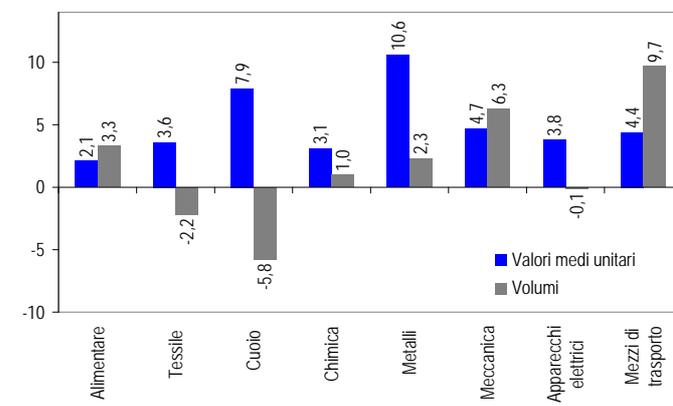


La dinamica dei valori medi unitari e dei volumi delle esportazioni italiane per settore

(anno 2007; var. % a/a)



Fonte: Istat

Pag. 2 - Nel primo scorcio del 2008 i **settori produttivi dell'economia italiana** segnano alcuni cenni di ripresa che attenuano gli esiti della brusca contrazione registrata nel IV trimestre 2007. Le esportazioni totali di merci italiane crescono del 4,9% m/m in gennaio 2008 dopo la caduta di -3,9% di dicembre 2007. Su base annua, il tasso di variazione passa dal -3,1% di dicembre al +12% di gennaio. A livello settoriale, le due grandi "M" che da sole spiegano circa un terzo delle vendite italiane oltre frontiera aumentano del 16,6% nella meccanica e del 12% nei mezzi di trasporto. Gli ordinativi all'industria risalgono in gennaio 2008 del 2,6% m/m dopo il -5,6% di dicembre.

Pag. 5 - La difficile congiuntura delle **famiglie italiane** inizia a riflettersi, oltre che sui comportamenti di spesa, anche sull'evoluzione della domanda di credito dei privati. Il tasso annuo di incremento dei prestiti alle famiglie è sceso dal +10,2% di gennaio 2007 al +7,5% di gennaio 2008. Nell'arco di un anno, la crescita dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni è scesa dal 13,3% di gennaio 2007 al +8,1% di gennaio 2008. Il tasso annuo di incremento del credito al consumo di matrice bancaria è passato dal +12,5% di gennaio 2007 al +5,3% di gennaio 2008.

11

2008

21 marzo 2008

Economia italiana in ripresa nel I trimestre 2008

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

Dopo la contrazione che ha interessato l'economia italiana nel IV trimestre del 2007 gli ultimi dati hanno rafforzato l'ipotesi di una moderata ripresa della crescita nei primi mesi dell'anno in corso.

Le esportazioni totali sono aumentate a gennaio del 4,9% m/m, recuperando la brusca flessione di dicembre (-3,9%). Su base annuale la crescita è passata dal -3,1% al +12%. A livello settoriale l'incremento è risultato significativo nelle macchine e apparecchi meccanici (+16,6% a/a) e nei mezzi di trasporto (+12%) che da soli coprono circa un terzo del totale delle esportazioni italiane.

A gennaio, gli ordinativi all'industria sono aumentati del 2,6% m/m, dopo il -5,6% di dicembre. Viene, quindi, confermata la ripresa dell'attività industriale già segnalata dalla produzione, cresciuta dell'1,3% m/m dopo essersi contratta del 2% nel IV trimestre del 2007.

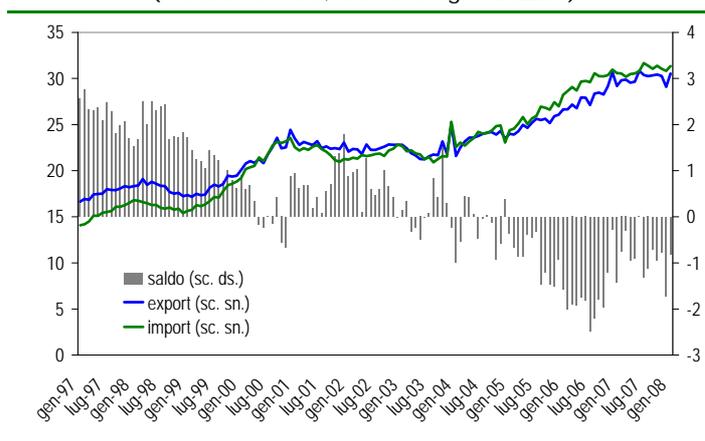
Dopo la contrazione di fine 2007, riprende la crescita dell'export a gennaio

A gennaio è ripreso il trend favorevole delle esportazioni italiane. La crescita annuale è risultata pari al 12% con un valore che ha superato i 26 miliardi di euro. Le importazioni sono cresciute del 12,3% determinando un ampliamento del deficit commerciale, da 3,7 miliardi di euro di gennaio 2007 a 4,2 miliardi. L'interscambio complessivo è stato pari a quasi 60 miliardi di euro a fronte dei 51,7 miliardi del corrispondente mese del 2007.

Su base destagionalizzata le esportazioni sono cresciute a gennaio del 4,9% m/m, recuperando ampiamente la brusca flessione con la quale si era chiuso il 2007 (-3,9% a dicembre) che era stata in parte determinata dallo sciopero nel settore degli autotrasporti e in quello metalmeccanico. A gennaio le esportazioni italiane sono state trainate dalle vendite nei paesi extra-Ue, cresciute del 14,4% m/m. Il valore delle esportazioni nei 27 paesi dell'Unione si è, invece, ridotto dell'1,3% nel confronto con il mese precedente. Sempre a gennaio le importazioni totali sono cresciute dell'1,7% m/m, dopo le due contrazioni che avevano caratterizzato i mesi precedenti (-1% a novembre e -0,7% a dicembre).

La bilancia commerciale italiana

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: Istat

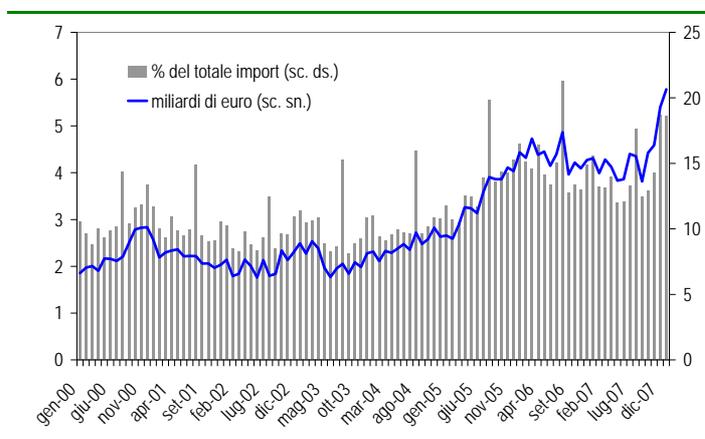
Le esportazioni italiane verso i paesi intra-Ue sono aumentate dell'8% a/a a gennaio mentre le importazioni dell'11,8%. Il saldo commerciale si è conseguentemente deteriorato, passando dai 619 milioni di euro di gennaio 2007 a 125 milioni. Guardando ai singoli paesi della Ue, le vendite in Francia sono cresciute del 10,3% e quelle in Germania del 6,7%. Gli incrementi più significativi si sono avuti in Lituania (+26,2), che rappresenta però solo lo

0,2% delle esportazioni totali, in Polonia (+24,9%) e in Grecia (22,1%). Il deficit commerciale più ampio è stato registrato con i Paesi Bassi (969 milioni di euro), mentre con la Spagna è stato conseguito il maggior surplus (927 milioni).

Cresce il peso dell'energia nelle importazioni italiane

A gennaio il saldo della bilancia commerciale dell'Italia è stato fortemente penalizzato dal comparto dell'energia nel quale le importazioni sono cresciute del 33,9% a/a a fronte di un incremento del 25,8% delle esportazioni. Il disavanzo dell'energia è risultato pari a 5,3 miliardi di euro a fronte dei 3,9 miliardi del gennaio 2007. A gennaio, un saldo negativo è stato registrato anche nel comparto dei prodotti intermedi (1,3 miliardi), mentre sia per i beni di consumo che per i beni strumentali una crescita delle esportazioni superiore a quella delle importazioni ha favorito un ampliamento dell'avanzo commerciale, pari rispettivamente a 0,9 miliardi e 1,5 miliardi di euro.

Il peso dei minerali energetici nelle importazioni italiane



Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat

Guardando ai settori, i maggiori incrementi dell'export a gennaio si sono avuti nei prodotti petroliferi raffinati (+20% a/a) e nei prodotti alimentari, bevande e tabacco (+18,3%). Significativa è apparsa la crescita delle esportazioni nei settori delle macchine e apparecchi meccanici (+16,6%) e dei mezzi di trasporto (+12%) che insieme coprono circa un terzo del totale delle esportazioni italiane. Tra le importazioni, continua a crescere il peso dei minerali energetici. Gli acquisti dall'estero in questo settore hanno raggiunto a gennaio i 5,8 miliardi di euro, pari al 18,6% del totale importazioni, a fronte dei 4,3 miliardi dello stesso mese del 2007 (15,6% del totale). Il disavanzo nel settore dei minerali energetici è cresciuto dai 4,3 miliardi di gennaio 2007 a 5,7 miliardi. Il saldo della bilancia commerciale italiana al netto dei minerali energetici è, quindi, risultato positivo per 1,5 miliardi in aumento dai 589 milioni dell'anno precedente. Le macchine e apparecchi meccanici è il settore che ha registrato l'avanzo commerciale maggiore (3,3 miliardi di euro).

I prezzi delle esportazioni crescono più delle quantità vendute

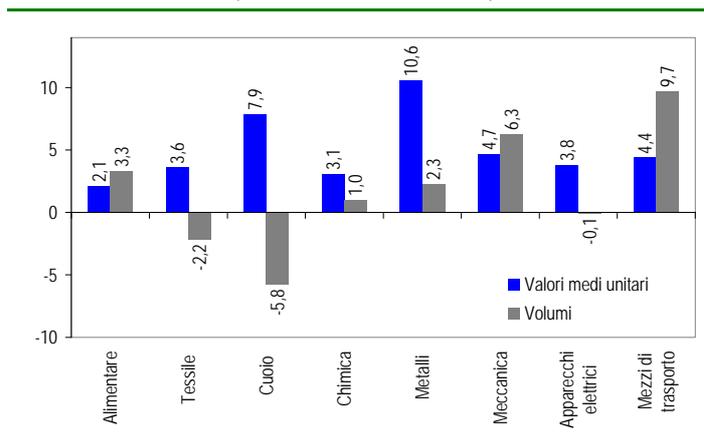
Il calo delle esportazioni a dicembre dello scorso anno (-3,1% a/a) è derivato da una brusca contrazione dei volumi (-8,8%) a fronte di un significativo aumento dei valori medi unitari di vendita (+6,3%). Guardando all'intero 2007, le quantità esportate dall'Italia sono cresciute del 3,1% mentre l'incremento dei prezzi medi di vendita è risultato pari al 4,9%.

Nel 2007 da un punto di vista geografico, non si rilevano differenze significative nella dinamica dei valori medi unitari tra i paesi della Ue e il resto del mondo. In entrambi i casi la crescita è stata pari a circa il 5%, con gli aumenti maggiori applicati alle vendite in Cina (+7,8%). La dinamica dei prezzi delle esportazioni è apparsa, invece, più moderata negli

Stati Uniti (+1,3%). Profonde differenze emergono, invece, analizzando l'evoluzione dei volumi. Le quantità esportate nella Ue sono aumentate solo dell'1,3%, rimanendo praticamente invariate in Germania (+0,3%) e in Francia (+0,5%) e addirittura contraendosi nel Regno Unito (-1,4%). I volumi relativi ai paesi extra-Ue sono, invece, cresciuti del 5,8%. Un incremento significativo è stato rilevato nelle quantità esportate in Russia (+17,8%). I volumi si sono, invece, ridotti negli Stati Uniti (-1,9%) ma soprattutto in Giappone (-8,2%).

La dinamica dei valori medi unitari e dei volumi delle esportazioni italiane per settore

(anno 2007; var. % a/a)



Fonte: Istat

A livello di settore, a fronte di un generale incremento dei valori delle esportazioni nel 2007, emergono andamenti differenti in termini di quantità e di prezzo. I volumi esportati si sono leggermente ridotti nei settori degli apparecchi elettrici (-0,1%) e in quello della lavorazione dei minerali non metalliferi (-1%), mentre sono scesi in maniera rilevante nel tessile (-2,2%) e in particolare nel cuoio e prodotti in cuoio (-5,8%). Gli aumenti più significativi delle quantità esportate si sono avuti nel settore dei prodotti petroliferi raffinati (+10,8%), in quello dei mezzi di trasporto (+9,7%) e in quello delle macchine e apparecchi meccanici (+6,3%). I valori medi unitari delle esportazioni sono, invece, cresciuti in tutti i settori. I rincari maggiori si sono avuti nei metalli e prodotti in metallo (+10,6%), nel cuoio e prodotti in cuoio (+7,9%) e nelle macchine e apparecchi meccanici (+4,7%).

Gli ordini confermano la ripresa dell'attività industriale all'inizio del 2008

A gennaio, gli ordinativi all'industria sono aumentati del 2,6% m/m, recuperando parte della brusca flessione registrata a dicembre (-5,6%). La componente estera degli ordini ha sperimentato un aumento del 5,3%, mentre quella nazionale un più moderato +1,1%. Su base annuale la crescita è balzata dal +0,5% di dicembre al +6,9% di gennaio, con gli ordinativi esteri aumentati di quasi il 10% a/a.

A livello settoriale, gli ordinativi di mezzi di trasporto sono cresciuti a gennaio del 24,3% a/a. Un incremento significativo è stato registrato anche nel settore della macchine e apparecchi meccanici (+18%) e in quello dei prodotti chimici e fibre sintetiche (+11,4%). Gli ordinativi nel settore delle calzature sono aumentati del 6,4%, mentre quelli nel comparto dei metalli e prodotti in metallo del 2,5%. Una contrazione nel confronto con l'anno precedente è stata, invece, rilevata nel settore dei prodotti tessili e dell'abbigliamento (-6,2%).

Il dato sugli ordinativi di gennaio conferma la ripresa dell'attività industriale all'inizio dell'anno, già segnalata dalla produzione, cresciuta dell'1,3% m/m dopo essersi ridotta del 2% nel IV trimestre del 2007.

Gli ultimi dati rafforzano l'ipotesi che, dopo la contrazione del IV trimestre del 2007, l'economia italiana potrebbe aver sperimentato una moderata ripresa nei primi mesi del 2008.

Rallenta il credito alle famiglie

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

A gennaio l'andamento dei prestiti bancari in Italia ha registrato una crescita sostenuta (+10,3% a/a) grazie alla forte dinamica dei finanziamenti con scadenza oltre un anno (+11,8% a/a) e di quelli con scadenza entro i 12 mesi (+7,3% a/a). L'aggregato complessivo è stato trainato prevalentemente dal credito concesso alle società non finanziarie (+13% a/a), mentre per i prestiti alle famiglie è proseguito il rallentamento del tasso di crescita (+7,5% a/a, dal +7,8 di dicembre e dal +10,2% a/a di gennaio 2007) che riflette l'indebolimento della domanda sia di mutui (8,1% a/a a gennaio, dal 13,3% a/a di gennaio 2007) che di credito al consumo (+5,3% a/a a gennaio, dal 12,5% a/a di gennaio 2007).

L'attenuazione della crescita dei finanziamenti per l'acquisto dell'abitazione non si è manifestata in modo uniforme nelle diverse aree territoriali italiane. Tra gennaio e settembre 2007 nelle regioni del Nord il rallentamento della crescita è stato consistente, passando dall'11% all'8,7%; nello stesso periodo nel Meridione il trend è rimasto a due cifre (+15,4% a/a a settembre, +16,5% a/a a gennaio '07). La debolezza congiunturale degli acquisti di beni durevoli si è riflessa sull'andamento del credito al consumo finalizzato. Risulta in crescita, invece, il ricorso ai prestiti diretti, sia con carte di credito sia con cessione del quinto dello stipendio.

A dicembre 2007 la debole dinamica dei depositi bancari (+2,4% a/a) è stata in parte compensata dall'incremento delle obbligazioni (+12,1% a/a). Nel complesso la crescita su base annua della raccolta è stata del 6,5%, un valore tra i più contenuti degli ultimi tre anni.

La congiuntura del mercato creditizio in Italia

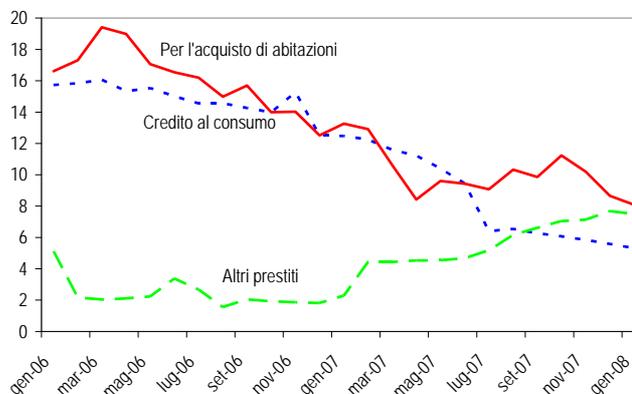
Le rilevazioni di gennaio delle principali variabili bancarie indicano una crescita ancora robusta per i prestiti (+10,3% a/a, +10,1% a/a a dicembre), stabilmente assestata sui livelli raggiunti nel 2007. La dinamica dell'aggregato rimane sostenuta prevalentemente dalla componente a media/lunga scadenza (+11,8% a/a, +11,4% a/a a dicembre) mentre quella a breve termine si conferma sui livelli della fine dello scorso anno (7,3% a/a a gennaio, +7,5% a/a a dicembre), oltre 2 p.p. al di sotto della media del 2007.

Anche sotto il profilo degli utilizzatori il quadro si conferma stabile: particolarmente vivace risulta la domanda di credito delle società non finanziarie (+13% a/a a gennaio, +13,1% a/a a dicembre) mentre continua la graduale attenuazione di quelli alle famiglie (+7,5% a/a a gennaio, +7,8% a/a a dicembre, +10,2% a/a a gennaio 2007). Nell'ambito degli andamenti dei prestiti alle società non finanziarie risultano in accelerazione quelli con scadenza superiore ai 12 mesi (+15,2% a/a a gennaio, +14,7% a/a a dicembre) mentre la dinamica dei crediti con durata fino a 1 anno scende poco al di sotto del 10% a/a a gennaio (+10,8% a/a a dicembre).

I finanziamenti alle branche produttive (società non finanziarie e famiglie produttrici) hanno segnato una flessione significativa della crescita annua rimasta, tuttavia, su livelli elevati (+11,3% a/a a dicembre, +13% a/a a novembre). Tale attenuazione ha riflesso le dinamiche più contenute espresse dall'industria in senso stretto (+13,6% a/a a dicembre, +15,9% a/a a novembre), dall'edilizia (+14,8% a/a a dicembre, +13,3% a/a a novembre) e dai servizi (+9,9% a/a a dicembre, +11,3% a/a a novembre). Nel 2007 l'andamento medio dei prestiti all'economia produttiva (+11,9%) è risultato di oltre tre volte superiore alla crescita degli investimenti fissi lordi (+3,9%).

Per quanto riguarda le famiglie, è continuato il rallentamento della crescita sia dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni (+8,1% a/a a gennaio, +8,7% a/a a dicembre, +13,3% a/a a gennaio 2007) sia di quelli per credito al consumo erogato da banche (+5,3% a/a a gennaio, +5,6% a/a a dicembre, +12,5% a/a a gennaio 2007) mentre è stata leggermente più sostenuta la dinamica degli "altri prestiti" (+7,4% a/a a gennaio, +7,2% a/a a dicembre, +4,4% a/a a gennaio 2007).

Prestiti alle famiglie per tipologia
(var. % a/a)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

L'esame dei dati relativi ai mutui alle sole famiglie consumatrici per area geografica evidenzia come le dinamiche più deboli siano quelle relative all'Italia settentrionale: l'ultimo dato disponibile sugli andamenti territoriali (settembre) segnala, infatti, come in questa parte del paese la crescita dei prestiti ipotecari si sia fermata all'8,7% a/a, mentre al Centro e nel Meridione risulti ancora a due cifre. Il Mezzogiorno, che detiene appena poco più del 20% del totale dei prestiti ipotecari, evidenzia a settembre un tasso di crescita pari al 15,4% a/a non rivelando fino ad ora alcun segnale di decelerazione.

Prestiti alle famiglie consumatrici per acquisto di abitazioni per area geografica
(incidenza % e var. % a/a)

Periodo	Nord	Centro	Mezzogiorno*	Italia
gen-07	10,9	14,7	16,5	12,8
feb-07	10,6	14,5	16,1	12,5
mar-07	8,8	10,9	14,8	10,4
apr-07	6,6	8,7	13,4	8,3
mag-07	7,9	9,7	14,4	9,6
giu-07	8,0	9,8	14,4	9,6
lug-07	7,8	9,4	13,9	9,4
ago-07	8,9	11,1	15,5	10,7
set-07	8,7	10,7	15,4	10,4
Incidenza % a settembre 2007 sul totale nazionale	56,8	22,9	20,3	100,0

*Sud ed Isole

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Il ridimensionamento della crescita del credito al consumo gestito dalle istituzioni di natura bancaria (+5,3% a/a a gennaio, +5,6% a/a a dicembre) risulta particolarmente evidente soprattutto se confrontato con il dato del primo semestre del 2007 (superiore all'11%). Ulteriori conferme di tale flessione sono evidenziate anche dai dati del campione Assofin¹ che offrono un'articolazione delle operazioni per tipologia di prodotto e per numero di operazioni. Secondo i dati dell'Assofin la crescita del 2007 (+14,8%) sarebbe stata determinata soprattutto dal robusto aumento del flusso di credito per prestiti diretti sia in termini di valori assoluti (+21,4%) sia per numero di operazioni finanziate (+11,8%). Parallelamente è, invece, rallentata la crescita dei prestiti finalizzati. In particolare, mentre per l'acquisto di

¹ Il campione Assofin rappresenta circa l'83% dei volumi trattati dalle istituzioni che erogano credito al consumo siano esse bancarie o di natura finanziaria non bancaria.

autoveicoli e motocicli la crescita dei volumi è stata positiva (ma è rimasto fermo il numero dei contratti), per i finanziamenti destinati all'acquisto di elettrodomestici, arredamento e ciclomotori le variazioni sono state negative tanto per gli importi (-2,3% a/a) quanto per il numero delle operazioni (-5,1%). Da questi dati sembra delinearsi un consistente aumento della domanda per necessità di cassa e una contrazione del credito finalizzato all'acquisto di un bene di consumo durevole, fatta eccezione per le autovetture. Tale fenomeno potrebbe essere legato a diversi fattori: dal lato della domanda riflettere la attuale debolezza dei consumi, da quello dell'offerta la preferenza delle società erogatrici verso i prestiti personali piuttosto che per quelli finalizzati.

Ad ulteriore sostegno delle accresciute esigenze di liquidità nel corso del 2007 sono risultati in aumento i volumi movimentati con carte di credito (+6,9% a/a) e la cessione del quinto dello stipendio (+11,6%). Per quest'ultimo prodotto è da evidenziare come l'incremento delle consistenze potrebbe riflettere l'impulso della normativa del 2005 che ha ampliato anche ai dipendenti del settore privato ed ai pensionati l'accesso a questa tipologia di credito.

I dati di gennaio 2008, inoltre, confermano gli andamenti già delineati per lo scorso anno: sostenuto incremento del flusso dei prestiti personali (+19,3% a/a in valore, +7,5% a/a il numero delle operazioni) e significativa contrazione per quelli finalizzati (-5,3% a/a in valore, -17,6% in numero di operazioni) dovuta, in parte, anche alla sopraggiunta debolezza del mercato degli autoveicoli (molti acquisti, tra l'altro, sono stati anticipati agli ultimi mesi del 2007 essendo rimasta a lungo incerta la proroga degli incentivi).

L'andamento del credito nell'area euro

Nell'area euro il perdurare del robusto andamento del credito si è manifestato a gennaio con una crescita dei prestiti rimasta stabile all'11%, con significative differenze dei tassi di sviluppo tra i principali settori economici e tra i diversi paesi.

L'incremento del credito alle società non finanziarie nell'intera area è stato a gennaio del 14,6% a/a (14,5% a/a a dicembre) sostenuto tanto dalla dinamica del credito con scadenza oltre un anno (+15,5% a/a, +15,3% a/a a dicembre) quanto dai finanziamenti a breve che hanno registrato uno sviluppo del 12,6% a/a (12,7% a/a a dicembre). L'evoluzione del credito nei principali paesi denota come a gennaio Germania e Francia abbiano conosciuto un rafforzamento della fase espansiva dei prestiti alle società non finanziarie. A gennaio in Germania la crescita tendenziale è stata pari all'8,2% (+7,4% a/a a dicembre) e quella della Francia del 14,4% (+13,9% a/a a dicembre), mentre in Spagna prosegue il ridimensionamento della dinamica annua che ha portato il tasso di crescita al 18,7% dal 31,4% a/a di gennaio 2007.

Nell'area euro la crescita dei finanziamenti alle famiglie è rimasta stabile al 6,1% a/a, sintesi di una leggera accelerazione della dinamica del credito al consumo (+5,8% a/a, +5,3% a/a a dicembre) e di una modesta flessione dei prestiti per l'acquisto di una abitazione (+6,9% a/a, +7,1% a/a a dicembre). L'analisi di quest'ultima tipologia di finanziamenti per singoli paesi mostra come Francia e Spagna abbiano registrato dinamiche ancora robuste ma in attenuazione (+10,5% a/a e +12,5% a/a rispettivamente), mentre per la Germania prosegue la crescita quasi nulla che ha lasciato le consistenze dei finanziamenti alle famiglie pressoché invariati dal 2002 (€1.421 mld. a dicembre 2002, €1.416 mld. a gennaio 2008).

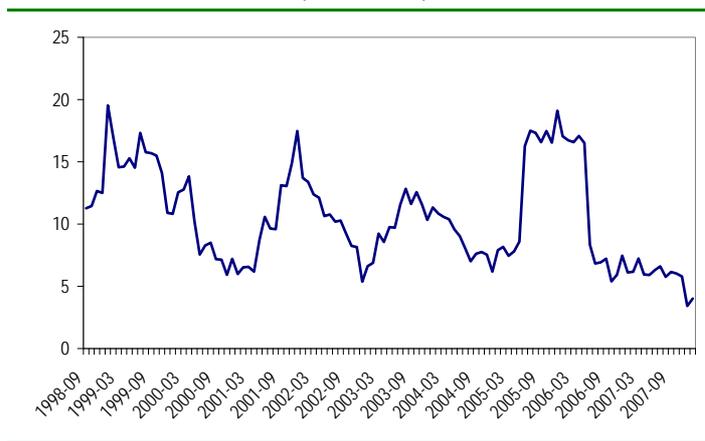
Secondo l'ultima indagine sul credito nell'area dell'euro nel primo trimestre del 2008 l'aspettativa prevalente tra gli operatori è quella di una diminuzione solo moderata della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, mentre l'indebolimento dovrebbe essere più intenso dal lato delle famiglie, sia per mutui che per credito al consumo.

La raccolta in Italia e nell'area euro

La crescita della raccolta bancaria in dicembre è stata del 6,5% a/a (+6,4% a/a a novembre), tra i valori più contenuti rilevati negli ultimi tre anni. L'ultimo mese del 2007 ha fatto registrare un ulteriore rallentamento della crescita dei depositi scesa al +2,4% a/a di dicembre (dal 3,1% a/a di novembre) a causa di un ulteriore rallentamento della dinamica dei conti correnti (+3,3% a/a, +4,3% a/a a novembre). L'attività di *funding* beneficia, quindi, sempre più del collocamento di obbligazioni bancarie (+12,1% a/a, +11,5% a/a a novembre) e della raccolta sull'estero (+23,2% a/a, +25,9% a/a a novembre).

A gennaio nell'area euro i tassi di crescita del totale dei depositi a vista hanno proseguito l'andamento moderato (+4% a/a) già riscontrato nel 2007 dovuto, in parte, all'allocazione di attività finanziarie verso scadenze più protratte in considerazione dei rialzi dei tassi di interesse. Su base storica la dinamica dei depositi a vista risulta attualmente moderata rispetto ai picchi a due cifre conosciuti nel periodo della crisi dei mercati finanziari, dell'avvio della circolazione dell'euro e dei tassi di interesse ai livelli minimi.

Depositi a vista nell'area dell'euro
(var. % a/a)



Fonte: elaborazioni su dati Bce

Stati Uniti: l'economia frena, la Fed taglia i tassi

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

La crisi finanziaria statunitense continua a dispiegare i propri effetti in modo accentuato sull'economia. La Federal Reserve, per rispondere in modo efficace a un quadro economico e finanziario assai complesso, ha fatto ricorso, oltre alle manovre sui tassi, a misure straordinarie di politica monetaria. Per rafforzare il sistema finanziario è stato attuato un intervento coordinato con altre quattro banche centrali, con il varo di un piano di prestiti da 200 miliardi di dollari, sotto forma di obbligazioni del Tesoro americano, che le banche potranno ricevere usando in garanzia titoli legati ai mutui.

La Fed è intervenuta due volte sul tasso di sconto, riducendolo complessivamente di un punto percentuale (dal 3,50% al 2,50%), e ha tagliato il tasso sui fed funds dal 3% al 2,25%. Il ciclo espansivo della politica monetaria è atteso continuare nel corso del 2008. Il tasso sui fed funds potrebbe scendere sotto la soglia del 2% nel corso dei prossimi mesi.

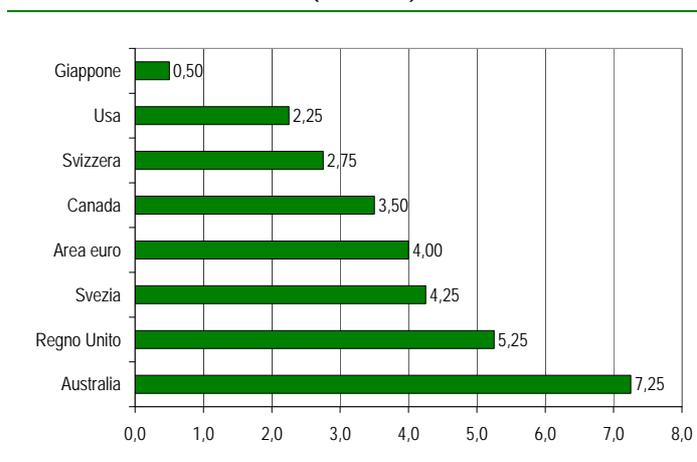
Il Presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, pur evidenziando la possibilità che il rallentamento economico di alcuni fra i maggiori partner commerciali dell'area euro si ripercuota sulla crescita del Pil dell'area, continua a rimarcare la presenza di fattori di rischio per i prezzi. Osservando i cicli di politica monetaria dal 1999, la Bce ha dato avvio a manovre di ribasso dei tassi in fasi di crescita economica analoghe a quelle che potrebbero manifestarsi nel corso del primo trimestre 2008. L'avvio del ciclo di ribasso dei tassi potrebbe avvenire a partire da giugno, in coincidenza con i dati sul Pil del primo trimestre e con l'aggiornamento delle previsioni economiche formulate dalla Bce.

Stati Uniti: la crisi finanziaria spinge la Fed a tagliare ancora i tassi di 75 pb

La crisi finanziaria statunitense continua a dispiegare i propri effetti in modo accentuato sull'economia. I principali indicatori economici nelle ultime settimane hanno evidenziato come l'economia sembra marciare verso la recessione. Il rallentamento, iniziato nel 2007 con la contrazione del settore immobiliare, si è progressivamente diffuso agli altri settori. A ciò ha contribuito la stretta del credito derivante dall'innalzamento degli standard creditizi richiesti dalle banche per la concessione dei prestiti. Gli effetti sono riscontrabili sia in termini di riduzione dell'attività sia di peggioramento del mercato del lavoro.

Tassi di interesse di riferimento

(valori %)



Fonte: Datastream

La produzione industriale nel mese di febbraio ha fatto registrare una variazione negativa (-0,5% m/m) e il tasso di impiego della capacità produttiva è diminuito all'80,9% dall'81,5% di gennaio scendendo al di sotto della media di lungo periodo (81,4%). Questi dati risultano coerenti con le attese di ulteriore rallentamento evidenziate anche dall'andamento delle più recenti indagini di fiducia, come l'indice PMI di febbraio, sceso sotto la soglia dei 50 (48,3) che separa l'espansione dalla contrazione.

A risentire di questo clima di incertezza sono soprattutto i consumatori. Le vendite al dettaglio nel mese di febbraio sono diminuite (-0,6% m/m) in modo più accentuato rispetto al recupero del mese precedente (0,4% m/m). Le componenti che hanno evidenziato una maggior flessione sono state i veicoli a motore, l'arredamento e i materiali da costruzione e le apparecchiature elettroniche.

Il potere d'acquisto delle famiglie continua ad essere eroso da una dinamica sfavorevole del mercato del lavoro, dai corsi dell'energia e dal calo dei prezzi immobiliari. Di riflesso si riduce anche la capacità di indebitamento e il valore delle garanzie offerte alle banche.

In questo contesto, la Federal Reserve si è trovata a dover fronteggiare, oltre ai problemi del rallentamento economico e del controllo sui prezzi, una serie di emergenze legate all'accentuarsi della crisi finanziaria. A tal proposito, il Presidente Ben Bernanke ha dichiarato che la "Fed continuerà a lavorare a stretto contatto con il Tesoro per promuovere mercati finanziari liquidi e ben funzionanti", fattore considerato essenziale per la crescita economica. Per rispondere in modo efficace a un quadro così complesso è stato fatto ricorso, oltre alle manovre sui tassi, a interventi straordinari di politica monetaria.

Prezzo dell'oro e quotazioni del petrolio

(valori in Usd)



Fonte: Datastream

La scorsa settimana la Federal Reserve ha messo in atto un intervento coordinato con altre quattro banche centrali (Bce, Bank of England, Banca nazionale svizzera e Bank of Canada) ampliando gli accordi bilaterali di "swap" e varando un piano di prestiti da 200 miliardi di dollari per rafforzare il sistema finanziario, sotto forma di obbligazioni del Tesoro americano che le banche potranno ricevere usando in garanzia titoli legati ai mutui.

La Fed è inoltre intervenuta introducendo uno strumento operativo denominato *Term Securities Lending Facility* con il quale offrirà titoli del Tesoro per periodi di 28 giorni, a venti banche considerate *primary dealer*. Le banche, partecipando ad aste settimanali che inizieranno il 27 marzo, potranno utilizzare a garanzia di questi prestiti i bond legati a mutui, purchè questi ultimi presentino un rating AAA. La banca centrale statunitense ha deciso quindi di offrire liquidità facendosi carico del rischio di credito in una fase in cui gli operatori non sembrano più disposti a farlo. In aggiunta è stata estesa da 30 a 90 giorni la durata dei finanziamenti ottenibili alla finestra di sconto.

In seguito alle turbolenze legate alla crisi della banca d'affari Bear Sterns la scorsa domenica le autorità monetarie sono intervenute a mercati chiusi, con l'intento di prevenire possibili

difficoltà delle borse, per abbassare il tasso di sconto di 25 pb al 3,25% dal 3,50% con due giorni di anticipo rispetto alla prevista riunione del Fomc.

Infine nella riunione di martedì 18 è intervenuta sul tasso sui federal funds, portandolo dal 3% al 2,25 attraverso una riduzione di 75 pb. Di pari entità è stato anche l'intervento sul tasso di sconto, che passa dal 3,25% al 2,50%.

La lettura del comunicato a margine della riunione del Fomc chiarisce come sul fronte macroeconomico a pesare sulla crescita siano il rallentamento dei consumi e le condizioni di indebolimento del mercato del lavoro. La banca centrale statunitense enfatizza inoltre la fase di difficoltà dei mercati finanziari, alimentata dalla crisi del settore immobiliare. In quest'ottica si giustificano gli interventi operati nei giorni scorsi ricorrendo anche all'ausilio di strumenti alternativi alla manovra dei tassi.

Nella lettura del quadro economico dato dalle autorità monetarie, nonostante l'ampia portata degli interventi, si evidenziano rischi al ribasso circa le prospettive del quadro economico. A questo proposito, anche a fronte di un segnale positivo fornito dall'ultimo dato sui prezzi al consumo e di attese di moderazione nei trimestri a venire, permangono dei timori circa il possibile andamento dell'inflazione. I fattori su cui poggiano le attese di un rallentamento dei prezzi sono un rientro dei corsi dell'energia e delle materie prime e una minor pressione sulla capacità di utilizzo, ma gli sviluppi legati a queste variabili presentano ancora margini di incertezza.

Gli ultimi dati mostrano come l'indice dei prezzi al consumo nel mese di febbraio sia rimasto invariato al 4,0% a/a; anche la componente core si è confermata al 2,3% a/a. Permangono pressioni verso l'alto sui prezzi derivanti dal deprezzamento del dollaro e dall'inflazione in aumento a livello globale, anche se tali dinamiche vengono in parte attutate dal rallentamento della domanda domestica. In assenza di ulteriori shock nel 2008 i prezzi al consumo potrebbero crescere in media del 3,2% a fronte del 2,9% registrato nel 2007.

Nel complesso in soli sei mesi il tasso sui Fed funds è passato dal 5,25% al 2,25%. Una tale velocità e ampiezza negli interventi si sono verificate in passato sempre in coincidenza con le fasi di recessione economica. Il ciclo espansivo della politica monetaria è atteso comunque continuare nel corso del 2008. Nei prossimi mesi il tasso sui Fed funds potrebbe già scendere sotto la soglia del 2%.

Area euro: meno crescita, più inflazione, ma i tassi restano fermi

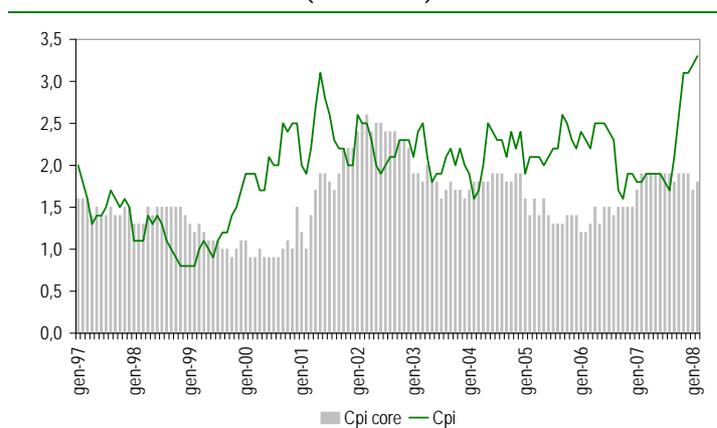
Una lettura dello scenario per l'economia dell'Eurozona può essere data osservando le proiezioni macroeconomiche di marzo 2008 elaborate dalla Bce. Per quanto riguarda il Pil in termini reali, si prevede un tasso di incremento medio annuo compreso tra l'1,3% e il 2,1% nel 2008. Inoltre in prospettiva, il Consiglio direttivo si attende una fase di inflazione relativamente elevata più prolungata rispetto all'orizzonte prospettato alcuni mesi fa. Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo si collocherà tra il 2,6% e il 3,2% nel 2008. Rispetto alle previsioni dello scorso dicembre, gli intervalli di valori previsti per l'inflazione al consumo evidenziano uno spostamento verso l'alto, mentre quelli relativi alla crescita una revisione al ribasso.

Queste indicazioni hanno trovato riscontro nei dati economici più recenti. La prima stima dell'Eurostat ha indicato per il quarto trimestre del 2007 una crescita del Pil in termini reali dell'area dell'euro pari allo 0,4% t/t, dopo lo 0,8% t/t del terzo trimestre. I risultati delle indagini sul clima di fiducia di consumatori e imprese, pur mostrando una flessione rispetto a pochi mesi fa, restano nel complesso coerenti con il perdurare dell'espansione dell'economia. L'indice PMI negli ultimi mesi ha evidenziato un trend decrescente legato in particolare al settore dei servizi. La fiducia delle famiglie continua a deteriorarsi per l'effetto congiunto di prospettive poco favorevoli e di un ridotto potere di acquisto per effetto del rincaro dei prodotti energetici e dei beni alimentari.

Per quanto concerne l'inflazione, la stima flash dei prezzi al consumo nell'area Euro è stata rivista al rialzo a febbraio al 3,3% a/a dall'iniziale 3,2% a/a; si tratta del valore più elevato fatto registrare dalla creazione dell'Unione monetaria. I tre principali paesi dell'area hanno evidenziato tutti valori prossimi al 3% (2,9% la Germania, 3,2% la Francia e 3,1% l'Italia), mentre la Spagna è arrivata al 4,4%. Le maggiori pressioni, sono derivate ancora una volta dal comparto degli alimentari cresciuti dello 0,7% m/m. L'energia appare in moderazione

rispetto al mese precedente pur segnando un aumento di 0,2%^{m/m}. Le spinte al rialzo del comparto alimentare sembrano destinate a perdurare nei mesi a venire per poi decelerare verso la fine del 2008. Queste pressioni saranno comunque attenuate dal positivo effetto base derivante dalla riforma dell'Iva in Germania. Al netto di energia ed alimentari, l'inflazione passa all'1,8% a/a dal precedente 1,7% a/a. Questa componente, rimasta pressoché stabile per tutto il 2007, dovrebbe continuare a muoversi lungo il medesimo trend anche nel corso del 2008. Le attuali dinamiche potrebbero portare a una crescita media dei prezzi nel corso del 2008 pari al 2,7%, ben al di sopra del valore soglia fissato dalla Bce al 2% e oltre mezzo punto superiore rispetto al valore del 2007 (2,1% a/a).

**Area euro: prezzi al consumo e
prezzi al consumo core**
(Var % a/a)



Fonte: Datastream

Il Presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, pur evidenziando la possibilità che il rallentamento economico di alcuni fra i maggiori partner commerciali dell'area euro si ripercuota sulla crescita del Pil dell'area, continua a rimarcare la presenza di fattori di rischio per i prezzi. Secondo la visione della Bce le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro continuano a rimanere solide, anche se i dati macroeconomici più recenti indicano un rallentamento del Pil in termini reali. In questo scenario non sembra esserci spazio per un intervento al ribasso sul tasso di riferimento.

Osservando i cicli di politica monetaria dal 1999, la Bce ha dato avvio a manovre di ribasso dei tassi in fasi di crescita economica molto contenute. Condizioni analoghe potrebbero manifestarsi nel corso del primo trimestre 2008. Dal momento che i dati di crescita del Pil del I trimestre usciranno a giugno, alla vigilia della riunione di politica monetaria della Bce e in congiunzione con le nuove previsioni macroeconomiche della banca centrale, è probabile che possa essere quello il momento di avvio di una riduzione dei tassi, che potrebbe portare il tasso di riferimento al 3% entro il primo trimestre del 2009.

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 15 (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	104,1	104,4	104,5	104,2	104,3	104,7	105,2	105,8	106,2	104,4
2008	105,8	106,2	106,8	107,5	107,7	107,7	107,4	107,5	107,7	108,0	108,3	108,6	107,4
variazioni congiunturali													
	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	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,5	0,4	0,2
2008	-0,4	0,4	0,6	0,6	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
variazioni tendenziali													
	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	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1	2,1
2008	3,2	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,9
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	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,5	104,1	104,5	104,7	104,1	103,9	104,7	105,5	105,9	106,2	104,3
2008	105,4	105,5	106,7	107,3	107,6	107,8	107,4	107,2	107,9	108,3	108,5	108,6	107,3
variazioni congiunturali													
	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	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,4	0,3	0,2
2008	-0,8	0,1	1,1	0,6	0,3	0,2	-0,4	-0,2	0,7	0,3	0,2	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
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	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,6	2,8	2,0
2008	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,2	3,2	3,1	2,6	2,4	2,2	2,9
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	131,8	132,1	132,4	132,6	132,6	133,0	133,5	133,9	132,2
2008	134,4	134,8	135,1	135,3	135,7	135,9	136,2	136,4	136,3	136,4	136,6	136,7	135,8
variazioni congiunturali													
	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	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	0,3	0,2
2008	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	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	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,6	1,8
2008	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9	2,8	2,9	2,8	2,6	2,3	2,1	2,8

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.