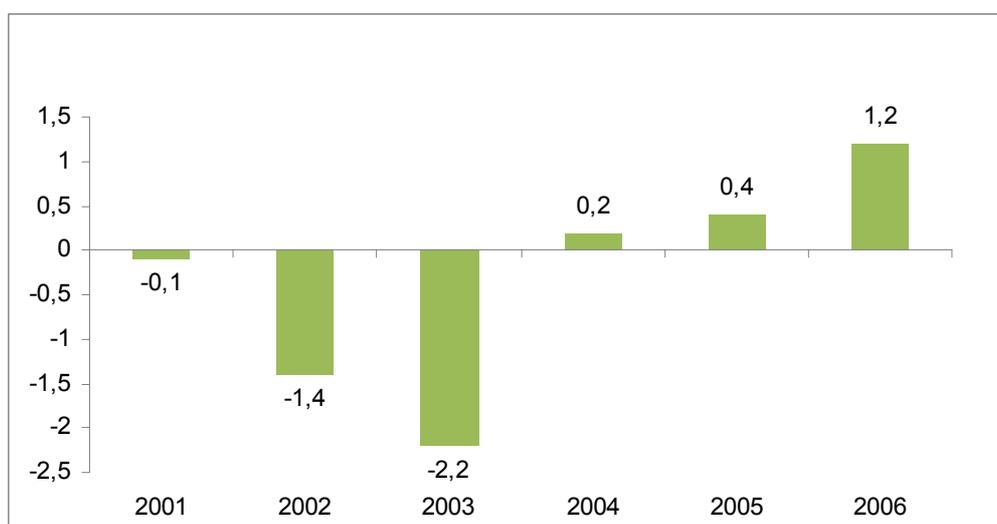


Italia: produttività del lavoro nell'industria (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

Editoriale - I dati diffusi oggi dall'ISTAT confermano **la crescita del PIL italiano** nel primo trimestre seppur ad un ritmo più lento di quanto registrato negli ultimi tre mesi del 2006. Un miglioramento duraturo della crescita è necessario all'Italia per prepararsi a fronteggiare le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione che, nel nostro paese come presso le altre maggiori economie europee, produrranno un calo del saggio potenziale di sviluppo dell'ordine dello 0,5% l'anno a partire dal prossimo decennio. I segni di rilancio della produttività del lavoro nel settore industriale sono incoraggianti. Ma, per aumentare la capacità potenziale di espansione del PIL, un contributo essenziale è atteso dagli effetti benefici che una maggiore concorrenza potrà generare nel settore dei servizi.

Pag. 4 - Dopo l'aumento del tasso di rifinanziamento al 4% **la politica monetaria della BCE** rimane "ancora piuttosto accomodante" ma i livelli raggiunti dai tassi non vengono più definiti come "moderati". L'analisi dello "statement" della Banca centrale europea e la previsione del futuro andamento dell'attività economica nell'area dell'euro indicano la possibilità di un ulteriore aumento che potrebbe portare a compimento la fase di correzione della politica monetaria.

22

2007

8 giugno 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.

Editoriale: crescita potenziale

Italia: produttività del lavoro nell'industria (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

L'Italia è tornata a crescere. E' una buona notizia, per la congiuntura del 2007 e soprattutto per il futuro a medio termine della nostra economia. Come altri paesi, nei decenni a venire l'Italia avrà a che fare con il processo di invecchiamento della propria popolazione. Nel 2005 c'erano 42 ultrasessantenni per ogni 100 italiani in età lavorativa. Nel 2020 ce ne saranno 53. A parità di altre condizioni, entro il 2020 l'effetto dell'invecchiamento sarà quello di ridurre di mezzo punto percentuale all'anno la crescita potenziale. La stima, compiuta per la media dei paesi di più antica industrializzazione, è riportata in un recente lavoro di Philippe d'Arvisenet, capo economista di BNP Paribas¹. Per l'Italia mezzo punto percentuale di PIL non è poco. Basti ricordare come tra il 2002 e il 2005, prima della ripresa del 2006, la crescita complessiva del nostro paese non riuscì a superare il mezzo punto percentuale in media. Se invece che nel 2002-2005 ci fossimo trovati nel 2020, a parità di altre condizioni il rischio sarebbe stato quello di scivolare dalla stagnazione alla recessione.

La ricetta elaborata dagli economisti per contrastare gli effetti dell'invecchiamento sulla crescita potenziale è la medesima: innalzare la frontiera dello sviluppo attraverso una maggiore concorrenza. A livello di imprese la pressione da parte di nuovi concorrenti stimola l'innovazione. Negli Stati Uniti, ad esempio, metà dei nuovi farmaci è prodotta da giovani imprese con meno di 10 anni di vita. In Europa la proporzione scende al 10 per cento. In Italia la ripresa della produttività del lavoro nel comparto della cosiddetta "industria in senso stretto" indica come l'esposizione alla concorrenza internazionale costituisca un pungolo per il rilancio del nostro potenziale di sviluppo nel medio lungo termine. Nei vent'anni compresi

¹ Cfr. Philippe d'Arvisenet, "France's growth potential", *EcoWeek*, BNP Paribas, 1 giugno 2007.

tra il 1981 e il 2001 la produttività del lavoro dell'industria italiana cresceva ad un ritmo annuo del 2 per cento. Tra il 2001 e il 2005 è calata dello 0,7 per cento l'anno. Nel 2006, grazie ad un processo virtuoso di trasformazione che comincia ora a rendersi pienamente visibile, la produttività del lavoro è tornata a crescere di oltre 1 punto percentuale.

La ristrutturazione delle imprese esposte al vento benefico della concorrenza internazionale passa attraverso le persone. Alcuni dati della Relazione annuale della Banca d'Italia sono di grande interesse. E' in corso un significativo ricambio generazionale. Nelle imprese industriali con oltre 50 addetti la quota di imprenditori con età compresa tra i 35 e i 55 anni è aumentata dal 29,1 per cento del 2002 al 43,9 per cento del 2006. Cresce la qualità del capitale umano utilizzato dalle aziende. Nelle imprese industriali con almeno 50 addetti l'incidenza del personale laureato è salita dal 6,9 per cento del 2000 al 9,5 per cento del 2006. Aumenta la diffusione di sistemi informatizzati di gestione delle risorse aziendali – i cosiddetti ERP – oggi utilizzati da oltre un'impresa italiana su tre nel segmento delle aziende medie e grandi. Sono segnali incoraggianti.

Per far crescere il prodotto potenziale le imprese e i lavoratori dell'industria, però, non bastano. C'è una porzione della produttività di un paese che non deriva né dal capitale né dal lavoro, ma dipende dalle condizioni di contorno. Parliamo di istruzione, di infrastrutture, di trasporti, di energia, della qualità e dei costi dei servizi che sono di supporto alla produzione. Un'automobile può tornare a correre perché il motore ha recuperato efficienza e spinge più che nel passato. Ma, se la strada rimane piena di buche e c'è il rischio di un imprevisto ad ogni incrocio, la velocità di crociera rimarrà bassa.

Le analisi condotte dall'OCSE, dalla BCE e dalla Banca d'Italia convergono nel sostenere come un aumento della concorrenza nel settore dei servizi tenda a tradursi in un miglioramento della produttività delle economie europee². La riduzione delle misure di regolamentazione agevola l'abbassamento dei costi sopportati dalle imprese e dai consumatori. Consistenti progressi in questa direzione si rilevano nel commercio al dettaglio. Il processo di liberalizzazione tarda, invece, a consolidarsi nel caso dei servizi professionali il cui grado di regolamentazione è addirittura cresciuto tra il 1996 e il 2003 nella metà dei paesi dell'Area euro, Italia compresa. Nel nostro paese consistenti contributi alla crescita della produttività sono attesi dal comparto dei servizi di pubblica utilità e dall'amministrazione della giustizia civile. Come è ricordato dalla Relazione Annuale della Banca d'Italia, sono ben 918 i giorni necessari in Italia per la conclusione di un procedimento civile di primo grado e 1.185 le giornate mediamente occorrenti per chiudere un appello. Il mercato è anche questo. Il rilancio della crescita potenziale dell'Italia passa attraverso le fabbriche, le banche e i laboratori, ma pure gli studi professionali, le scuole e i tribunali.

Giovanni Ajassa

² Si veda BCE, "Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, maggio 2007, pp. 77-91.

Area dell'euro: quali prospettive per il Pil nel secondo trimestre dell'anno?

C. De Lucia +33(0)1 42982762 – clemente.delucia@bnpparibas.com

Come largamente atteso, nel corso della riunione del Consiglio direttivo del 6 giugno, la Bce ha alzato il tasso refi al 4%. La politica monetaria è "ancora piuttosto accomodante", ma i tassi d'interesse non sono stati più definiti come "moderati". Il messaggio che se ne ricava è che il ciclo di restrizione monetaria non ha ancora raggiunto il suo fine, ma potrebbe essere vicino al suo picco.

Nel primo trimestre del 2007, il Pil dell'eurozona è cresciuto dello 0,6% t/t, un tasso più alto rispetto a quanto precedentemente atteso, grazie principalmente alla buona performance degli investimenti. Per il secondo trimestre l'indicatore avanzato BNP Paribas prevede un tasso di crescita dello 0,6% t/t.

La Bce porta il tasso refi al 4%, ma il picco non è ancora raggiunto

Come largamente atteso, nel corso della riunione del Consiglio direttivo del 6 giugno, la Bce ha alzato il tasso refi al 4%. L'attenzione degli operatori era principalmente focalizzata sul "linguaggio in codice", che il Presidente Trichet avrebbe utilizzato. Con i tassi al 4% avrebbe la Bce ancora detto che la politica monetaria "continuava ad essere piuttosto accomodante" ed i "tassi d'interesse moderati"? Oppure avrebbe adottato un nuovo codice? Il Consiglio ha optato per utilizzare lo stesso tipo di linguaggio per comunicare agli operatori le sue decisioni, ma con alcune importanti varianti.

La politica monetaria è "ancora piuttosto accomodante" (che tra le righe potrebbe essere letta come non lo sarà ancora per lungo tempo) ma i tassi d'interesse non sono più definiti come moderati (il riferimento ai tassi d'interesse è stato eliminato dal discorso). Il messaggio che se ne ricava è che il ciclo di restrizione monetaria non ha ancora raggiunto il suo fine, ma potrebbe essere vicino al suo picco; i tassi d'interesse hanno fatto un importante passo verso la zona di neutralità.

Secondo la Bce il tasso di crescita potenziale della zona euro si aggira intorno al 2,25%. Con un tasso di inflazione vicina ma al di sotto del 2% (compreso ad esempio tra 1,75-2%) si può ricavare un intervallo per il tasso d'interesse nominale neutro tra 4-4,25%.

La cautela nelle decisioni di politica monetaria è tanto più elevata tanto più i tassi sono prossimi alla zona di neutralità. Ad esempio, in questo caso è più difficile raggiungere un consensus all'interno del direttorio su ulteriori aumenti. Infatti, se da un lato il governatore Weber (Bundesbank) non ha escluso la possibilità di portare i tassi d'interesse in territorio restrittivo, i commenti di C. Noyer (Banca di Francia) e di Ordóñez (Banca di Spagna), sono stati più cauti riguardo a tale tema. Si tenga presente inoltre che nel comunicato del Consiglio direttivo, la Bce ha precisato che "seguirà con attenzione" tutti gli sviluppi al fine di evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi, ma non ha utilizzato la frase "seguirà con molta attenzione", espressione utilizzata alle riunioni che hanno decretato aumenti dei tassi d'interesse (dicembre e marzo) e che indicavano aumenti nel giro di 3 mesi.

Il Presidente Trichet non ha mancato di far notare la differenza del linguaggio utilizzato. Pertanto, anche se al momento attuale il mese più probabile per un ulteriore aumento dei tassi sembra essere settembre (i mercati finanziari ieri valutavano tale probabilità al 58%), la Banca si è lasciata aperta la possibilità per reagire alle informazioni economiche successive ed aumentare l'intervallo tra un incremento dei tassi ed il successivo.

Riassumendo, la Bce ha chiaramente indicato che il ciclo di restrizione monetaria non ha raggiunto ancora il suo fine, ma ha anche fatto intendere che essa potrebbe essere vicina al suo picco. Il fatto che la Banca, nelle previsioni trimestrali, rese pubbliche nella riunione di ieri, non abbia rivisto al rialzo le stime d'inflazione per il 2008 (vedi tabella), evidenzia che nel medio termine essa non vede particolari rischi al rialzo per i prezzi, supportando la nostra opinione che l'aumento dei tassi si arresterà a 4,25%. Al contrario un aumento delle attese

inflazionistiche rispetto a quanto previsto in marzo, sarebbe stato un chiaro segnale che il ciclo di restrizioni monetarie era ben più lontano dal suo picco.

Previsioni della BCE

Ciclo di previsione	2007		2008	
	Marzo	Giugno	Marzo	Giugno
Inflazione	1,8	2,0	2,0	2,0
Crescita	2,5	2,6	2,4	2,3

Fonte: BCE

Le prospettive per il Pil nel secondo trimestre: un'analisi empirica

Nel corso del primo trimestre 2007, il Pil è cresciuto dello 0,6% t/t, un tasso più elevato rispetto a quello precedentemente atteso. Gli investimenti sono stati particolarmente dinamici, in linea con gli alti tassi di crescita dei profitti e gli elevati tassi di capacità utilizzate. Al contrario le dinamiche del consumo e delle esportazioni nette sono state meno soddisfacenti. Sul primo hanno pesato gli effetti dell'aumento dell'Iva in Germania, mentre il secondo ha risentito della perdita di competitività legata all'apprezzamento dell'euro.

Per il secondo trimestre del 2007, l'indicatore avanzato (IA) costruito da BNP Paribas (v. box) prevede un tasso di crescita stabile del Pil, al 0,6% t/t (valore centrale dell'intervallo di confidenza), in linea con quanto previsto dalla Commissione europea.

Indicatore avanzato per il tasso di crescita del Pil nel II trimestre 2007

(%, t/t)	Pil	Pil previsione*	Previsione media
Q1 2006	0,8	[0,5-1,0]	0,8
Q2 2006	0,9	[0,4-0,9]	0,7
Q3 2006	0,5	[0,3-0,8]	0,5
Q4 2006	0,9	[0,2-0,7]	0,5
Q1 2007	0,6	[0,3-0,8]	0,6
Q2 2007	n.a	[0,4-0,9]*	0,6

Fonte: Eurostat, BNP Paribas

* Intervallo di confidenza al 68%, corrispondente a una deviazione standard =0,25, Scarto quadratico medio (RMSE)=0,22

Il tasso di cambio effettivo reale (REER), che si è costantemente apprezzato dall'inizio del 2006, ha fatto registrare negli ultimi periodi dei significativi contributi negativi alle variazioni dell'indicatore. Tale tendenza potrebbe continuare anche nei trimestri successivi, se le debolezze dello scenario internazionale dovessero accentuarsi.

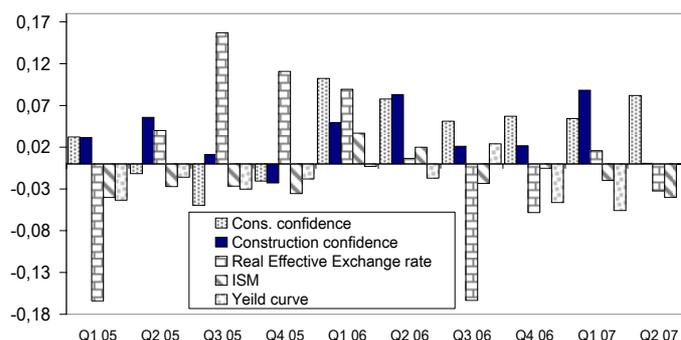
Gli effetti del rallentamento dell'economia statunitense sull'IA sono visibili attraverso l'analisi dell'indice ISM, il quale ha progressivamente perso terreno su base trimestrale, contribuendo negativamente alle variazioni dell'indicatore a partire dal terzo trimestre 2006 (v. grafico).

Durante gli ultimi trimestri, l'indice di fiducia dei consumatori CCONF e degli operatori del settore delle costruzioni CONSTR hanno avuto un impatto positivo sulla dinamica dell'indicatore. Il clima di fiducia presso le famiglie ha continuato a crescere negli ultimi mesi; al contrario la fiducia nel settore delle costruzioni ha cominciato a diminuire, un effetto indubbiamente legato ai passati aumenti dei tassi d'interesse. Tale dinamica invece non si riscontra ancora tra i consumatori. Si deve notare che normalmente questi ultimi aggiustano le loro decisioni con un "ritardo" maggiore rispetto a quanto avvenga nel settore

manifatturiero e delle costruzioni. E' probabile che nei mesi successivi la fiducia dei consumatori si riduca, ridimensionando il positivo impatto sull'indicatore riscontrato nel corso degli ultimi trimestri.

Per i restanti trimestri dell'anno ci attendiamo una moderazione dell'attività, dato che gli effetti sopra descritti peseranno di più sulle prospettive di sviluppo. Per il 2007 nel suo complesso, l'attività nella zona euro resterà comunque robusta, con un tasso di crescita al 2,6%, solo lievemente inferiore a quello registrato nel 2006.

Contributi alle variazioni dell'indicatore avanzato



Fonte: BNP Paribas

Le determinanti dell'indicatore avanzato

Per costruire il nostro indicatore avanzato, è stato effettuato un test *unit root* per ogni variabile, in modo da determinare l'ordine di differenziazione richiesto per la stazionarietà. I ritardi sono stati determinati utilizzando i criteri di Akaike e Schwartz. I modelli sono del tipo autoregressivo a medie mobili (ARMA) per correggere l'autocorrelazione e la correlazione parziale.

L'indicatore avanzato

$$PIL_t = 0,51 - 0,07 dREER_{t-1} + 0,01 dISM_{t-2} + 0,02 dCONSTR_{t-2} + 0,04 DCCONF_{t-1} + 0,11 dSPEZ_{t-1} + 0,38 MA(4)$$

$$R^2 = 0,53, \text{ deviazione standard} = 0,24, DW = 1,7, \text{ intervallo di stima } 1993Q1 - 2007Q1$$

PIL sta per tasso di crescita trimestrale del Pil, REER è il tasso di cambio reale effettivo dell'euro, ISM è l'indice di fiducia del settore manifatturiero, CONSTR per l'indice di fiducia nel settore delle costruzioni elaborato dalla Commissione europea, CCONF l'indice di fiducia dei consumatori della Commissione europea e SPEZ è dato dal differenziale di rendimento tra il bund tedesco a 10 anni e il tasso di mercato monetario europeo a tre mesi. La differenza di ordine primo è indicata dal prefisso *d*. Le variabili sono calcolate su base trimestrale e l'ordine dei ritardi *n* è dato dall'indice *t-n*.

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

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

La stima Istat dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha mostrato a maggio una variazione congiunturale dello 0,4% e un aumento dell'1,9% su base annua. Anche nell'area dell'euro, l'inflazione si è attestata all'1,9%. Nella media dei primi cinque mesi del 2007, l'inflazione al consumo, sia in Italia, sia nel complesso dei paesi dell'euro, è rimasta lievemente al di sotto della soglia del 2%.

Nel primo trimestre del 2007, la dinamica dei prezzi al consumo si è mantenuta costantemente più elevata in Italia per quanto riguarda le spese per abitazione, quelle per i beni alimentari, gli alcolici e tabacchi, le spese sanitarie. L'inflazione si è mantenuta invece al sotto dei livelli europei nel capitolo dell'abbigliamento e calzature, dell'istruzione, dei servizi ricettivi e di ristorazione. Una decelerazione più marcata in Italia rispetto ai paesi dell'euro si è avuta per i prezzi delle comunicazioni.

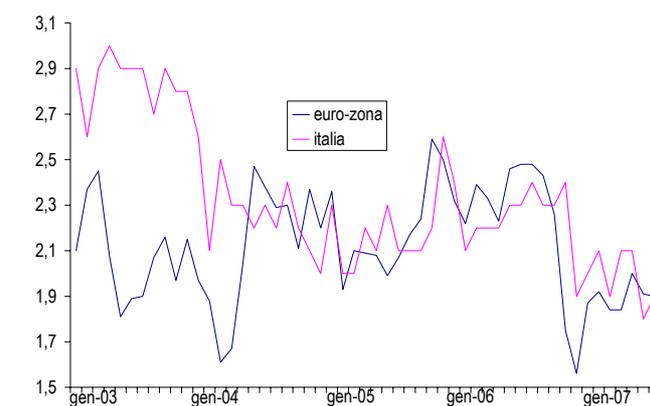
L'Istat ha di recente costruito un sistema di indici di prezzo ottenuti dall'aggregazione di beni e servizi del paniere secondo la frequenza con la quale vengono acquistati dai consumatori. Tra il 2001 e il 2006, hanno contribuito maggiormente alla crescita dell'indice generale dei prezzi i beni ad alta frequenza di acquisto, mentre quelli a bassa frequenza hanno esercitato un effetto di contenimento.

L'inflazione italiana torna in linea con quella europea

A maggio, la stima provvisoria dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha segnato una variazione dello 0,4% rispetto al mese precedente e un aumento dell'1,9% su base annua, a fronte di un incremento dell'1,8% registrato nel mese precedente. Anche nell'area dell'euro, l'inflazione al consumo si è attestata all'1,9%.

I prezzi al consumo in Italia e in Europa

Var. % a/a



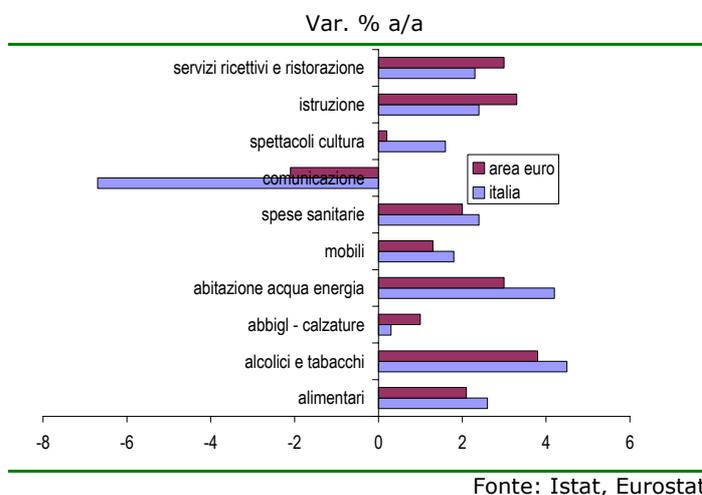
Fonte: Istat, Eurostat

L'inflazione in Italia, dopo aver espresso un differenziale positivo nei confronti di quella del complesso dei paesi euro-12, a partire dalla prima metà del 2004, ha iniziato a convergere verso i livelli europei. L'effetto del ribasso dei corsi petroliferi, iniziato a settembre 2006 e proseguito nel primo trimestre del 2007, ha riportato l'inflazione italiana e quella europea sostanzialmente entro il target programmato, allontanando le aspettative di tensioni sui

prezzi nell'area almeno per l'anno in corso. Nella media dei primi cinque mesi del 2007, l'inflazione al consumo, sia in Italia (misurata con l'indice armonizzato), sia nell'area dell'euro, si è attestata lievemente al di sotto del 2%.

Pur essendo nel complesso sostanzialmente nullo il differenziale tra l'inflazione italiana e quella europea, nel primo trimestre del 2007, la dinamica dei prezzi al consumo si è mantenuta costantemente più elevata in Italia nel capitolo abitazione, acqua, elettricità e combustibili, in quello dei beni alimentari e bevande analcoliche, delle bevande alcoliche e tabacchi, delle spese sanitarie, dei mobili. L'inflazione si è mantenuta invece al sotto dei livelli europei nel capitolo dell'abbigliamento e calzature, dell'istruzione, dei servizi ricettivi e di ristorazione. Una decelerazione dei prezzi maggiore in Italia rispetto al complesso dei paesi europei si è avuta nel capitolo comunicazione (-6,7%, dopo un -3,2% espresso nella media del 2006).

Prezzi al consumo per principali capitoli di spesa In Italia e in euro-zona I trim 07



L'indice dei prezzi al consumo calcolato per l'intera collettività nazionale comprensivo dei tabacchi ha mostrato a maggio un incremento dello 0,4% sul mese precedente e dell'1,6% sullo stesso mese del 2006. Gli aumenti congiunturali più significativi si sono rilevati nei mobili, articoli e servizi per la casa (+1,2%) e per i trasporti (+0,9%); una variazione negativa si è registrata nel capitolo ricreazione, spettacolo e cultura (-0,3%). Gli incrementi tendenziali più elevati si sono avuti nel capitolo bevande alcoliche e tabacchi (+4,4%), mobili (+2,8%), alimentari (+2,6%); variazioni negative prossime al 10% per le comunicazioni.

I beni ad alta frequenza di acquisto spingono l'inflazione

L'Istat ha di recente costruito un sistema di indici di prezzo ottenuti dall'aggregazione di beni e servizi del paniere secondo la frequenza con la quale vengono acquistati dai consumatori, anche allo scopo di meglio interpretare le vicende inflazionistiche degli ultimi anni.

Sono stati elaborati tre differenti indici, calcolati su altrettanti raggruppamenti di prodotti classificati in funzione della frequenza di acquisto: "alta" "media" e "bassa". I primi, per le loro specifiche caratteristiche e le esigenze di consumo che soddisfano, hanno una larga diffusione all'interno della popolazione di riferimento e sono acquistati a intervalli di tempo brevi e regolari. Figurano tra questi, oltre le spese per generi alimentari, quelle per l'affitto, i beni non durevoli per la casa, carburanti, trasporti urbani ed altri. Nel complesso, i beni e servizi ad alta frequenza di acquisto pesano il 38,4% dell'intero paniere dell'indice dei prezzi al consumo per l'anno 2007. I prodotti a media frequenza di acquisto comprendono, tra gli

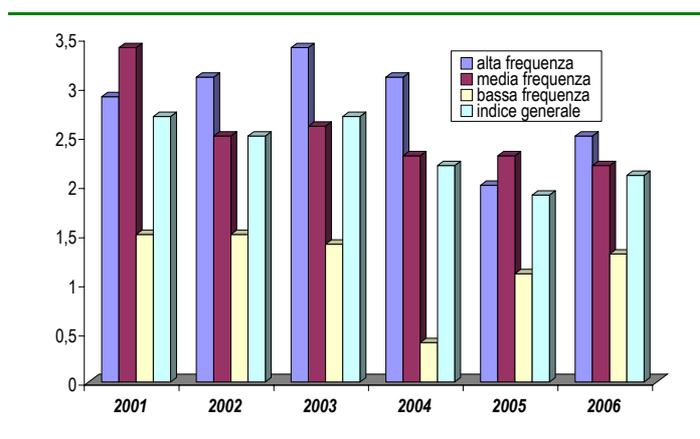
altri, le spese per l'abbigliamento, le tariffe elettriche e telefoniche, i servizi ricreativi e culturali, i pacchetti vacanze, le spese mediche e dentistiche. Pesano, nell'insieme, il 42,5% del paniere. I beni a bassa frequenza di acquisto comprendono gli elettrodomestici, gli autoveicoli, i servizi di trasloco, quelli ospedalieri ed altri. Il loro peso è pari al 19,1%.

Nel periodo 2001-2006, emergono forti differenziazioni nelle dinamiche dei prezzi dei tre aggregati. La crescita dei prezzi dei beni ad alta frequenza di consumo è risultata superiore al tasso medio di inflazione, con un differenziale piuttosto ampio soprattutto nel biennio 2002-03; in sostanza, nei primi due anni di circolazione dell'euro. Il relativo incremento medio annuo è stato rispettivamente del 3,1% e del 3,4% a fronte del tasso medio di inflazione del 2,5 e del 2,7%.

Per quanto riguarda i prodotti a media frequenza d'acquisto, la dinamica di crescita dei rispettivi prezzi appare in linea con quella dell'indice complessivo. Il sottoinsieme dei prodotti a bassa frequenza ha invece fatto registrare tassi di variazione dei prezzi sostanzialmente moderati per l'intero periodo preso in esame, assumendo una funzione calmieratrice sulla crescita dell'indice generale dei prezzi al consumo. Nel 2002-03, ad esempio, la variazione di crescita dei prezzi di questi beni è stata pari all'1,4 e 1,5%, oltre un punto percentuale al di sotto dell'indice complessivo.

Prezzi al consumo dei prodotti a differente frequenza di acquisto

Var. % a/a



Fonte: Istat

Tassi & cambi nel mondo

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

La crescita economica statunitense nel primo trimestre dell'anno (+0,6% t/t) è scesa ben al di sotto del potenziale e potrebbe rimanere su un trend analogo ancora per diversi trimestri. Anche la produttività del lavoro si conferma in forte rallentamento nel primo trimestre evidenziando un valore (1,0% t/t) pari a circa la metà del tasso di crescita rilevato negli ultimi mesi del 2006.

Negli Usa l'indice Ism del settore manifatturiero è rimasto sostanzialmente stabile a maggio a 55,0 da 54,7, mentre l'Ism dei servizi è salito a 59,7 da 56 di aprile. Il calo dei redditi personali (-0,1% m/m), prodotto dalla componente salari e stipendi (-0,4% m/m), e la crescita dei consumi (+0,5% m/m) stanno determinando una diminuzione del tasso di risparmio.

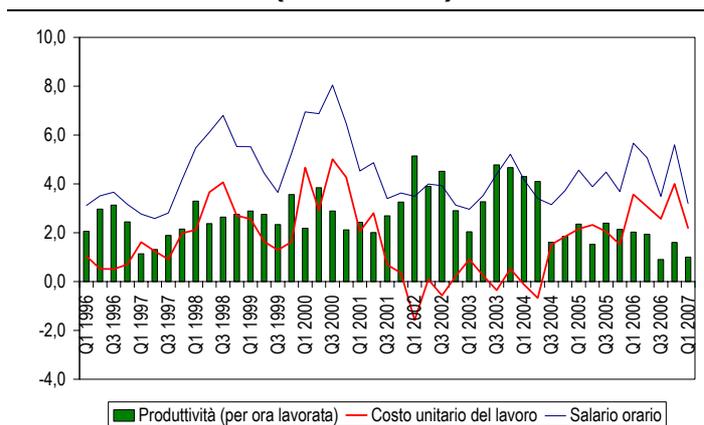
La Fed afferma nelle minute del Fomc che la correzione dell'immobiliare potrebbe durare più a lungo rispetto a quanto inizialmente previsto, ma non si sarebbe trasmessa ad altri settori dell'economia. Nell'attuale scenario sembrano esserci margini per un movimento al ribasso dei tassi. La Fed potrebbe portare i fed funds dall'attuale 5,25% a un 4,75% entro fine anno.

Stati Uniti: l'economia sotto al potenziale, in calo la produttività del lavoro

La crescita economica statunitense nel primo trimestre dell'anno è scesa ben al di sotto del potenziale e potrebbe rimanere su un trend analogo ancora per diversi trimestri. Esiste un rischio teorico, manifestatosi durante fasi analoghe nei cicli economici precedenti, che l'economia possa perdere vigore fino a entrare in recessione. Le dinamiche attuali non sembrano tuttavia indicare questa direzione, anche per la presenza di una domanda estera che si mantiene solida, soprattutto quella proveniente dai paesi asiatici.

La domanda interna meno sostenuta ha ridotto inoltre la dinamica delle importazioni alleggerendo la pressione sul saldo commerciale. Nei prossimi trimestri il valore della crescita del Pil dovrebbe tornare su valori superiori al 2% t/t, dopo lo 0,6% t/t relativo a gennaio-marzo. In media si prevede una crescita del Pil pari all'1,9% a/a nel 2007.

Usa: produttività del lavoro
(Var % annua)



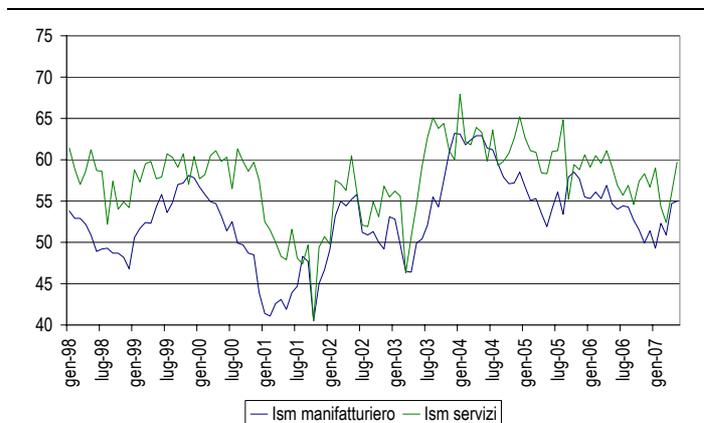
Fonte: Datastream

La produttività del lavoro si conferma in forte rallentamento nel primo trimestre dell'anno, il +1,0% t/t annualizzato è pari a circa la metà del tasso di crescita rilevato negli ultimi mesi del 2006. Considerando la crescita dei salari orari (2,8% t/t), il costo del lavoro per unità di

prodotto è stato rivisto al rialzo all'1,8% t/t portando il tasso tendenziale al 2,2% a/a. Il rallentamento della produttività e la stagnazione dei profitti potrebbero indebolire la crescita dell'occupazione nei prossimi trimestri, in questo contesto il tentativo di recuperare margini di crescita dei profitti potrebbe dare il via a una fase di ristrutturazione da parte delle imprese.

L'indice Ism del settore manifatturiero resta sostanzialmente stabile a maggio a 55,0 da 54,7. La disaggregazione evidenzia un aumento delle componenti produzione e nuovi ordini, restano stabili gli indici relativi a tempi di consegna e scorte mentre risultano in rallentamento gli ordinativi inevasi e l'occupazione. In leggero calo ma su livelli elevati l'indice dei prezzi pagati. Migliora invece l'indice Ism dei servizi, salito a 59,7 in maggio da 56 di aprile, raggiungendo il valore massimo da aprile 2006. Il progresso riguarda anche i nuovi ordini e l'occupazione.

Usa: Ism sett. manifatturiero e Ism servizi



Fonte: Datastream

Gli ordinativi industriali ad aprile sono aumentati dello 0,3% m/m, il dato poco brillante è stato in parte attenuato dalla revisione al rialzo per marzo al 4,1% m/m dal 3,5% m/m. L'analisi delle componenti evidenzia la revisione al rialzo della componente core dei beni di investimento la cui media mobile a 3 mesi passa da -7,3% a -5,7%. Le scorte aumentano dello 0,5% m/m in accelerazione rispetto a marzo (+0,2% m/m) ma tuttavia ancora insufficienti a reggere il passo con le vendite (+0,8% m/m).

Il livello di indebitamento delle famiglie statunitensi rimane molto elevato. La crisi del mercato *subprime* ha portato all'innalzamento degli standard richiesti dalle banche per la concessione di crediti immobiliari e quindi a un allontanamento dal credito per i prenditori marginali. Il mercato immobiliare registra un elevato numero di nuove case invendute. Le domande di mutui ipotecari calano dell'1,7% s/s nell'ultima settimana di maggio.

Stati Uniti: primo trimestre debole per i consumi, spazio per un calo dei tassi

Il calo dei redditi personali (-0,1% m/m) prodotto dalla componente salari e stipendi (-0,4% m/m), e la crescita dei consumi (+0,5% m/m) stanno determinando anche una diminuzione del tasso di risparmio. In termini reali i consumi aumentano dello 0,2% m/m ponendo così le basi per un forte rallentamento dei consumi delle famiglie nel trimestre in corso. Il deflatore core scende al 2,0% a/a grazie ad un incremento dello 0,1% m/m. In calo anche il deflatore totale al 2,2% a/a (+0,3% m/m).

Terminato l'effetto ricchezza immobiliare i consumatori stanno facendo conto sull'ammontare del proprio reddito per far fronte alle proprie abitudini di spesa. Il reddito è guidato principalmente dall'andamento dell'occupazione e dalla dinamica salariale. Al momento entrambe queste grandezze mostrano segni di rallentamento.

I consumatori hanno cominciato a spendere meno, il reddito disponibile risente anche dell'aumento dei carburanti. Le vendite all'ingrosso di solito seguono con un lieve ritardo le vendite al dettaglio e sono entrate anch'esse in una fase di rallentamento.

Le minute dell'ultimo Fomc e i recenti interventi dei singoli membri hanno confermato che anche la Fed prevede che la correzione dell'immobiliare potrebbe durare più a lungo rispetto a quanto inizialmente previsto, ma non si sarebbe trasmessa ad altri settori dell'economia. La Fed sostiene che la crescita tornerà ad accelerare e che i rischi "un po' verso l'alto" sui prezzi rappresentano la principale preoccupazione per la banca centrale. Le indicazioni provenienti dall'andamento dei dati economici e la debolezza della crescita sembrano tuttavia lasciare spazio per un intervento al ribasso dei tassi sui federal funds. Anche se il mercato ancora considera incerto un taglio, lo scenario potrebbe essere quello di un passaggio dall'attuale 5,25% a 4,75% entro fine anno.

					Scorsa sett.	Attuale
	II trim 06	III trim 06	IV trim 06	I trim 07	30/05/2007	06/06/2007
Tassi di cambio						
yen-dollaro	114	118	119	118	121,6	121,1
dollaro-euro	1,28	1,27	1,32	1,33	1,342	1,351
yen-euro	146	149	157	157	163,3	163,7
sterlina-euro	0,69	0,68	0,67	0,68	0,679	0,678
Eurotassi a 3 mesi						
dollaro	5,48	5,37	5,36	5,35	5,36	5,36
euro	3,06	3,42	3,73	3,92	4,11	4,13
yen	0,36	0,43	0,57	0,67	0,68	0,70
sterlina	4,75	5,07	5,32	5,62	5,81	5,84
Titoli di Stato a 10 anni						
Stati Uniti	5,15	4,63	4,70	4,65	4,88	4,96
Germania	4,07	3,71	3,96	4,06	4,38	4,45
Giappone	1,93	1,68	1,69	1,65	1,73	1,83
Italia	4,37	4,00	4,22	4,27	4,56	4,61
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,74	4,96	5,23	5,27

Fonte: Datastream, dati di fine periodo

Le previsioni sui prezzi

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.