apprezzabile. Passando dal laboratorio al mondo reale i numeri ci dicono che negli ultimi dodici mesi il cambio dell'euro si è rafforzato del 9,4% sul dollaro e del 3,9% sulla media di tutte le principali divise. Nel contempo, secondo il recente World Economic Outlook del Fondo monetario internazionale tra il 2006 e il 2007 la domanda rivolta dall'estero alle esportazioni delle economie avanzate è cresciuta ad un ritmo medio dell'ordine del 7%. Mettendo insieme questi dati alle stime sulle elasticità si può azzardare che, stante il vigore della crescita mondiale, l'apprezzamento dell'euro sia ancora lungi dal rappresentare una minaccia consistente per la crescita dell'export dei paesi dell'area della moneta unica.*

*L'euro forte non annichilirà le vendite all'estero ma potrà ulteriormente rafforzare la spinta alla ristrutturazione del sistema produttivo verso una migliore qualità. Misurare il miglioramento qualitativo non è cosa semplice anche perché la qualità è percepita soggettivamente dal consumatore. In termini generali, tuttavia, un indicatore indiretto del*

<sup>1</sup> Si veda P. d'Arvisenet, "Is the ECB really restrictive?", EcoWeek, BNP Paribas, 19 aprile 2007.

*riposizionamento su segmenti di prodotto di migliore qualità è fornito dalla diminuzione nel tempo del valore assunto dall'elasticità della quota di mercato in volume delle esportazioni rispetto al differenziale di prezzo rilevabile tra l'impresa esportatrice e i suoi concorrenti esteri. E' quanto sta accadendo in alcuni segmenti del made in Italy come indica un filone crescente di interessanti indagini<sup>2</sup>. E' quello che emerge anche dai dati mensili del commercio estero dell'Italia commentati all'interno di questo Focus che vedono in marzo le esportazioni italiane continuare a crescere con brio all'esterno dell'area dell'euro. Gli stessi numeri del commercio estero ci ricordano anche quanto l'apprezzamento dell'euro possa servire a contenere l'onere crescente della bolletta energetica. Nel corso del 2006 le importazioni di energia sono ammontate a 61,5 miliardi di euro con un incremento del 26% rispetto all'esborso del 2005.*

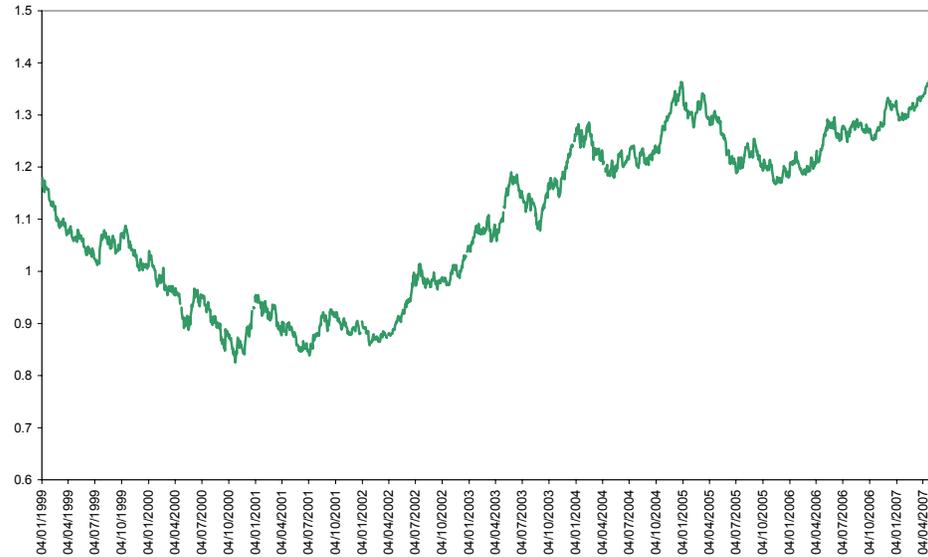
*Al di là di commerci ed energia, la questione dell'euro ha un correlato finanziario che merita attenzione. Sin dalla sua nascita (e, ancor prima, dai tempi della cosiddetta "convergenza") la moneta unica ha significato per paesi come l'Italia la possibilità di abbattere in maniera consistente il livello medio dei tassi di interesse. L'appartenere alla comune casa valutaria europea ha consentito di rimuovere il pingue premio al rischio che i tassi di interesse prima incorporavano a fronte della forte tendenza della lira ad oscillare e a svalutarsi. Guardando ai livelli reali (al netto degli incrementi del rilevante indice dei prezzi) i tassi di interesse medi sui prestiti bancari corrisposti in Italia dalle imprese non finanziarie sono scesi dal 10% di dieci anni fa a livelli attuali che si collocano intorno a 1 punto percentuale (v. fig. 4). Le imprese italiane hanno saputo approfittare della riduzione dei tassi per allungare la scadenza media dei propri debiti a vantaggio di una migliore capacità di sostenere gli investimenti. Analogamente, un cospicuo abbattimento degli oneri reali del debito è stato indotto dall'euro e dalla politica monetaria della BCE a beneficio delle famiglie italiane. La tendenza attuale dell'euro verso una moderata rivalutazione consentirà, ceteris paribus, alla Banca centrale europea di contenere ulteriormente il già cauto rialzo dei tassi. Avere un euro un po' più forte non è una iattura.*

Giovanni Ajassa

---

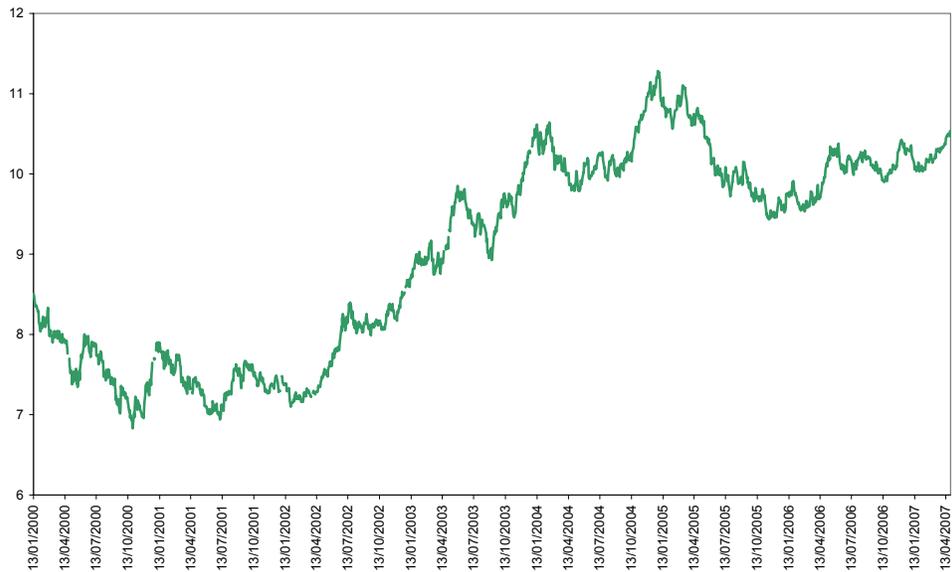
<sup>2</sup> Cfr. AA.VV., *L'export italiano alla sfida della qualità*, Fondazione Manlio Masi, Rubbettino, in corso di pubblicazione.

**Figura 1 – Tasso di cambio euro-dollaro**



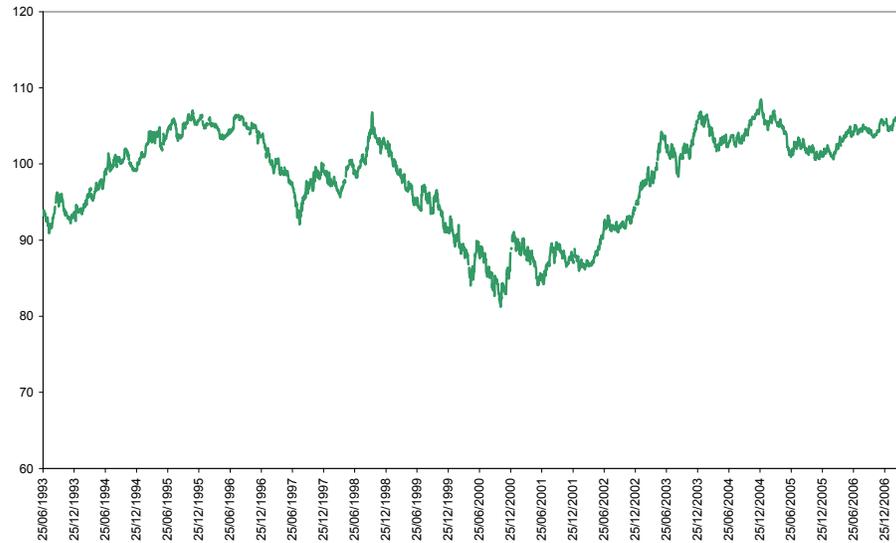
Fonte: BCE

**Figura 2 – Tasso di cambio euro-yuan renminbi**



Fonte: BCE

**Figura 3 – Tasso di cambio effettivo dell'euro**



Fonte: BCE

**Figura 4 – Tasso reale di interesse sui prestiti bancari**



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su Banca d'Italia e Istat

## Dare credito alle famiglie

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

**In Italia nei primi mesi del 2007 prosegue la crescita robusta delle principali variabili creditizie: la dinamica degli impieghi vivi si conferma a due cifre (+11,5% a febbraio) grazie alla vivacità dei finanziamenti erogati al comparto produttivo e al settore famiglie. La crescita della raccolta si mantiene stabile su valori elevati (+8,5% a/a a gennaio) trainata prevalentemente dalle obbligazioni bancarie (+12,3% a/a).**

**La composizione dell'attivo dei bilanci bancari italiani degli ultimi anni si è gradualmente modificata: i finanziamenti alle famiglie, che nel 1998 incidevano per il 25%, ora sono oltre il 30%. Malgrado l'aumento il rapporto tra i debiti finanziari e il reddito disponibile delle famiglie italiane rimane su livelli relativamente contenuti se confrontato con quello dei principali paesi.**

**Le famiglie italiane indebitate sono poco più di un quinto e hanno un indebitamento medio pari al 78% del reddito annuo. Esse inoltre sono piuttosto prudenti nell'assumere rischi: in caso di incertezze riguardo ai redditi futuri si astengono dal domandare prestiti.**

Le ultime indicazioni sulla crescita delle principali variabili bancarie confermano la robusta dinamica tendenziale degli impieghi bancari vivi (+11,5% a/a a febbraio) e della raccolta (+8,5% a gennaio), quest'ultima sostenuta soprattutto dall'andamento delle obbligazioni bancarie (+12,3% a/a).

Nel corso del 2006 la ripresa economica si è accompagnata a un andamento crescente della domanda di credito da parte del comparto produttivo (società non finanziarie e famiglie produttrici): dal novembre scorso l'incremento dei finanziamenti su base annua è a due cifre, tendenza che si è confermata anche nei primi mesi di quest'anno (+11,7% a febbraio).

Prosegue la fase di robusta espansione dei prestiti alle famiglie (+10,1% a/a), soprattutto sotto forma di mutui ipotecari e di credito al consumo su ritmi sensibilmente superiori a quanto avviene nell'area euro. In Italia a febbraio la crescita di entrambe le tipologie di finanziamento supera il 12%, mentre nell'area euro si ferma al 9,4% per i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni e al 6,5% per il credito al consumo.

La crescente importanza del credito alle famiglie in Italia è evidenziata dai cambiamenti che sono intervenuti nella composizione dell'attivo degli istituti di credito negli ultimi anni. La quota di prestiti destinata alle famiglie tra il 1998 e il 2006 è aumentata di 6 p.p. raggiungendo il 31% grazie a una crescita media annua dei finanziamenti dell'11%. Misurato rispetto al Pil il credito bancario alle famiglie, che nel 1998 era al 18%, ha raggiunto ora il 29%. L'accelerazione riflette l'aumento dei mutui ipotecari, che attualmente costituiscono oltre la metà del credito alle famiglie (57%) e circa il 17% del Pil.

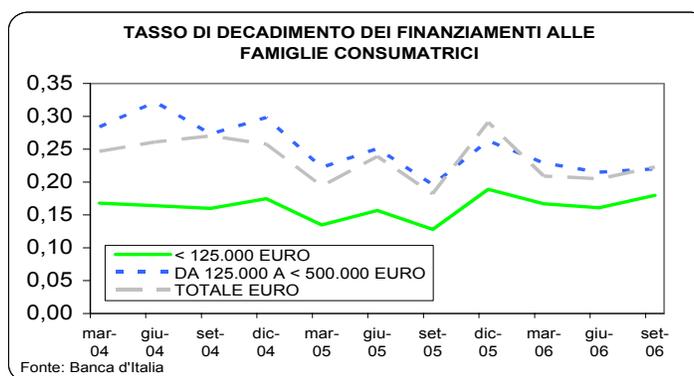
Negli anni più recenti diversi fattori hanno contribuito allo sviluppo dei finanziamenti al settore famiglie: dal lato dell'offerta un forte impulso è venuto dalla deregolamentazione dei mercati finanziari e dall'adozione di nuove tecnologie, elementi che hanno determinato una crescente concorrenza tra gli istituti di credito e una sensibile riduzione dei costi di transazione connessi alle operazioni di finanziamento. Questi fattori, uniti a un trend discendente dei tassi di interesse e a una maggiore propensione all'indebitamento da parte delle famiglie hanno incoraggiato la domanda di prestiti.

L'aumento dell'indebitamento dei nuclei familiari in Italia, come negli altri paesi europei, si colloca su livelli mai sperimentati in precedenza e stimola approfondimenti da parte delle autorità monetarie. Uno studio della Bce<sup>3</sup> relativo a sette paesi dell'area euro (circa il 70% dell'area in termini di popolazione) segnala che il più elevato livello di indebitamento delle famiglie ha posto il settore in una posizione finanziaria più rischiosa. Nel periodo considerato (1998-2004), l'aumento del reddito, principale risorsa in grado di attenuare il rischio di

<sup>3</sup> Laura Rinaldi, Alicia Sanchis-Arellano (gennaio 2006) "Household debt sustainability - What explains household non-performing loans? An empirical analysis", *Bce Working paper series*, n. 570.

insolvenza, è stato inferiore alla crescita dell'indebitamento. Va comunque specificato che ampie differenze caratterizzano la situazione finanziaria delle famiglie dei diversi paesi osservati.

Il caso italiano è in effetti lontano da questo scenario. In una recente graduatoria Ocse (riferita al 2005) i nuclei familiari italiani risultano avere, rispetto al reddito disponibile, il più basso livello di passività e il maggiore livello di ricchezza netta (936%). Inoltre, malgrado il rapido evolversi dell'esposizione debitoria il rapporto tra le nuove sofferenze rispetto alle consistenze degli impieghi<sup>4</sup> delle famiglie consumatrici è cresciuto nel tempo in misura moderata. Un lieve innalzamento di questo indicatore si è infatti manifestato a partire dall'ultimo trimestre del 2005, in concomitanza con l'avvio della fase di aumento dei tassi di interesse; è poi tornato su livelli più contenuti, anche se superiori a quelli di fine 2005. Le indicazioni provenienti dall'ultima rilevazione denotano una qualità del credito al settore famiglie relativamente elevata (tasso di decadimento pari a 0,18% e 0,22% a settembre per fido utilizzato rispettivamente fino a €125mila e tra €125mila e €250mila).

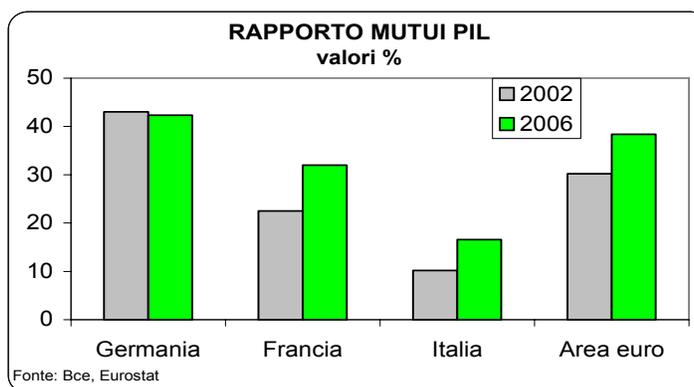


L'ultima indagine (riferita al 2004) condotta dalla Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane ha rilevato che quelle indebitate sono poco più di un quinto (21,8%), con un indebitamento medio pari al 78% del reddito annuale. Si tratta tuttavia, di famiglie prevalentemente appartenenti alle classi di reddito più elevate (superiore alla media del campione). Anche rispetto alla ricchezza complessiva le passività sono in media poco più del 10%, e raggiungono il 25% solo per i redditi più bassi (fino a €15.800). In Italia, tuttavia, l'entità del patrimonio sembra non essere tanto importante quanto il reddito<sup>5</sup> sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. Anzi, una mancata certezza sulla capacità di reddito futura agisce da freno già sulla domanda di credito portando le famiglie ad assumere profili prudenti di rischio.

In Italia, come in altri paesi, le famiglie si indebitano prevalentemente per l'acquisto di una abitazione: lo stock dei mutui in essere nel nostro paese ha raggiunto i €250 mld. (febbraio '07), un volume ancora contenuto rispetto ai principali partner europei. L'ammontare dei prestiti ipotecari erogato in Italia è pari a circa 1/4 delle consistenze della Germania (972 mld.) e la metà di quelle della Francia (580 mld.). Nonostante il protrarsi di tassi di crescita a due cifre, l'incidenza dei mutui italiani sul totale delle erogazioni dell'area euro è ancora limitata al 7,7% (era il 6% nel 2002).

<sup>4</sup> La Banca d'Italia definisce tale rapporto "tasso di decadimento".

<sup>5</sup> Silvia Magri (ottobre 2002), "Italian households' debt: determinants of demand and supply", *Banca d'Italia Temi di discussione*, n. 454



Oltre alla lunga stagione della rivalutazione del prezzo degli immobili in Italia (circa dieci anni) e a tassi di interesse sui mutui ipotecari passati dal 15% alla fine degli anni novanta all'attuale 5% circa, a influire sulla richiesta di prestiti ipotecari s'è aggiunto un mercato degli affitti limitato e con costi elevati (+112% nel periodo 1999-2006). Negli ultimi cinque anni, secondo il Censis<sup>6</sup>, alla già elevata percentuale di famiglie italiane proprietarie della casa di abitazione se ne sono aggiunte ancora 3 milioni, un numero che ha determinato un record nelle compravendite e che si può ipotizzare abbia generato un volume consistente di prestiti ipotecari considerato che circa il 58% degli acquisti sono effettuati grazie all'accensione di un mutuo.

In effetti, nel patrimonio delle famiglie italiane la componente immobiliare è sempre stata l'asset principale (costituiva poco più della metà della ricchezza complessiva alla metà degli anni sessanta mentre è arrivata ora a rappresentare oltre i due terzi). Nel 2005 l'incidenza dello stock dei mutui (€217 mld.) sulla ricchezza immobiliare delle famiglie italiane (€5.193 mld.<sup>7</sup>) era appena al 4,2%.

<sup>6</sup> Indagine Censis- Sunia-Cgil (4 aprile 2007) sulle famiglie in affitto, "Vivere in affitto".

<sup>7</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 e aggiornamenti basati su dati Bce.

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

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

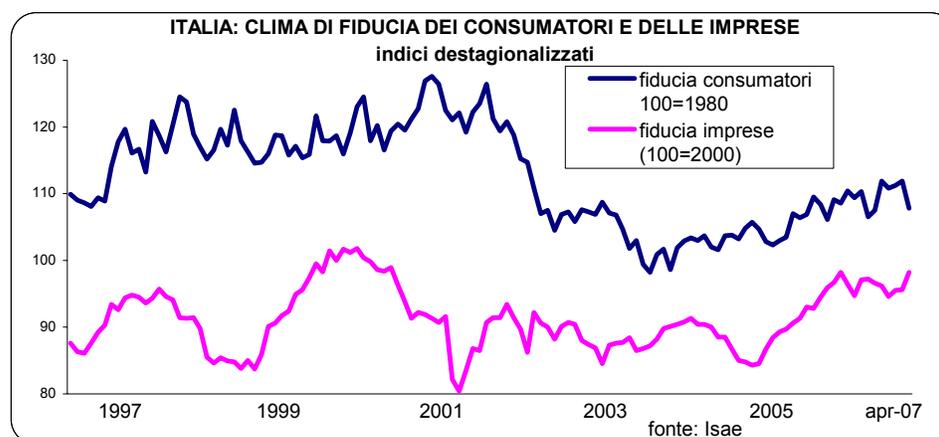
Ad aprile, l'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'Isae sale oltre le aspettative, spinto soprattutto dai giudizi favorevoli sullo stato della domanda; cala invece il clima dei consumatori, posizionandosi ai minimi da circa un anno.

A febbraio 2007, i flussi delle esportazioni hanno mostrato, per il quarto mese consecutivo, un maggior vigore rispetto a quelli dell'import. Il saldo è risultato negativo, ma inferiore a quello di un anno prima. Al netto dell'energia il surplus relativo al primo bimestre dell'anno in corso è stato di circa 2 miliardi di euro. Sul buon andamento delle esportazioni italiane ha influito soprattutto la performance sui mercati UE, dove l'incremento delle vendite supera da oltre un semestre quello degli acquisti.

A marzo, l'export avanza decisamente anche nei mercati extra-Ue. Nel primo trimestre del 2007, gli aumenti più consistenti si sono avuti per le vendite verso la Russia, i paesi OPEC e la Cina. Tre mercati, Russia, Turchia e Cina, mostrano una spiccata dinamica crescente. In due anni, la loro quota cumulata sul totale dell'export italiano, è passata dal 5% al 6,5% circa.

### Ad aprile sale la fiducia delle imprese, cala quella dei consumatori

Ad aprile, l'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'Isae cresce oltre le aspettative (98,2 da 95,6 di marzo), portandosi ai massimi da inizio 2001. L'aumento è dovuto principalmente a giudizi più favorevoli sullo stato attuale della domanda, cui si accompagnano un lieve ridimensionamento delle scorte di magazzino e una risalita delle attese di produzione. Gli intervistati appaiono più ottimisti anche sulle prospettive a breve di ordini e occupazione.

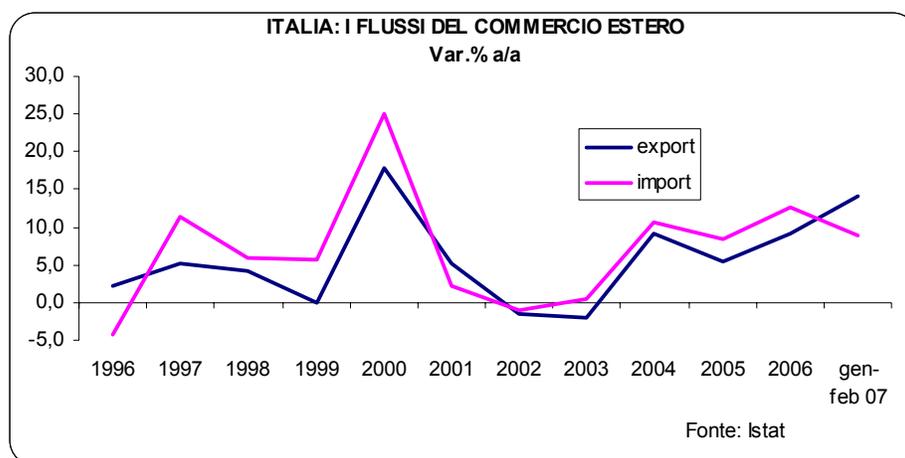


Il clima di fiducia dei consumatori subisce invece un sensibile calo, posizionandosi a 107,8 da 112,6 di marzo, ai minimi da circa un anno. La flessione dell'indice è diffuso a tutte le componenti dello stesso, ma è particolarmente intenso per le valutazioni sulla possibilità delle famiglie di effettuare risparmi. Scendono anche gli indicatori relativi al quadro economico generale e alle prospettive future. I consumatori intervistati segnalano inoltre una ripresa della dinamica inflazionistica corrente. Si riducono le intenzioni di acquisto dell'auto, mentre restano stazionarie quelle sull'acquisto o la manutenzione della casa. Il calo della fiducia, comune a tutto il territorio nazionale, risulta più marcato nel Centro-Sud rispetto al Nord del paese.

## Commercio con l'estero: avanza l'export, cala il deficit

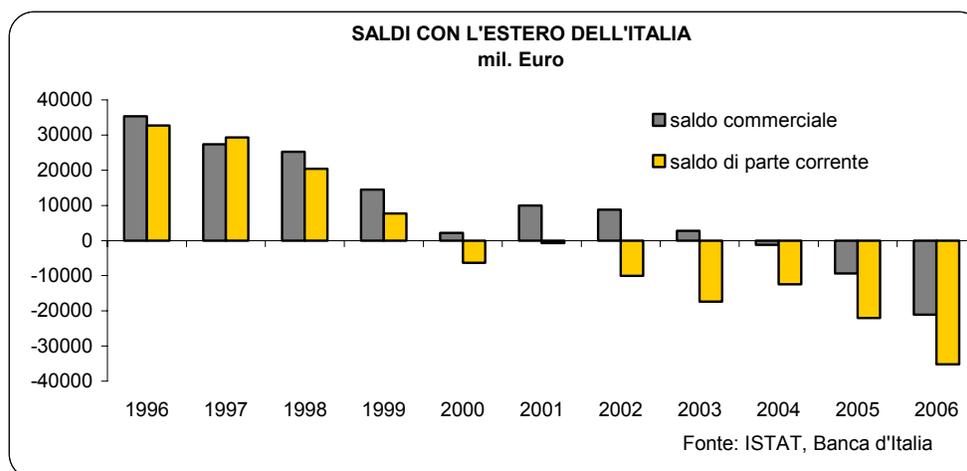
A febbraio è proseguita, per il quarto mese consecutivo, una dinamica tendenziale delle esportazioni (+12,9%) superiore a quella delle importazioni (+7,4%). Il saldo è stato negativo per poco più di 1,8 miliardi di euro contro un deficit di circa 3 miliardi di un anno prima. Le esportazioni hanno segnato un andamento positivo in tutte le principali tipologie di beni. Gli incrementi più elevati si sono avuti nel comparto dell'energia (+23,9%), dei prodotti intermedi (+14%) e dei beni strumentali (+17,3%). Tra le importazioni, gli aumenti più sostenuti si sono avuti per i beni intermedi (+21,2%) e quelli strumentali (+13,3%). Per l'energia, la variazione è stata negativa (-11,9%). Migliora dunque il saldo energetico, con il petrolio e il gas naturale divenuti meno determinanti. Le importazioni di greggio sono diminuite a febbraio del 10,7% e quelle di metano del 4,2%.

Nel primo bimestre 2007, l'incremento dell'export ha sfiorato il 13%, a fronte di un aumento delle importazioni del 9%. Il saldo è stato negativo per poco più di 5,5 miliardi di euro, contro gli oltre 7 miliardi dei primi due mesi del 2006. Al netto dell'energia il surplus è stato pari a circa 2 miliardi di euro, di poco superiore a quello del corrispondente periodo del 2006.



Il recupero dei flussi del commercio estero dell'Italia, dopo la stasi del biennio 2002-03, si è andato rafforzando soprattutto a partire dalla seconda metà del 2005, coincidendo con l'avvio della ripresa del ciclo dell'economia italiana. Come si vede dal grafico, negli ultimi mesi la dinamica dell'export ha sopravanzato, per la prima volta dal 2001, quella delle importazioni. Se questa tendenza dovesse proseguire, il saldo estero netto potrebbe fornire un contributo piuttosto cospicuo alla crescita del 2007.

Nei primi due mesi del 2007, si sono registrati aumenti generalizzati delle esportazioni in ogni settore; i più elevati riguardano i prodotti petroliferi raffinati (+32% circa), i metalli e prodotti in metallo (+31,4%), le macchine e apparecchi meccanici (+16,6%) e i mezzi di trasporto (+15,9%). Per le importazioni, le variazioni positive maggiori si riferiscono ai metalli e prodotti in metallo (+46,7%) e alle macchine e apparecchi meccanici (+26,4%). Questo settore ha evidenziato il saldo attivo più elevato dell'industria manifatturiera: poco più di 6 miliardi di euro. Il surplus del tessile-abbigliamento ha superato abbondantemente il miliardo di euro.



La riduzione del deficit commerciale registrata nei primi mesi dell'anno in corso potrebbe proseguire nei mesi a venire, soprattutto in presenza di una riduzione dei prezzi del greggio. Il saldo commerciale nel 2007, pur restando negativo, potrebbe così riportarsi vicino ai livelli di due anni prima. Anche il disavanzo corrente, che nel 2006 è salito ad oltre 35 miliardi di euro, riflettendo soprattutto l'ampliamento del deficit energetico nella bilancia commerciale, potrebbe di nuovo posizionarsi al di sotto della soglia del 2% del Pil.

Sul positivo andamento delle esportazioni italiane ha influito soprattutto la buona performance sui mercati Ue, dove, da oltre un semestre, le esportazioni crescono più delle importazioni: a febbraio, +12,1% e +9,9%, rispettivamente. Il saldo risulta di poco negativo, ma assai inferiore a quello dello stesso mese del 2006. Nel primo bimestre dell'anno in corso, gli scambi commerciali con i paesi Ue hanno registrato un surplus di 530 milioni di euro. L'export ha mostrato incrementi a due cifre per quasi tutti i principali partner dell'Italia. Spiccano Germania (+13,4%), Spagna (+23,2%) e Belgio (+22,2%). I saldi positivi maggiori si sono avuti per la Spagna (1,9 mld. di euro), la Francia e il Regno Unito (1,1 mld. per entrambi).

Sempre nei primi due mesi del 2007, si sono registrati aumenti tendenziali delle vendite verso i paesi Ue in tutti i settori, ad eccezione del tessile-abbigliamento, che ha segnato una crescita zero. Il surplus più consistente si è avuto nel comparto delle macchine e apparecchi meccanici (oltre 2,6 miliardi di euro). Il deficit più ampio è stato invece raggiunto dal settore dei mezzi di trasporto (poco meno di 2 miliardi di euro).

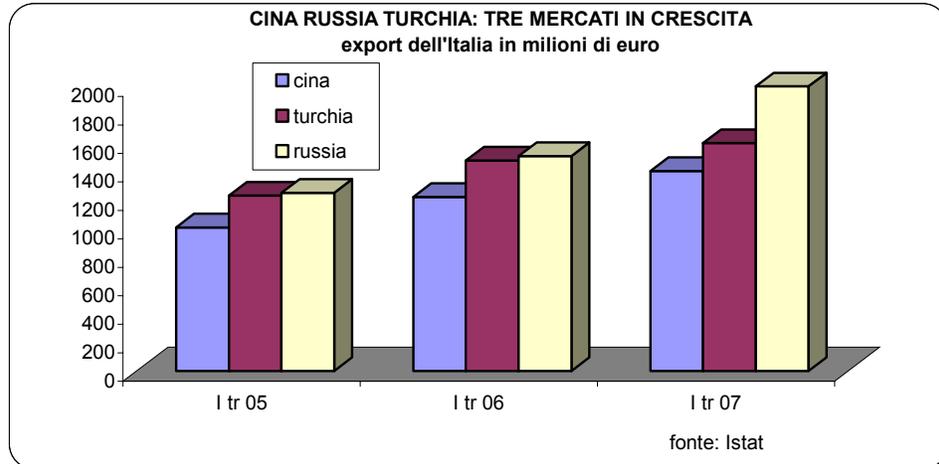
### In crescita le vendite dei nostri prodotti verso Russia Cina e Turchia

Anche a marzo 2007, la dinamica tendenziale delle esportazioni verso i paesi extra-Ue è risultata superiore a quella delle importazioni: +10% e +4,5% rispettivamente. Il saldo commerciale è stato negativo per 860 milioni di euro, poco più della metà di quello registrato a marzo dello scorso anno. Nel primo trimestre di quest'anno, il saldo è negativo per poco meno di 7 miliardi di euro, contro un deficit di 7,7 miliardi del corrispondente periodo del 2006.

Sempre nei primi tre mesi del 2007, le esportazioni sono aumentate verso tutti i paesi ed aree geo-economiche, ad eccezione degli Usa (-6,8%). Gli aumenti più consistenti si sono avuti verso la Russia (+32,4%), i paesi OPEC (+16,9%), la Cina (+14,9%) e la Turchia (+8,3%). Un buon risultato è stato ottenuto anche

dalle vendite dirette in Giappone. Per le importazioni, gli incrementi più consistenti restano quelli relativi alla Cina (+32,4%). Il surplus più elevato in assoluto si è avuto con gli Usa (2,8 miliardi di euro circa), mentre i disavanzi più ampi si sono osservati per i paesi OPEC (-4,3 miliardi), la Cina (-4 miliardi) e la Russia (-1,8 miliardi).

Cina e Russia, insieme alla Turchia, costituiscono peraltro tre mercati in decisa crescita per la vendita dei nostri prodotti. La quota di export verso questi paesi sul totale, relativa al primo trimestre del 2007, sfiora il 6,5%; era di poco inferiore al 5% nello stesso periodo del 2005.



## Tassi & cambi nel mondo

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

In attesa di conoscere il Pil del I trimestre 2007, i dati economici dell'ultima settimana non hanno modificato il quadro congiunturale statunitense indirizzato già da tempo verso una moderazione della crescita.

Il tono del Beige book, diffuso dalla Fed in preparazione per la riunione FOMC del 9 maggio, è stato complessivamente rassicurante: crescita modesta e prezzi stabili. Nei vari settori si rileva una buona dinamica delle vendite al dettaglio, debolezza del manifatturiero, e crescita nei servizi, soprattutto quelli destinati alle imprese. La dinamica del credito mostra segni di rallentamento. Il rapporto indica alcune tensioni sul mercato del lavoro ma con una crescita dei salari che resta contenuta.

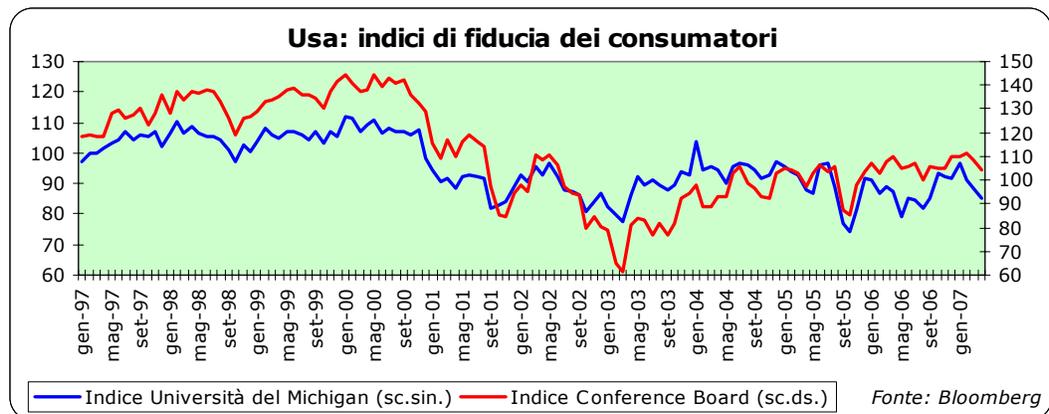
Nel Regno Unito si profila uno scenario caratterizzato da moderata decelerazione della crescita nel 2007 e da rischi ancora verso l'alto dell'inflazione. La stima preliminare del Pil indica per il primo trimestre dell'anno una crescita pari a 0,7% (2,8% su base annua), mentre nel mese di marzo i prezzi al consumo sono cresciuti del 3,1% dal 2,8% del mese precedente. Alla luce delle recenti indicazioni di mercato e dalla lettura delle minute dell'ultimo meeting monetario, appare probabile una rialzo dei tassi di 25 pb dall'attuale 5,25% il prossimo maggio, cui potrebbe fare seguito un periodo di stabilità.

### Stati Uniti: calano gli indici di fiducia ma è positivo il tono del Beige book

I dati economici dell'ultima settimana non hanno modificato il quadro congiunturale statunitense indirizzato già da tempo verso una moderazione della crescita.

L'indice di fiducia dei consumatori del Conference Board segnala in aprile una contrazione a 104,0 da 108,2 del mese precedente, confermando le indicazioni già fornite dall'indice di fiducia dell'Università del Michigan. L'indice ha mostrato un arretramento sia nella componente delle aspettative sia in quella relativa alla situazione economica corrente. Il valore assoluto rimane tuttavia ancora al di sopra della media di lungo periodo (97,5).

Gli ordini di beni durevoli hanno evidenziato, nel mese di marzo, un rialzo del 3,4% dal 2,4% del mese precedente. Il dato risente come di consueto dell'andamento del settore aeronautico che presenta un'elevata volatilità e che nel mese di marzo ha fornito un contributo rilevante. Al netto del settore dei trasporti l'indice è salito dell'1,5%. Nonostante il risultato positivo del mese, gli ordini nel primo trimestre del 2007 sono diminuiti rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno del 13,2% annualizzato che fa seguito ad un'altra variazione negativa nel quarto trimestre del 2006



Il settore residenziale appare ancora in difficoltà anche se il dato di marzo sulla vendita di nuove case ha fatto registrare un incremento del 2,6% dopo due valori negativi nei mesi

precedenti. L'indice del mercato immobiliare (HMI), calcolato dalla "National Association of Home Builders" ha mostrato un arretramento nel mese di aprile raggiungendo quota 33. Nei primi quattro mesi dell'anno il valore medio è stato pari a 35,7, ben lontano dalla media del biennio 2004-05 (67,6), ma anche da quella del 2006 (42) che già scontava gli effetti legati alle difficoltà del mercato.

Interessanti indicazioni emergono dalla lettura del Beige book, il consueto rapporto elaborato dalla Federal Reserve sullo stato di salute dell'economia statunitense, in base alle rilevazioni compiute nei 12 distretti federali.

Il rapporto mette in evidenza alcuni segnali di debolezza, ma non tali da destare preoccupazioni circa l'evoluzione dello scenario economico del paese. In particolare viene posto l'accento su come alcune aree stiano attraversando una fase di rallentamento dell'attività manifatturiera, compensata però dal buon andamento delle vendite al dettaglio, che conferma uno scenario ancora positivo. Qualche timore viene invece palesato in riferimento al mercato del lavoro, che segnala una stretta in alcune aree, anche se al momento non sembra presentare segni di un rallentamento significativo in un contesto caratterizzato da incrementi salariali ancora modesti.

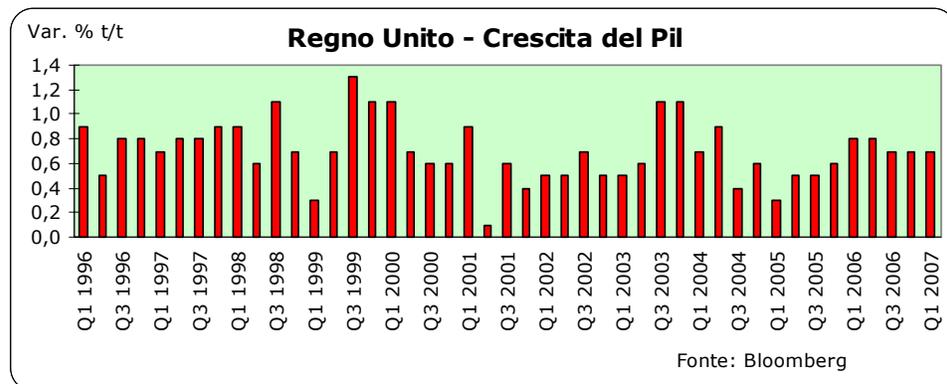
Sul fronte dell'inflazione è stato riscontrato un andamento dei prezzi al consumo generalmente stabile, o con incrementi piuttosto modesti, sebbene in alcune aree sia stato rilevato un aumento dei prezzi alla produzione. Se da una parte sono in ascesa i costi del carburante e dell'energia, dall'altra non mancano alcune tensioni sui prezzi all'importazione delle materie prime, circostanza ascrivibile in buona misura alla debolezza del dollaro nei confronti delle altre valute.

Segnali di debolezza ancora per il comparto residenziale, con un calo dell'edilizia e una poco vivace attività per gli affitti residenziali. Anche sul fronte dei mutui la domanda appare sostanzialmente stabile e in alcuni casi in frenata per i finanziamenti destinati all'acquisto di abitazioni, a fronte però di un incremento di quelli per i locali commerciali e il credito industriale.

Nel complesso il Beige book non ha restituito un quadro allarmante per l'economia americana, anche se di fatto il rapporto non presenta particolari novità rispetto alle letture precedenti. Restano dunque aperti gli interrogativi circa le prospettive dell'attività economica nei mesi a venire da cui dipenderanno in buona parte anche le scelte di politica monetaria. Utili informazioni in questo senso potranno essere fornite dalla lettura preliminare del Pil del primo trimestre che verrà diffusa nel pomeriggio di oggi.

### Regno Unito: buona la crescita economica, permangono timori inflazionistici

Nel Regno Unito, i dati economici più recenti appaiono coerenti con uno scenario di moderata decelerazione della crescita nel 2007 e di rischi ancora verso l'alto dell'inflazione.



La stima preliminare del Pil indica per il primo trimestre dell'anno una crescita dello 0,7%, invariata rispetto a quella dei due trimestri precedenti. Su base annua la variazione è pari al 2,8% dal 3,0% del quarto trimestre 2006. La debolezza della produzione manifatturiera è

stata compensata da una forte ripresa nella produzione di energia: nel complesso la produzione industriale è rimasta stagnante. Il settore trainante della crescita è rimasto quello dei servizi (+0,8% t/t), continua inoltre il buon andamento del comparto relativo a trasporti e telecomunicazioni e di quello dei servizi finanziari.

Le indicazioni relative agli indici PMI descrivono ancora una fase espansiva dell'attività, con una tendenza alla decelerazione più accentuata nel settore manifatturiero, dove l'indice in marzo è sceso a 54,4 da 55,4. Il PMI dei servizi, di contro, ha mostrato una stabilizzazione (57,6 da 57,4), dopo la discesa degli ultimi due mesi.

L'indebolimento del manifatturiero emerge anche dai dati reali: la produzione del settore è scesa a febbraio dello 0,6%, tuttavia l'indagine trimestrale del settore (CBI) continua a delineare uno scenario favorevole. Nonostante una crescita della produzione inferiore rispetto a gennaio, l'indagine evidenzia come la componente delle aspettative abbia raggiunto il valore più elevato degli ultimi due anni. Permangono tuttavia alcuni segnali di attenuazione delle condizioni di mercato: in particolare viene posto l'accento sul rallentamento nella dinamica degli ordini per effetto di una minore domanda internazionale.

I dati sui consumi continuano ad essere volatili, ma non emergono per il momento segnali di un ridimensionamento significativo. Le vendite al dettaglio sono aumentate solo dello 0,3% a marzo e il tasso di variazione a tre mesi è passato dall'1,2% di febbraio allo 0,4%. L'ufficio di statistica ha precisato nel comunicato che il tasso di crescita annuale (4,8%) rimane comunque solido. Il rallentamento degli ultimi mesi può essere spiegato con l'effetto congiunto del rialzo dei tassi di interesse e quello del prezzo dell'energia.

La domanda interna è finora rimasta solida, ma occorrerà verificare l'evoluzione di alcune variabili di mercato. La spesa per consumi al momento è stata sostenuta da condizioni favorevoli del mercato del lavoro che potrebbero attenuarsi nei mesi a venire sulla scorta del rallentamento atteso della crescita economica. Potrebbe inoltre pesare sui consumi delle famiglie l'aggravio dei costi per i mutui immobiliari a tasso variabile dovuti all'aumento dei tassi. Le attese di una possibile ulteriore manovra al rialzo dei tassi il prossimo maggio potrebbe rallentare il vigore del mercato immobiliare.

Sul fronte dei prezzi non si attenuano i segnali di attenzione. Nel mese di marzo i prezzi al consumo hanno superato la barriera del 3% (3,1% su base annua dal 2,8% del mese precedente per effetto soprattutto di pressioni sui prezzi legate all'andamento dei settori alimentare ed energia. Il Comitato di politica monetaria della Bank of England da inizio anno ha aumentato i tassi complessivamente di 75 pb, lasciandoli invariati al 5,25% all'ultimo meeting monetario di aprile con l'idea di valutare se la dinamica dei prezzi fosse sostenuta da fattori temporanei. La diffusione delle minute dell'ultima riunione ha evidenziato che due membri su nove del Comitato erano favorevoli a un rialzo già ad aprile e che comunque il rischio di pressioni sui prezzi rimane elevato. Alla luce delle recenti indicazioni di mercato appare probabile una manovra il prossimo maggio, cui potrebbe seguire un periodo di stabilità per verificare gli effetti dei precedenti interventi. Nei mesi a venire inoltre le tensioni inflazionistiche potrebbero essere allentate da effetti-base favorevoli rispetto all'anno precedente dovuti all'andamento dei prezzi dell'energia, alla diminuzione annunciata del prezzo del gas e a una crescita economica meno sostenuta.

	II trim 06	III trim 06	IV trim 06	I trim 07	19/04/2007	26/04/2007
<b>Tassi di cambio</b>						
yen-dollaro	114	118	119	118	118,4	119,5
dollaro-euro	1,28	1,27	1,32	1,33	1,360	1,359
yen-euro	146	149	157	157	160,1	162,3
sterlina-euro	0,69	0,68	0,67	0,68	0,679	0,682
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>						
dollaro	5,48	5,37	5,36	5,35	5,36	5,35
euro	3,06	3,42	3,73	3,92	3,98	4,00
yen	0,36	0,43	0,57	0,67	0,66	0,67
sterlina	4,75	5,07	5,32	5,62	5,67	5,70
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>						
Stati Uniti	5,15	4,63	4,70	4,65	4,67	4,68
Germania	4,07	3,71	3,96	4,06	4,19	4,21
Giappone	1,93	1,68	1,69	1,65	1,68	1,65
Italia	4,37	4,00	4,22	4,27	4,39	4,41
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,74	4,96	5,06	5,08

Fonte: Datastream, dati di fine periodo

## Le previsioni sui prezzi

<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	103,4	104,0	104,4	104,6	104,4	104,6	104,7	104,8	104,7	105,0	104,1
<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	0,7	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2
<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	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	1,9	1,8	1,9
<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	103,5	104,3	104,5	104,5	104,3	104,0	104,6	105,1	105,2	105,2	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	1,2	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	2,1	2,0	1,9	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9	1,9	1,8	1,9
<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	1,7	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