



Editoriale - Meno **disoccupazione** con meno **inflazione**. E' quanto è accaduto in Italia nell'arco dell'ultimo quindicennio, con la discesa dell'inflazione dal 5 al 2% e del tasso di disoccupazione dall'11 a poco più del 6%. Si tratta di un processo strutturale avvenuto in due fasi distinte. Prima, nella seconda metà degli anni Novanta, è calata l'inflazione, grazie alle scelte di deindicizzazione fatte nel paese e alla convergenza e partecipazione all'euro. Poi, dall'inizio del nuovo decennio, è diminuita la disoccupazione per merito delle riforme del mercato del lavoro e dell'accresciuta partecipazione della nostra economia alla globalizzazione. La sfida è ora quella di consolidare ed estendere il cambiamento.

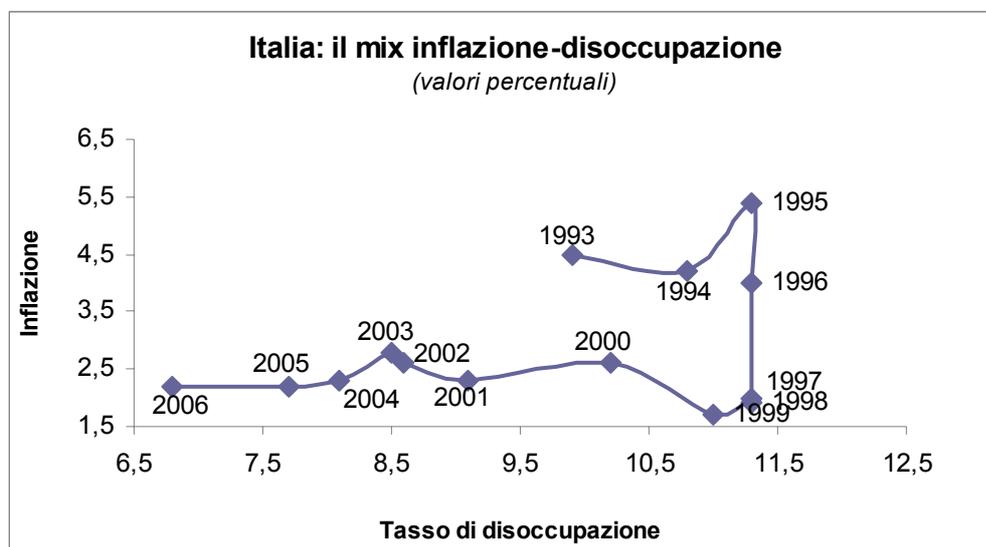
Pagina 4 - Cosa farà la **BCE** nei prossimi mesi? Un'attenta esegesi della comunicazione dell'autorità monetaria europea conduce a ritenere che un nuovo aumento dei tassi potrebbe prodursi in ottobre piuttosto che già a settembre. In questa direzione milita anche la considerazione dell'azione indiretta di restrizione monetaria rappresentata dall'attuale fase di significativo apprezzamento dell'euro.

26

2007

13 luglio 2007

Meno inflazione, meno disoccupazione



Fonte: elaborazione su dati Istat

Nell'arco degli ultimi quindici anni l'Italia del lavoro e della produzione è molto cambiata. I dati strutturali indicano che il cambiamento è avvenuto secondo direzioni in parte inattese dagli studiosi prima che dal grande pubblico. E' il caso della relazione positiva che si è venuta instaurando tra la riduzione dell'inflazione e la diminuzione della disoccupazione. I manuali di economia dicono che la riduzione della disoccupazione si può avere a patto di sopportare un costo in termini di maggiore inflazione e viceversa. E' la cosiddetta "curva di Phillips". Mettendo in un grafico i dati relativi agli anni che vanno dal 1993 al 2006 si vede che, in Italia, la relazione teorizzata da Phillips non ha funzionato. Nella seconda metà degli anni Novanta, con un tasso di disoccupazione praticamente stabile all'11%, l'inflazione è scesa dal 5 al 2%. Dal 2000 ad oggi, con un'inflazione intorno a quel 2% che è il target strutturale della BCE, il nostro tasso di disoccupazione si è quasi dimezzato scendendo dall'11 a meno del 7%.

Cosa c'è dietro questa virtuosa deviazione dai dettami della "normalità" economica? Ci sono alcuni processi strutturali di cambiamento. Proviamo ad enumerarne quattro. ❶ Le scelte di deindicizzazione compiute in Italia nei primi anni Novanta e il successivo cammino di convergenza e partecipazione all'area dell'euro hanno aiutato la caduta "verticale" dell'inflazione. ❷ L'aumentata flessibilità del nostro mercato del lavoro resa possibile da interventi di riforma quali il pacchetto Treu e la legge Biagi ha agevolato la compressione del tasso di disoccupazione. Insieme alle riforme, hanno agito i mercati. ❸ La globalizzazione ha innalzato la quota di partecipazione dell'Italia all'internazionalizzazione dei mercati del lavoro e della produzione. Citiamo due dati. Secondo le ultime rilevazioni dell'Istat, sono 1,3 milioni gli stranieri occupati in Italia nel primo trimestre del 2007 mentre, sulla base di dati ICE, risultano 870mila i dipendenti all'estero di imprese partecipate da società italiane. ❹ Gli effetti delle "riforme" e la spinta della globalizzazione hanno indotto una consistente porzione del sistema economico italiano a intraprendere una trasformazione che è tecnologica ed organizzativa. Dopo aver concentrato gli investimenti e le strategie soprattutto sulle innovazioni di processo e sul contenimento dei costi, le migliori imprese italiane sono tornate ad investire sul prodotto e sulla qualità. Qualità vuol dire anche uso di lavoro qualificato e una maggiore domanda di laureati e tecnici. Le imprese sono tornate ad assumere.

Riforme, euro, globalizzazione, qualità: la combinazione virtuosa di questi quattro elementi ha consentito all'Italia di ridurre la disoccupazione oltre all'inflazione. In termini aggregati, il paese ha ridotto la distanza dalle maggiori economie europee. Molta strada rimane ancora da compiere. Negli ultimi dieci anni gli occupati sono aumentati in Italia di circa 3 milioni contro 2,6 milioni in Francia e solo 1,7 milioni in Germania. Il nostro tasso di occupazione (58,9%) rimane, tuttavia, significativamente più basso che in Francia (62,7%) e in Germania (67%). A parità di altre condizioni, occorrerebbero non meno di altri quattro milioni di occupati per raggiungere l'obiettivo di un tasso di occupazione del 70% fissato dall'Agenda europea di Lisbona. Si tratta di una missione difficile, ma non impossibile da realizzarsi in un numero ragionevole di anni a venire.

In Italia l'aumento delle unità di lavoro – gli occupati a tempo pieno effettivi o equivalenti – intervenuto negli ultimi dieci anni è stato superiore del 50% all'incremento realizzato nel ventennio precedente. E' quanto emerge elaborando i dati dei "Conti economici nazionali 1970-2006" diffusi nei giorni scorsi dall'Istat¹. Rispetto a dieci anni fa, il peso dell'industria sul totale dell'input di lavoro è diminuito di 2 punti percentuali ma, contestualmente, è aumentata di 2 punti percentuali la quota di lavoro assorbita dal comparto delle "attività dei servizi alle imprese". All'interno della stessa industria manifatturiera, settori come la meccanica e l'alimentare sono stati capaci di accrescere in valore assoluto il numero dei propri occupati valutati sia in "teste" sia in unità di lavoro. Nel 2006 altri comparti hanno dato segni di ripresa: i mezzi di trasporto, ad esempio. Fuori dall'industria, tra il 1997 e il 2006 è aumentata di quasi 1 punto percentuale la quota di lavoro impiegata da alberghi e ristoranti, a riprova di un progresso del paese sul mercato internazionale del turismo.

C'è un'Italia che fa progressi verso l'obiettivo di "lavorare tutti" e cerca anche di "lavorare meglio". E' anche quanto sostenuto in un recente dibattito organizzato dal Club dell'Economia e ospitato da BNL-Gruppo BNP Paribas in occasione della consegna a Pietro Ichino del Premio Ezio Tarantelli. C'è un'Italia che, non senza difficoltà, cerca di cambiare. La sfida è estendere l'area del cambiamento anche ai settori meno esposti al pungolo della concorrenza e dell'innovazione. Sarà bene farlo prima che la curva di Phillips torni a mostrare la sua normale inclinazione e il costo, economico e sociale, del rinnovamento divenga decisamente più alto.

Giovanni Ajassa

¹ Cfr. Istat, Conti economici nazionali: anni 1970-2006, 2 luglio 2007.

BCE, la prossima mossa in ottobre?

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

La politica monetaria è "ancora piuttosto accomodante" secondo la BCE. Questo presuppone altri aumenti del tasso refi in futuro. Diversi elementi segnalano un possibile rallentamento del ciclo di restrizione monetaria. Il prossimo aumento potrebbe prodursi in ottobre.

Quali novità nel discorso di Trichet?

Durante l'ultima riunione del direttorio, la BCE ha lasciato invariato al 4% il tasso di riferimento, il più alto livello in 6 anni. Se da un lato lo *status quo* era largamente atteso, la concentrazione degli operatori era rivolta all'analisi del linguaggio utilizzato dal Consiglio per comunicare le proprie decisioni. Il Consiglio direttivo ha precisato che la politica monetaria è "ancora piuttosto accomodante", dove "ancora" potrebbe essere letto come "la politica monetaria non sarà ancora per lungo tempo accomodante". Tale linguaggio indica che il ciclo di restrizione monetaria non ha raggiunto la sua fine. La questione importante riguarda il quando.

Settembre potrebbe essere uno scenario possibile, in concomitanza con la pubblicazione delle previsioni trimestrali delle BCE. Trichet, ha infatti diminuito l'importanza di alcune parole chiave utilizzate, in particolare la differenza tra "seguire con attenzione" gli sviluppi economici, espressione utilizzata durante le ultime due riunioni, e "seguire con molta attenzione", frase che era stata utilizzata nelle riunioni che hanno alzato i tassi di 25 pb in dicembre e marzo, comunemente interpretata dagli operatori come un aumento dei tassi nel giro di 3 mesi. L'unica frase con un vero significato è "forte vigilanza" che indica un imminente aumento dei tassi. Tale espressione potrebbe essere utilizzata all'inizio di agosto, producendo quindi un aumento dei tassi in settembre. L'assenza di una conferenza stampa in agosto non sembra destare particolari problemi alla BCE per comunicare le sue decisioni.

Si noti che la BCE ha normalmente preparato gli operatori circa le sue decisioni con una modificazione graduale nel suo linguaggio. Passare dall'utilizzo dell'espressione "seguire con attenzione" a "forte vigilanza" senza passare dallo stadio intermedio "seguire con molta attenzione", risulterebbe quanto meno inusuale. La banca centrale pertanto non sembra avere fretta di aumentare ulteriormente i tassi. L'intervallo tra un aumento ed il successivo potrebbe pertanto passare da 3 a 4 mesi, aumentando le probabilità per un incremento dei tassi in ottobre.

Tabella 1: Riunioni del direttorio Bce

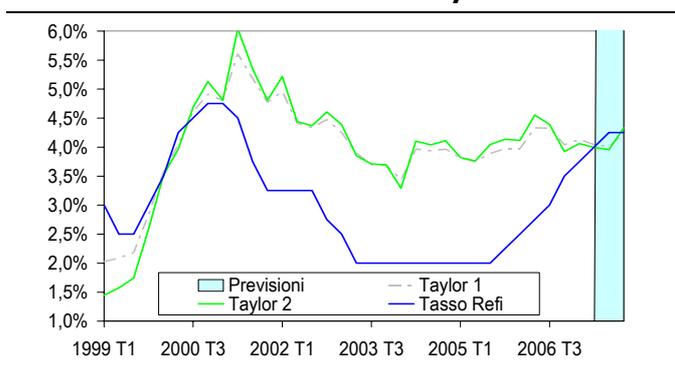
	11 Gennaio	8 Febbraio	8 Marzo	12 Aprile	10 Maggio	6 Giugno	6 Luglio	Previsioni
Politica Monetaria	Continua ad essere accomodante	Rimane accomodante	Continua ad essere piuttosto accomodante	Continua ad essere piuttosto accomodante,	Continua ad essere piuttosto accomodante	Ancora piuttosto accomodante.	Ancora piuttosto accomodante	+25 pb in Ottobre?
Il Consiglio	Seguirà con molta attenzione	Forte vigilanza	Seguirà con molta attenzione	Seguirà con molta attenzione	Forte vigilanza	Seguirà con attenzione	Seguirà con attenzione	
Tassi d'interesse	Restano ad un livello basso	Restano ad un livello basso	Moderati	Moderati	Moderati	-----	-----	
Variazioni	0,0	0,0	+0,25	0,0	0,0	+0,25	+0,0	
Tasso Refi	3,5	3,5	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00	

I mercati finanziari valutano al 58% un aumento dei tassi a settembre ed al 38% un ulteriore aumento a dicembre. Sebbene Trichet abbia riaffermato la sua volontà di non voler modificare le aspettative dei mercati, le aspettative per un aumento in dicembre potrebbero risultare eccessive, e comunque significativamente superiori a quanto ci attendiamo al momento attuale.

Tassi d'interesse ed intervallo di neutralità

Una volta che i tassi d'interesse sono in zona di neutralità risulta più difficile trovare il *consensus* all'interno del Consiglio su ulteriori aumenti. Secondo la BCE il tasso di crescita potenziale della zona euro si aggira intorno al 2,25%. Con un tasso di inflazione vicino 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 BCE sembra pertanto orientata a spostarsi verso l'estremo superiore dell'intervallo. Il confronto tra tasso refi e regola di Taylor, che comunemente viene utilizzata al fine di valutare se una politica sia restrittiva oppure no, evidenzia come il gap tra i due si sia chiuso; il tasso nominale secondo la regola di Taylor raggiungerebbe un picco intorno al 4,25% (grafico 1).

Grafico 1 Tasso Refi e Taylor Rule²



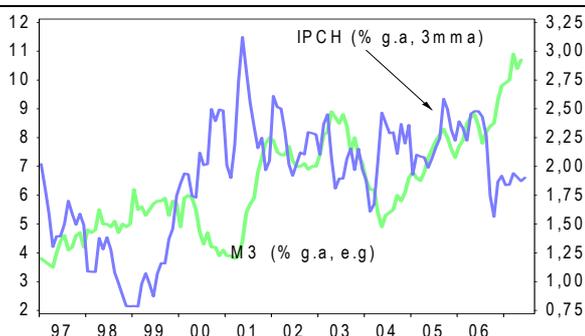
Fonti: BCE, ed elaborazioni BNP Paribas.

Secondo la BCE permangono rischi al rialzo per l'inflazione. In particolare il tasso di crescita della moneta M3, secondo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE, è nuovamente aumentato in maggio, raggiungendo il 10,7% oltre il doppio del valore di riferimento fissato dalle autorità di Francoforte a 4,5%. Recentemente però si sono registrate alcune divergenze d'opinione tra i differenti membri del Consiglio direttivo riguardo al legame tra gli eccessi di liquidità ed i riflessi che si possono produrre sull'inflazione. Se Alex Weber, presidente della Bundesbank, ha recentemente riaffermato il forte legame tra prezzi e crescita della moneta, Christian Noyer, governatore della Banca di Francia, ha sollevato dubbi sulla effettiva possibilità che gli eccessi di liquidità possano tradursi in sostanziali aumenti dei prezzi.

² $i = r + \pi^* + \beta(\pi - \bar{\pi}) + \gamma(y - \bar{y})$ r è il tasso d'interesse reale di equilibrio considerato pari al PIL potenziale.

π^* è la media dell'inflazione sui quattro trimestri precedenti e le due espressioni in parentesi sono rispettivamente la differenza tra l'inflazione ed il target dell'inflazione della banca e l'output gap calcolato con un il filtro H-P. La differenza tra la prima e la seconda regola deriva dal peso differente attribuito all'inflazione, maggiore in Taylor 2 rispetto a Taylor 1.

Grafico 2: Crescita moneta ed inflazione

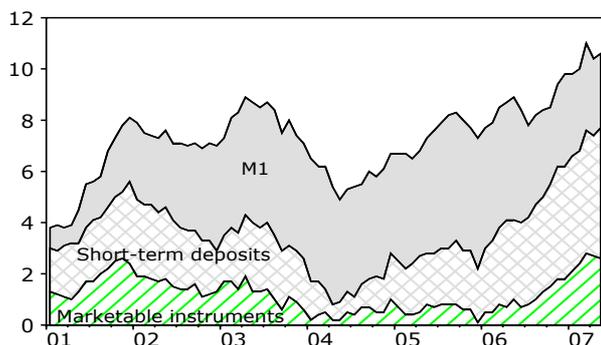


Fonti: BCE e Eurostat

Il legame tra aumenti della moneta ed aumenti dei prezzi, derivato dalla teoria quantitativa della moneta, opera fintanto che la domanda di moneta è stabile, elemento messo spesso in discussione; pertanto una certa cautela nell'interpretare la dinamica di M3 è d'obbligo. Inoltre un recente studio della Banca d'Italia ha mostrato, attraverso un'analisi settoriale, che l'eccesso di liquidità deriva essenzialmente da un aumento di domanda di moneta degli intermediari finanziari non bancari. Se al contrario l'eccesso di liquidità fosse stato concentrato tra le famiglie e le imprese non-finanziarie, il rischio per l'inflazione sarebbe stato ben maggiore, pertanto l'attuale eccesso di liquidità potrebbe avere un impatto minore sull'aumento dei prezzi.

L'aumento delle controparti di M3 "marketable instruments", e degli "short term deposits" (con maturità fino a 2 anni), è stato particolarmente vivace negli ultimi periodi, contribuendo in modo sostanziale alla crescita di M3 (vedi grafico 3) rispetto a quanto fatto da M1 (che include il circolante e i depositi bancari). Una curva dei rendimenti particolarmente piatta riduce il costo opportunità di detenere strumenti finanziari liquidi, scoraggiando gli operatori dall'aggiustare il loro portafoglio tra titoli a lungo e a breve termine, preferendo, a parità di rischio, titoli con un grado di liquidità maggiore, come quelli contenuti in M3 e concentrati nella controparte "marketable instruments" e "short term deposits". Si tenga presente che tali strumenti sono detenuti dai privati per scelte di portafoglio e non per motivi di transazione, riducendo i conseguenti rischi inflazionistici legati ad eccessi di liquidità.

Grafico 3: Contributi alla crescita di M3

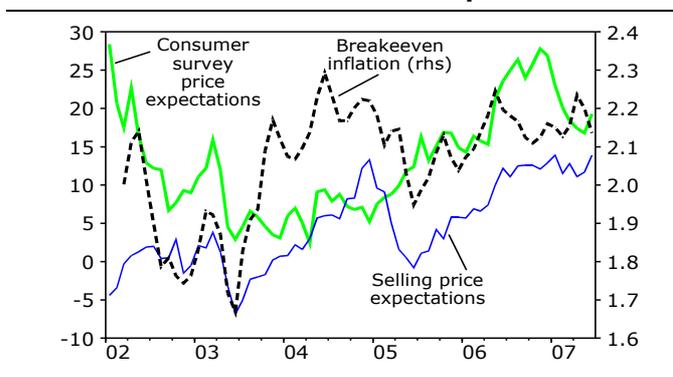


Fonte: BCE

Quale dinamica per l'inflazione?

Al momento attuale, l'inflazione all'1,9% in giugno, per il quarto mese consecutivo, non sembra destare segni di particolare preoccupazione: anticipazioni dei prezzi sia dei consumatori che delle imprese restano moderate. La "break-even inflation", ossia la misura dell'inflazione ricavabile dalla differenza tra rendimento dei titoli a lungo termine nominali e rendimento dei titoli indicizzati per l'inflazione, con la stessa maturità resta orientata al ribasso. Secondo le nostre proiezioni³ l'inflazione dovrebbe restare ancora al di sotto del 2% nel terzo trimestre 2007, beneficiando di effetti base dell'energia favorevoli. Questa tendenza si dovrebbe invertire già a partire dal mese di settembre, contribuendo a portare l'inflazione al di sopra del 2% nell'ultimo trimestre dell'anno. La riduzione della capacità inutilizzata ed un gap tra produzione e produzione potenziale sempre più piccolo, contribuiranno ad esercitare delle pressioni al rialzo sui prezzi. I salari, malgrado i recenti favorevoli sviluppi nel mercato del lavoro, sono rimasti moderati. Nel primo trimestre 2007 i costi totali unitari del lavoro sono aumentati del 2,2% su base annua, lo stesso valore registrato nell'ultimo trimestre 2006.

Grafico 4: Anticipazioni sui prezzi dei consumatori e delle imprese



Fonti: Eurostat, Commissione Europea e EcoWin Pro

Per i prossimi mesi, ci aspettiamo un graduale aumento dei salari e dei costi unitari del lavoro. Il prezzo del petrolio dovrebbe continuare ad aumentare nel corso del terzo trimestre 2007, per poi rallentare successivamente. Prendendo in considerazione tutti questi elementi, l'inflazione dovrebbe in media d'anno restare intorno al 2% nel 2007 e tra 1,9% e 2% il prossimo anno, in linea con le previsioni della Banca centrale e della Commissione europea.

³ Nel nostro modello l'inflazione, stimata su base trimestrale, è funzione dei costi unitari del lavoro, del tasso di cambio, del prezzo del petrolio e dell'output gap, quest'ultimo ottenuto adottando il filtro H-P. Al fine di correggere il modello da eventuali problemi di endogenità si è provveduto anche a stimare l'inflazione con il metodo dei minimi quadrati a due stadi. Le variabili strumentali utilizzate, oltre ai ritardi delle variabili esplicative sono, le aspettative sull'inflazione dei consumatori e delle imprese, l'indice di capacità utilizzata ed il tasso di crescita dell'aggregato monetario M3. Si noti che quest'ultimo, una volta inserito come variabile esplicativa per l'inflazione non risultava significativo. In tali termini il nostro risultato è coerente con un recente studio dell'OCSE "OECD Economic Survey: Euro Area, 2007 che mostra come M3 adesso risulti meno importante rispetto ad altre variabili per prevedere l'inflazione. Un risultato per certi aspetti analogo è stato trovato da De Lucia C. et Lucas J-M, "Conjoncture n. 4. April-May 2007", BNP Paribas, dove si mostra che l'inclusione dell'aggregato monetario nella funzione di reazione della BCE è statisticamente non significativa.

Tabella 2 Previsioni

	T3-07	T4-07	T1-08	T2-08	T3-08	T4-08
HIPC	1,9	2,3	2,2	1,9	1,9	1,9
OIL prices (Brent \$/B)	72,8	68,7	66,2	64,7	65,6	62,8
Exchange rate \$/€	1,4	1,35	1,34	1,37	1,36	1,4
Unit Labour Costs	1,6	2	1,8	1,6	1,8	1,8

Fonte: BNP Paribas

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Nel I trimestre del 2007, secondo l'Istat, le uscite totali delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute più delle entrate (+3,7% a/a a fronte di un +2,9%). La spesa per interessi ha registrato un aumento del 12,4%. L'incidenza della spesa per interessi sul Pil è cresciuta dal 4,4% del I trimestre del 2006 al 4,7%.

Nei primi cinque mesi del 2007 la produzione industriale corretta per i giorni lavorati è aumentata dello 0,9% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. L'attività produttiva è risultata particolarmente forte nel comparto del tessile, in quello delle macchine e apparecchi meccanici e in quello dei mobili.

Nel 2006, la popolazione italiana è aumentata di 380 mila unità, superando i 59 milioni. Il saldo migratorio relativo ai soli cittadini stranieri è stato positivo e superiore alle 237 mila unità.

Secondo un'indagine dell'Istat la spesa media mensile per famiglia è stata pari nel 2006 a 2.461 euro, con un aumento del 2,6% rispetto all'anno precedente. Tra i fattori che influenzano il livello dei consumi pesano in particolare il numero dei componenti, le condizioni lavorative e il genere del capofamiglia.

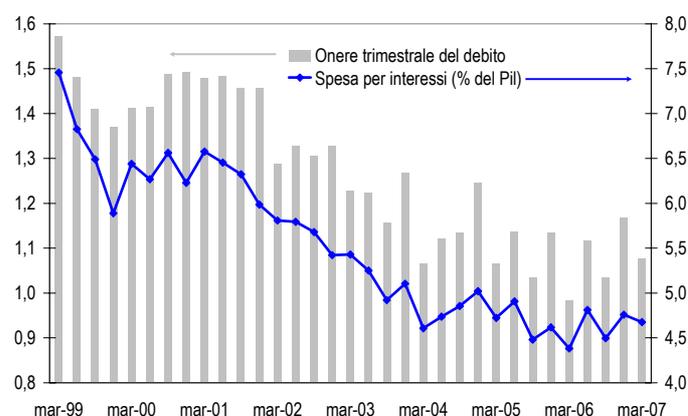
L'aumento dei tassi penalizza i conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche

L'Istat ha recentemente pubblicato il Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche relativo al primo trimestre del 2007. Nell'analizzarne i dati è necessario tener presente che, secondo quanto stabilito in sede comunitaria, le serie trimestrali delle voci del conto sono di tipo grezzo non essendo depurate dalla componente stagionale. L'elevata variabilità che ne deriva rende opportuno effettuare solo confronti con il corrispondente trimestre dell'anno precedente.

Nei primi tre mesi dell'anno in corso le uscite totali delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute più delle entrate (+3,7% a fronte di un +2,9%).

Le uscite correnti al netto degli interessi sono risultate pari a 138,4 miliardi, con un incremento rispetto al I trimestre del 2006 del 2,8%. Ha pesato in particolare la dinamica delle prestazioni sociali in denaro (+3,8%) composte per la quasi totalità dalla spesa per pensioni e rendite. Le uscite in conto capitale sono cresciute del 3,2%, nonostante gli investimenti fissi lordi si siano ridotti di oltre il 4%.

Italia, la spesa per interessi delle Amministrazioni pubbliche



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia

Tra le singole voci di spesa quella per interessi ha registrato, nel confronto con il I trimestre del 2006, il maggiore incremento (+12,4%) superando i 17 miliardi di euro. L'onere medio del debito, calcolato come rapporto tra la spesa per interessi e la consistenza media del debito durante i tre mesi considerati, è aumentato dello 0,1%. L'incidenza della spesa per interessi sul Pil è cresciuta dal 4,4% del I trimestre del 2006 al 4,7%.

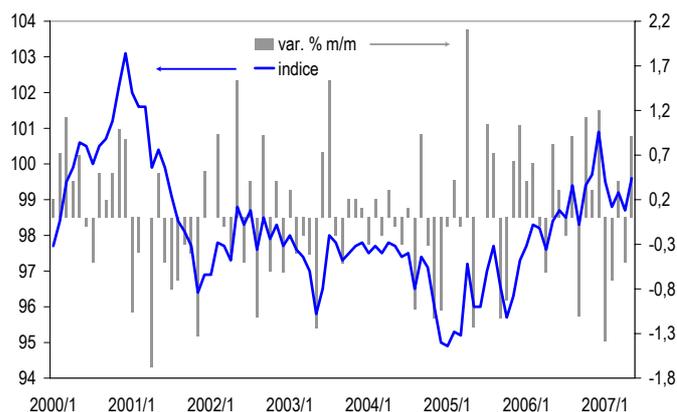
Dal lato delle entrate, particolarmente robusta è risultata la dinamica delle imposte dirette, aumentate del 6,3%. La crescita meno forte sia delle imposte indirette (+2,7%) che dei contributi sociali (+1,2%) ha frenato le entrate correnti che sono risultate pari a 143,2 miliardi con un incremento di solo il 2,9%.

Nel I trimestre del 2007, l'indebitamento netto è passato dai 20,6 miliardi di euro dei primi tre mesi dello scorso anno a 22,6 (+9,6%).

Recupera a maggio la produzione industriale

L'indice della produzione industriale, depurato dei fattori stagionali, è aumentato a maggio dello 0,9% m/m recuperando la debole performance che aveva caratterizzato i mesi precedenti. L'indice generale è stato trainato dalla robusta crescita del comparto energia (+4,4%) e di quello dei beni strumentali (+2,4%). Particolarmente debole è apparsa, invece, la dinamica dei beni di consumo (+0,1%) penalizzati dalla contrazione del comparto dei non durevoli (-0,5%).

Italia, l'indice della produzione industriale: dati destagionalizzati



Fonte: Istat

Corretta per i giorni effettivamente lavorati la produzione industriale è cresciuta su base annua dello 0,9%. Lo stesso incremento è stato registrato nei primi cinque mesi del 2007 rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno. La crescita è risultata particolarmente forte nel comparto dei beni strumentali, con un incremento prossimo al 4%, compensando la brusca contrazione dell'energia (-2,8%). A livello di singolo settore merceologico la crescita della produzione è risultata robusta nel comparto del tessile (+7,5%), delle macchine e apparecchi meccanici (+4,9%) e dei mobili (+4,4%). Una contrazione dell'attività è stata, invece, registrata nei settori delle pelli e calzature (-1,2%), del legno e dei prodotti in legno esclusi i mobili (-1,7%), degli apparecchi elettrici e di precisione (-3,6%) e della produzione di energia elettrica, gas e acqua (-6,1%).

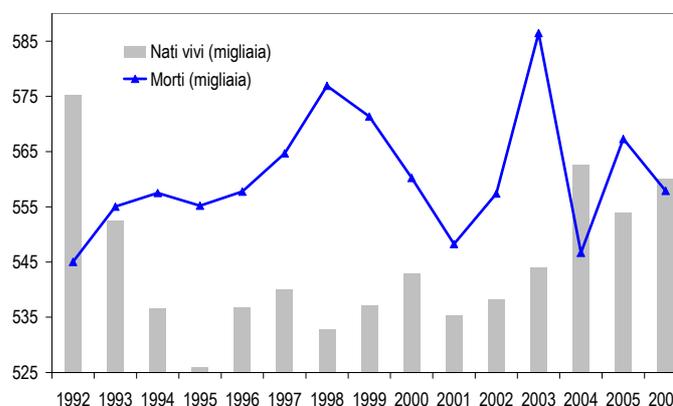
Nonostante il recupero di maggio il profilo della produzione industriale rimane piatto. Secondo le previsioni dell'ISAE l'attività manifatturiera dovrebbe registrare una contrazione a giugno (-0,4%), un moderato aumento in luglio (+0,1%) e un forte rialzo ad agosto (+1,1%). Quest'ultimo dato è, però, soggetto a maggiori incertezze legate alle decisioni di chiusura estiva delle aziende. Tenuto conto degli ultimi dati pubblicati dall'Istat e delle attese dell'ISAE la produzione si manterrebbe stazionaria nel II trimestre.

Le migrazioni dall'estero fanno crescere la popolazione italiana

Nel 2006 la popolazione residente in Italia è aumentata di quasi 380 mila unità, superando i 59 milioni. L'incremento demografico è stato garantito dal saldo migratorio con l'estero positivo.

Nel 2006 è aumentato il numero delle nascite confermando la tendenza di lungo periodo iniziata nel 1996. Tale dinamica è stata favorita dalla maggiore presenza straniera regolare. Negli ultimi dodici anni l'incidenza delle nascite di bambini stranieri sul totale della popolazione residente è passata dall'1,7% del 1995 al 10,3% del 2006: in valori assoluti da poco più di 9 mila nati a quasi 58 mila. L'aumento delle nascite, congiuntamente ad una diminuzione dei decessi, ha determinato un saldo naturale, dato dalla differenza tra nati vivi e morti, leggermente positivo e di poco superiore alle 2 mila unità. Negli ultimi quindici anni solo tre volte, nel 1992, nel 2004 e nel 2006, il saldo naturale è risultato positivo.

Italia, il saldo naturale



Fonte: Istat

Lo scorso anno il bilancio migratorio con l'estero è stato positivo per oltre 222 mila unità. Il saldo relativo ai soli cittadini stranieri è stato superiore alle 237 mila unità. La quota di stranieri sulla popolazione totale è aumentata dal 4,5% dell'anno precedente al 5%. L'incidenza della popolazione straniera risulta più elevata al Nord, con valori intorno al 7%, a fronte di livelli di poco superiori all'1,5% nel Mezzogiorno. È proseguito nel 2006 anche un processo di migrazione interna che, secondo un modello ormai consolidato, ha visto uno spostamento di popolazione dal Mezzogiorno al Nord e al Centro. Sul fenomeno della migrazione interna incidono in maniera significativa gli stranieri residenti che contribuiscono al movimento complessivo per circa il 15%. Considerando i tassi migratori sia interni che esteri il Nord est è risultata nel 2006 l'area più attrattiva del paese.

Rimangono stabili i consumi delle famiglie italiane

Secondo un'indagine campionaria condotta dall'Istat la spesa media mensile per famiglia è stata pari nel 2006 a 2.461 euro, con un aumento del 2,6% rispetto all'anno precedente. Tale crescita è il frutto sia della dinamica inflazionistica che dell'incremento del fitto figurativo⁴. In termini reali i consumi delle famiglie hanno sperimentato una sostanziale stabilità.

A livello territoriale la spesa delle famiglie si è mantenuta eterogenea. Si va dai 2.786 euro nel Nord, ai 2.494 del Centro fino ad arrivare ai 1.952 del Mezzogiorno.

Sono diversi i fattori che influenzano la spesa delle famiglie italiane. Pesa prima di tutto il numero dei componenti, con i 1.614 euro consumati da un single a fronte dei 3.167 spesi da

⁴ Il fitto figurativo viene stimato per le famiglie che vivono in abitazione di proprietà, usufrutto o in uso gratuito o che sono proprietarie di un'abitazione secondaria, al fine di garantire la comparabilità dei comportamenti di spesa rispetto alle famiglie che vivono in affitto.

un nucleo composto da quattro componenti. Il livello dei consumi dipende, inoltre, dalle condizioni lavorative: mentre una famiglia con un imprenditore o un libero professionista come persona di riferimento spende in media 3.857 euro, quella di un operaio si ferma a 2.461. La spesa media mensile risulta, infine, più alta nelle famiglie con capofamiglia uomo (2.678) rispetto a quelle con capofamiglia donna (1.955).

Le scelte di consumo delle famiglie non hanno subito rilevanti variazioni nel 2006. La spesa per alimentari ha assorbito in media il 19% del totale. Quasi un terzo delle uscite complessive ha riguardato spese per la casa comprensive dei canoni di locazione. A tale proposito il 17,7% delle famiglie residenti in Italia nel 2006 occupava un'abitazione in affitto con un canone medio pari a 340 euro. Tra le famiglie che vivevano in un'abitazione di proprietà solo il 13,8% pagava un mutuo, con un'uscita media pari a 458 euro. Tra le spese non alimentari, particolarmente elevata è risultata anche la quota relativa ai trasporti (circa 360 euro). Si è confermata nel 2006 la diminuzione della percentuale di spesa destinata all'arredamento, elettrodomestici e servizi per la casa (5,9% del totale uscite), ai servizi sanitari e spese per la salute (3,5%) e al tempo libero e cultura (4,5%).

Tassi & cambi nel mondo

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

L'economia statunitense mostra nel secondo trimestre segnali di recupero anche se la situazione appare differenziata tra i settori. Si rafforza il settore manifatturiero (l'indice Ism nel mese di giugno è passato a 56 da 55 di maggio), mentre permangono segnali di debolezza nel settore dell'edilizia residenziale.

Il Presidente della Fed Bernanke nel corso di un intervento sull'inflazione ha sottolineato come, pur rimanendo la dinamica dei prezzi la principale fonte di preoccupazione, attualmente le aspettative inflazionistiche appaiono meno sensibili alle variazioni dei prezzi di breve periodo. In questo contesto l'aumento dei costi energetici avrebbe un effetto meno accentuato sulle aspettative inflazionistiche a medio e lungo termine. Alla luce dell'attuale quadro congiunturale e dei segnali di ripresa dell'economia si prevede un'invarianza dei tassi, già fermi da un anno al 5,25%, almeno fino a fine 2007.

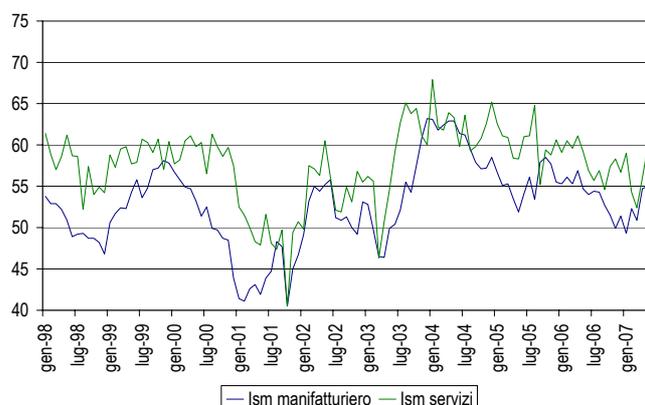
L'andamento dell'economia britannica continua a marciare ad un ritmo elevato. Nel secondo trimestre dell'anno il Pil potrebbe crescere a un ritmo analogo a quello del primo trimestre (0,7% t/t), su livelli poco al di sopra della crescita potenziale. La Bank of England la scorsa settimana ha aumentato i tassi di 25 pb al 5,75%. Nei mesi a venire le autorità monetarie valuteranno con prudenza eventuali manovre sui tassi. Rimane tuttavia elevata la probabilità di un ulteriore rialzo di 25 pb che potrebbe portare i tassi al 6% nella riunione fissata per il mese di novembre.

Stati Uniti: l'economia mostra segnali di ripresa, fermi i tassi al 5,25%

I dati economici più recenti sull'economia statunitense mostrano segnali di ripresa, anche se la situazione appare differenziata tra i settori. A fronte di un rafforzamento del manifatturiero, permangono segnali di debolezza nel settore dell'edilizia residenziale.

L'indice Ism relativo al settore manifatturiero ha mostrato nel mese di giugno un miglioramento passando a 56 da 55 di maggio. In particolare la componente relativa alla produzione ha raggiunto il livello più elevato da luglio del 2004. Nel complesso il settore manifatturiero, diversamente da quello dell'edilizia, ha mostrato chiari segnali di recupero, anche se le positive risultanze delle indagini congiunturali non hanno ancora trovato pieno riscontro nei dati, specie in quelli relativi alla produzione industriale e agli ordini di beni durevoli che nel mese di maggio sono stati inferiori alle attese.

Stati Uniti: Indice Ism manifatturiero e dei servizi



Fonte: Datastream

L'indice Ism non manifatturiero è salito in giugno per il terzo mese consecutivo passando a 60, da 59,7 raggiungendo il livello più elevato da giugno del 2006. La componente legata

all'occupazione sale a 55 da 54,9 di maggio mentre i nuovi ordini rimangono su un livello elevato pur se in calo (56,9 da 57,4). L'indagine conferma l'aspettativa che il settore servizi rimanga una fonte di creazione solida di nuovi posti di lavoro anche a giugno. La componente prezzi cala solo marginalmente a 65,5 da 66,4.

I dati sul mercato del lavoro sembrano confermare i segnali di rafforzamento dell'economia statunitense. Gli occupati non agricoli a giugno sono aumentati di 132mila unità e i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti verso l'alto. Ancora una volta la creazione di occupati è dovuta in gran parte al settore dei servizi (+135mila), ma si osserva anche un aumento degli occupati nel settore costruzioni (+12mila) e un calo degli occupati nel manifatturiero (-18mila).

La creazione di posti evidenziata dall'indagine presso le imprese trova conferme nei dati rilevati presso le famiglie che indicano un aumento di occupati di 197mila unità. Le ore lavorate sono in aumento dello 0,5%, dopo il +0,2% di maggio, in particolare l'andamento delle ore lavorate nel manifatturiero (+0,5% m/m) sembrerebbe preludere a un incremento della produzione industriale in giugno, anche se il dato potrebbe essere frenato dal settore automobilistico. I salari orari sono aumentati dello 0,3% m/m, portando la variazione tendenziale al 3,9% dal 4% del mese di maggio.

Il tasso di disoccupazione è fermo al 4,5% per il terzo mese consecutivo. La media del primo semestre (4,5%) è marginalmente inferiore a quella del 2006 (4,6%). Negli ultimi 6 mesi, con il tasso di disoccupazione stabile al 4,5%, sono stati creati in media 145mila posti.

La Fed a fine giugno per l'ottava volta consecutiva ha lasciato i tassi fermi al 5,25%. Anche se la Banca centrale considera l'inflazione la principale preoccupazione, nell'ultimo comunicato del Fomc viene specificato che "le future scelte di politica monetaria dipenderanno dall'evoluzione dello scenario relativo alla crescita economica e al tasso di inflazione", affermazione che può essere letta come un segno che i rischi sull'inflazione al momento appaiono bilanciati.

Bernanke in un intervento sull'inflazione al National Bureau of Economic Research ha illustrato l'importanza delle previsioni sulla dinamica dei prezzi e le modalità utilizzate dalla Fed per effettuare tali previsioni. Nel corso dell'intervento ha sottolineato come, pur rimanendo la dinamica dei prezzi la principale fonte di preoccupazione, attualmente le aspettative inflazionistiche appaiono più ancorate all'economia reale rispetto al passato, quindi meno sensibili alle variazioni dei prezzi di breve periodo. In questo contesto l'aumento dei costi energetici avrebbe un effetto meno accentuato sulle aspettative inflazionistiche a medio e lungo termine. Alla luce dell'attuale quadro congiunturale e dei segnali di ripresa dell'economia, si prevede che il livello attuale dei tassi possa rimanere invariato almeno fino a fine 2007.

Regno Unito: permangono pressioni sui prezzi la Boe alza i tassi al 5,75%

L'andamento dell'economia britannica continua a marciare ad un ritmo elevato. Nel secondo trimestre dell'anno il Pil potrebbe crescere a un ritmo analogo a quello del primo trimestre (0,7% t/t, 3,0% a/a), su livelli superiori alla crescita potenziale. I dati economici più recenti sembrano orientati in questa direzione.

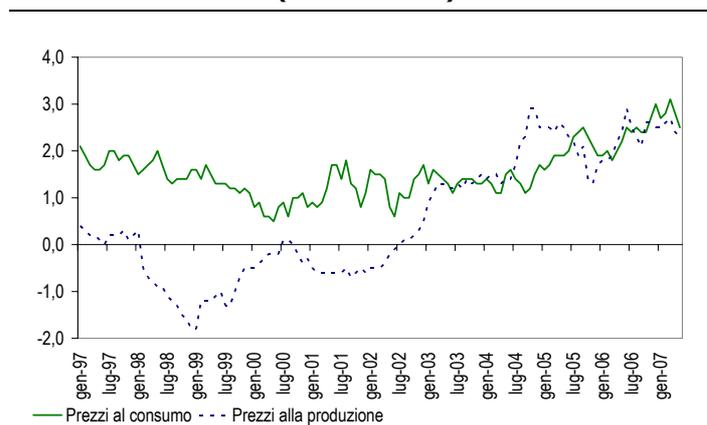
La produzione industriale, dopo un periodo di oscillazioni prossime allo zero, è aumentata in maggio dello 0,6% m/m. La produzione si è rafforzata in tutti i settori, in particolare in quello manifatturiero, confermando i segnali provenienti dalle indagini settoriali. L'indagine CBI industrial trend segnala un livello elevato di attività nel secondo trimestre sostenuto da una solida domanda sia interna che estera. Il settore beneficia inoltre di un momento piuttosto favorevole per l'edilizia non residenziale, legata a progetti infrastrutturali e a una domanda sostenuta di spazi commerciali al dettaglio e all'ingrosso. Continua la crescita nel settore dei servizi. L'indice CIPS che misura l'attività nel settore dei servizi ha mantenuto nel secondo trimestre un valore pari a 57,4, poco al di sotto di quanto registrato nel trimestre precedente (58,1) a causa di un andamento meno favorevole del settore manifatturiero. Il recupero atteso nel settore manifatturiero costituirà un ulteriore stimolo all'espansione economica. Tra le componenti si è registrato un favorevole andamento nei servizi professionali e finanziari, legati soprattutto a un'intensa attività nel settore delle fusioni e

acquisizioni. Positiva anche la domanda nei servizi legati al settore informatico e a quello della logistica.

La Bank of England la scorsa settimana ha aumentato i tassi di 25 pb al 5,75%, tuttavia rimane elevata la probabilità di ulteriori interventi per mantenere il tasso di inflazione entro il target del 2% nel medio periodo. La decisione era ampiamente attesa dal momento che già nello scorso meeting di maggio quattro membri su nove avevano votato a favore di un rialzo dei tassi. Nel comunicato a margine della riunione il Comitato di politica monetaria ha sottolineato che il credito e gli aggregati monetari continuano a crescere rapidamente, la crescita economica si conferma solida, mentre l'inflazione ha rallentato per effetto di un andamento più contenuto dei prezzi del gas e dell'elettricità.

Dal momento che la crescita economica è su livelli prossimi a quelli potenziali, permangono pressioni sui prezzi. Il livello contenuto della capacità produttiva inutilizzata e la dinamica di sviluppo mantengono infatti i rischi per la stabilità dei prezzi orientati verso l'alto. A questo proposito nell'"inflation report" di maggio la Bank of England ha specificato che l'inflazione non tornerà nel medio periodo al di sotto della soglia del 2% in assenza di interventi sui tassi di interesse.

**Regno Unito: prezzi al consumo e prezzi alla produzione
(Var % annua)**



Fonte: Datastream

Nei mesi a venire la Bank of England valuterà con prudenza eventuali manovre sui tassi dal momento che potrebbero avere effetti sulla crescita. L'indebitamento delle famiglie ha raggiunto un livello elevato, pari a circa il 160% del Pil e gli effetti di un ulteriore aumento dei tassi potrebbero essere più forti rispetto a quelli dei precedenti interventi. Ci sono inoltre segni di un rallentamento nella dinamica del mercato immobiliare testimoniati anche dall'indice Halifax sui prezzi delle case che è passato dal 3,0% t/t del primo trimestre al 2,6% nel secondo trimestre dell'anno in corso. Alla luce di queste considerazioni la Banca centrale potrebbe intervenire sui tassi portandoli al 6% nella riunione fissata per il mese di novembre.

					Scorsa sett.	Attuale
	III trim 06	IV trim 06	I trim 07	II trim 07	05/07/2007	11/07/2007
Tassi di cambio						
yen-dollaro	118	119	118	123	122,9	122,4
dollaro-euro	1,27	1,32	1,33	1,35	1,364	1,375
yen-euro	149	157	157	167	167,1	167,4
sterlina-euro	0,68	0,67	0,68	0,67	0,676	0,677
Eurotassi a 3 mesi						
dollaro	5,37	5,36	5,35	5,36	5,36	5,36
euro	3,42	3,73	3,92	4,17	4,19	4,20
yen	0,43	0,57	0,67	0,76	0,76	0,77
sterlina	5,07	5,32	5,62	6,00	6,00	6,01
Titoli di Stato a 10 anni						
Stati Uniti	4,63	4,70	4,65	5,14	5,14	5,07
Germania	3,71	3,96	4,06	4,64	4,64	4,57
Giappone	1,68	1,69	1,65	1,91	1,91	1,88
Italia	4,00	4,22	4,27	4,84	4,84	4,79
Gran Bretagna	4,52	4,74	4,96	5,51	5,51	5,43

Fonte: Datastream, dati di fine periodo

Le previsioni sui prezzi

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

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.