

- Editoriale** – Nel decennio 1996-2005 le **medie imprese industriali** hanno saputo fare decisamente meglio della media dell'intera industria italiana. Si sono mantenute produttive ed hanno coltivato la propria proiezione verso l'estero. Questo consente di guardare con maggiore fiducia al futuro in uno scenario internazionale che riscopre spazi di sviluppo per un manifatturiero in grado di riposizionarsi e di competere sulla qualità. E' quanto risulta dall'incrocio delle risultanze del nuovo rapporto Mediobanca-Unioncamere e delle basi informative ISTAT.
- Pag. 5** – Per il quinto mese consecutivo, nello scorso ottobre, il **credito bancario** è cresciuto in Italia a un tasso annuo superiore al 10 per cento. Ad alimentare la progressione degli impieghi non sono solo le famiglie, ma anche le imprese. A livello geografico, si mantiene più vivace la domanda di credito nel Mezzogiorno, ma si riduce il differenziale di crescita tra nord e sud del paese. La qualità del credito rimane nel complesso soddisfacente.

## Editoriale: le medie imprese che fanno l'Italia

*Le medie imprese industriali rappresentano un elemento portante e rappresentativo dell'economia italiana. E' un dato di fatto testimoniato da una pluralità di riscontri statistici. E' una proposizione analitica ormai consolidata nel dibattito teorico sulle determinanti strutturali del sistema-paese. Una conferma di tutto ciò è giunta, nei giorni scorsi, dalla presentazione dell'edizione 2006 del Rapporto Mediobanca-Unioncamere sulle medie imprese. Il nuovo volume aggiorna al 2003 i dati del censimento avviato a partire dalle risultanze del 1996<sup>1</sup>.*

*Il 1996 fu l'anno immediatamente successivo all'ultima, massiccia, svalutazione della lira prima del biennio di convergenza virtuosa che portò l'Italia a qualificarsi per l'entrata nella moneta unica tra il maggio 1998 e l'inizio del 1999. Nella media del 1996 il cambio lira-marco si attestò a quota 1.026, dopo il massimo di 1.240 di aprile 1995. Al 1996 seguirono i tre anni di euro "scritturale" e il definitivo "changeover" di gennaio-febbraio 2002. Il 2003 fu un "annus horribilis" per l'economia italiana, con la crescita reale del PIL azzerata e un punto di minimo anche nella performance delle medie imprese. Il Rapporto Mediobanca-Unioncamere ci dice che nel 2003 circa un quarto delle 3.887 medie imprese oggetto di censimento chiuse il bilancio in perdita e che la quota del margine operativo lordo in percentuale del valore aggiunto da esse prodotto scese al valore più basso (38,1% rispetto a un massimo del 42,2% toccato nell'anno 2000). Poi sono venuti due anni di ulteriori difficoltà, macro e microeconomiche, a cui si aggiunge ora un 2006 i cui i primi tre trimestri registrano i segni di una significativa ripresa. Dal lato macro, i dati che conosciamo sono quelli dei primi tre trimestri del PIL il cui incremento annuo si attesta a settembre intorno all'1,7%. A livello microeconomico, i numeri delle medie imprese, specie di quelle di matrice distrettuale, indicano una forte ripresa dell'export nella prima metà dell'anno.*

*Guardando indietro, l'ultimo decennio ha visto l'andamento delle medie imprese industriali censite da Mediobanca e Unioncamere non perdere terreno rispetto all'andamento medio dell'economia nazionale e fare decisamente meglio rispetto al complesso della componente industriale del sistema produttivo italiano. Posto pari a cento il dato del 1996, il valore aggiunto prodotto dal campione di medie imprese risulta, secondo il Rapporto, salito a quota 138,9 nel 2005. Se noi prendiamo il valore aggiunto ai prezzi base dell'intera economia italiana e ripetiamo lo stesso esercizio troviamo che, pari a 100 nel 1996, l'indice nazionale sale a 140,3 nel 2005. Estendendo il confronto a tutte le grandi aree di attività economica regolarmente censite dall'ISTAT, nel 2005 il valore aggiunto risulta salito solo a 119,4 per il totale della "industria in senso stretto" (l'area dove operano le medie imprese industriali). Cresce invece a 160,5 per il settore delle costruzioni, a 166,8 per i servizi di intermediazione monetaria, finanziaria, assicurativa e immobiliare, a 135,2 per il settore del commercio, trasporti e comunicazioni, al 144,1 per i servizi della PA, della sanità e dell'intrattenimento.*

*Un secondo ordine di approfondimenti è possibile confrontando le medie imprese del campione Mediobanca-Unioncamere con l'accezione solitamente usata per definire le medie imprese industriali. Parliamo delle aziende appartenenti al settore dell'industria in senso stretto con un numero di addetti compreso tra 50 e 249: una compagine che, sulla base dei dati ISTAT, nel 2003 era composta da circa 10.800 imprese<sup>2</sup>. Diversamente, il criterio del Rapporto Mediobanca-Unioncamere innalza il numero massimo di addetti (compresi da 50 a 499), aggiunge una forcella di fatturato (da 13 a 290 milioni di euro) e fissa un requisito di indipendenza dell'azienda da imprese e gruppi più grandi. Su questa base vengono individuate 3.887 imprese che sono poco meno dell'uno per mille dei 4,2 milioni di imprese italiane "industriali e dei servizi" e sono meno dell'uno per cento delle 540mila imprese italiane dell'industria in senso stretto.*

<sup>1</sup> Cfr. Mediobanca-Unioncamere, Le medie imprese industriali italiane (1996-2003), dicembre 2006.

<sup>2</sup> Cfr. ISTAT, Struttura e competitività delle imprese, 11 ottobre 2005.

*Le medie imprese Mediobanca-Unioncamere hanno prodotto nel 2003 un valore aggiunto di 32 miliardi di euro che è pari al 5,5% del valore aggiunto totale delle imprese italiane industriali e dei servizi ed è pari al 14,4% del valore aggiunto dell'industria in senso stretto. Il valore aggiunto delle medie imprese industriali con 50-249 addetti nel 2003 è ammontato a 54 miliardi di euro, al 9,4% del valore aggiunto delle imprese italiane industriali e dei servizi ed è stato uguale al 24,1% del valore aggiunto dell'industria in senso stretto.*

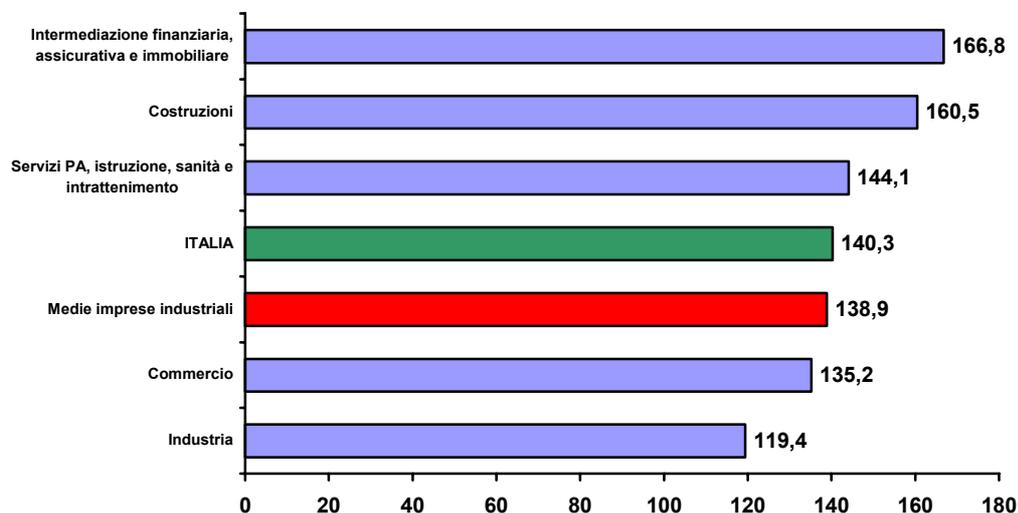
*Il numero medio di dipendenti delle 3.887 imprese Mediobanca-Unioncamere è stato, nel 2003, pari a 148: il valore è esattamente a metà dell'intervallo ISTAT-Eurostat che individua il segmento delle medie imprese con 50-249 addetti. Viceversa, il numero medio di dipendenti delle medie imprese con 50-249 addetti si è attestato nel 2003 a 94. Il valore aggiunto per dipendente delle medie imprese Mediobanca-Unioncamere è stato pari a 56mila euro all'anno (dato 2003) che si confronta con i circa 53mila euro che è il valore aggiunto per dipendente delle medie imprese "50-249" calcolato sui dati ISTAT dello stesso anno 2003. La quota di fatturato esportato è stata pari, nel 2003, al 32,6% per le imprese Mediobanca-Unioncamere e al 32,0% per le medie imprese "50-249" del settore manifatturiero censite dall'ISTAT. Il costo del lavoro per dipendente è stato pari nel 2003 a 34.500 euro nella media delle 3.887 medie imprese del campione Mediobanca-Unioncamere e a 34.100 euro nella media delle 10.738 medie imprese dell'industria in senso stretto con 50-249 addetti censite dall'ISTAT.*

*Il confronto potrebbe proseguire. Ma già questi dati calcolati su indici rappresentativi di aspetti cruciali quali la produttività, l'apertura sull'estero e il costo del lavoro descrivono grandi analogie di morfologia e di risultati tra le medie imprese del campione Mediobanca-Unioncamere e le imprese industriali con 50-249 addetti delle statistiche ISTAT. Entrambe le fonti ci dicono che le medie imprese industriali sono più produttive e più aperte sull'estero della media delle imprese industriali e del complesso delle imprese italiane. Solo per citare un dato, il valore aggiunto per addetto censito dall'ISTAT per il 2004 risulta pari a 54.300 euro (in aumento di quasi 2.000 euro rispetto all'anno precedente) per le imprese industriali con 50-249 addetti rispetto ai 48mila euro del totale dell'industria in senso stretto e ai 38mila euro del complesso delle imprese industriali e dei servizi italiane.*

*Due conclusioni. La prima conclusione è di ordine economico: negli ultimi dieci anni le medie imprese industriali italiane hanno saputo crescere ad un ritmo decisamente superiore a quello del totale dell'industria e sostanzialmente in linea con la progressione media di crescita dell'Italia. Si sono mantenute produttive e hanno coltivato una solida proiezione sull'estero. Questo consente di guardare con maggiore fiducia al futuro in uno scenario internazionale che riscopre spazi di sviluppo per un manifatturiero in grado di riposizionarsi e di competere sulla qualità. La seconda conclusione è di ordine statistico: la rappresentazione delle medie imprese italiane appare "robusta" rispetto al variare delle fonti e delle angolazioni da cui guardiamo ad essa. Nell'Italia dei tanti dualismi, a volte anche solo interpretativi, disporre di un simile punto fermo è già un risultato confortante.*

Giovanni Ajassa

**Valore aggiunto a prezzi correnti**  
*Anno 2005: 1996=100*



Fonti: per le "Medie imprese industriali", il Rapporto Mediobanca-Unioncamere, per le grandi aree di attività economica: ns. elaborazioni su dati ISTAT.

## **Ora sono due le ruote motrici del credito bancario in Italia: famiglie e imprese**

**S. Carletti ☎ 06-47028440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)**

**Per il quinto mese consecutivo il credito bancario è cresciuto nel nostro paese ad un tasso superiore ai dieci punti percentuali. A spingere la crescita non sono più solo le famiglie ma anche le imprese.**

**Malgrado un leggero indebolimento nel comparto dei mutui per l'acquisto di abitazioni, è ancora quello delle famiglie consumatrici il settore che alimenta la più forte domanda di finanziamenti.**

**Tanto nell'area euro quanto in Italia la domanda di credito dovrebbe continuare a mantenersi molto sostenuta, in possibile ulteriore aumento dal lato delle imprese.**

**La qualità del credito rimane complessivamente soddisfacente.**

### **Un andamento del credito favorevole in Italia e in Europa, anche in prospettiva**

Il credito bancario in Italia continua a crescere a ritmi elevati: +10,4% per il totale degli impieghi vivi nei dodici mesi terminanti ad ottobre 2006. E' questo il quinto mese consecutivo che il credito bancario cresce nel nostro paese ad un tasso superiore ai dieci punti percentuali. A determinare questa ulteriore accelerazione di un trend già favorevole (+9,3% nella media del 2005) ha contribuito certamente la migliorata situazione della congiuntura economica. Lo dimostra sia la constatazione che la crescita coinvolge non più solo le famiglie ma anche le imprese sia il fatto che il caso italiano replica una tendenza altrettanto forte in Europa. Indiretta conferma di quest'ultimo aspetto viene dall'andamento dell'intensità creditizia (rapporto impieghi bancari/PIL) in forte crescita non solo in Italia (87% a giugno di quest'anno) ma anche nel resto dell'area euro, con un gap a beneficio di quest'ultima che si mantiene quasi invariato intorno ai venti punti percentuali.

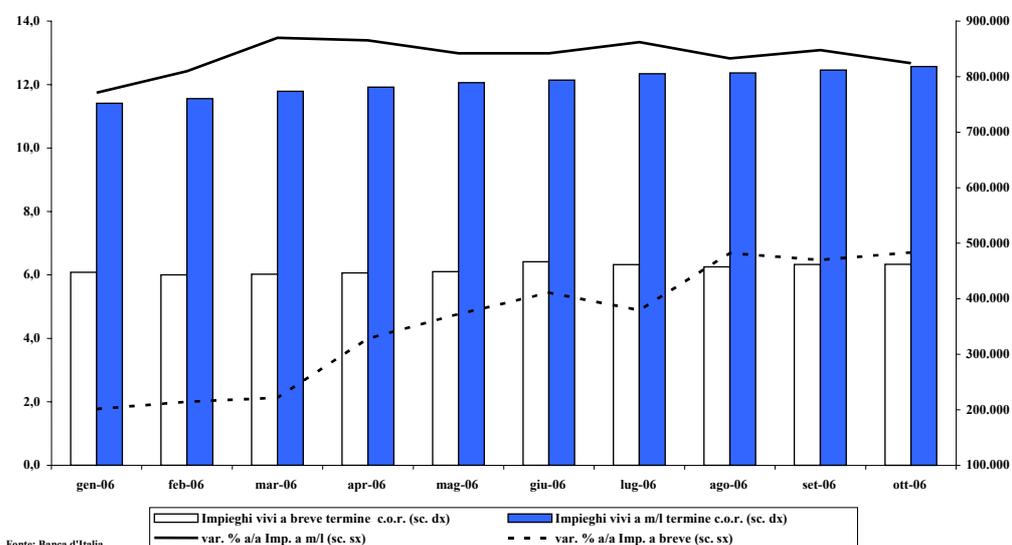
La periodica indagine condotta dalla BCE (cfr. Bollettino mensile di novembre 2006) sottolinea che la domanda di credito nell'area euro dovrebbe continuare a mantenersi molto sostenuta, in possibile aumento dal lato delle imprese e con qualche leggero indebolimento per quanto riguarda le famiglie, soprattutto sul fronte dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Nel caso dell'Italia un sostegno dovrebbe venire per le imprese dal proseguimento del processo di ristrutturazione del debito, dal riavvio di un ciclo di investimenti, dalla modifica dei criteri di gestione stabiliti per il TFR. In definitiva, tanto per il nostro paese quanto per l'insieme dell'area euro due considerazioni di sintesi risultano possibili: la domanda di credito è sostenuta dalla favorevole combinazione di fattori strutturali e congiunturali; quando il credito bancario corre ad una velocità quasi tripla rispetto all'insieme dell'economia (pil nominale) anche l'eventuale limatura di qualche decimo di punto nel tasso di crescita non può modificare il giudizio positivo sul tono complessivo del mercato dei finanziamenti.

### **Novità e conferme nel mercato del credito italiano**

Scendendo in qualche dettaglio, una prima sottolineatura spetta alla significativa riduzione del differenziale di crescita tra impieghi a breve e impieghi a più lunga scadenza: alla decisa accelerazione dei primi (+6,7% ad ottobre rispetto a valori intorno al 2% nella prima parte dell'anno) si affianca la conferma dei secondi su ritmi del 12-13% (12,7% a ottobre). Sul totale degli impieghi vivi a clientela residente quelli a medio a lungo termine ne rappresentano ora il 63,9%, oltre un punto percentuale in più rispetto alla fine dello scorso anno.

Sotto il profilo geografico, si mantiene più vivace la domanda di credito nel Mezzogiorno (+14,2% in termini annui a settembre 2006) anche se il differenziale rispetto al resto del paese si è ridotto: 3,9 pp a settembre 2006 rispetto ai 6,2 pp di dicembre 2005.

**DISTRIBUZIONE DEGLI IMPIEGHI PER SCADENZA**  
(consistenze in mln di euro e variazioni % tendenziali)



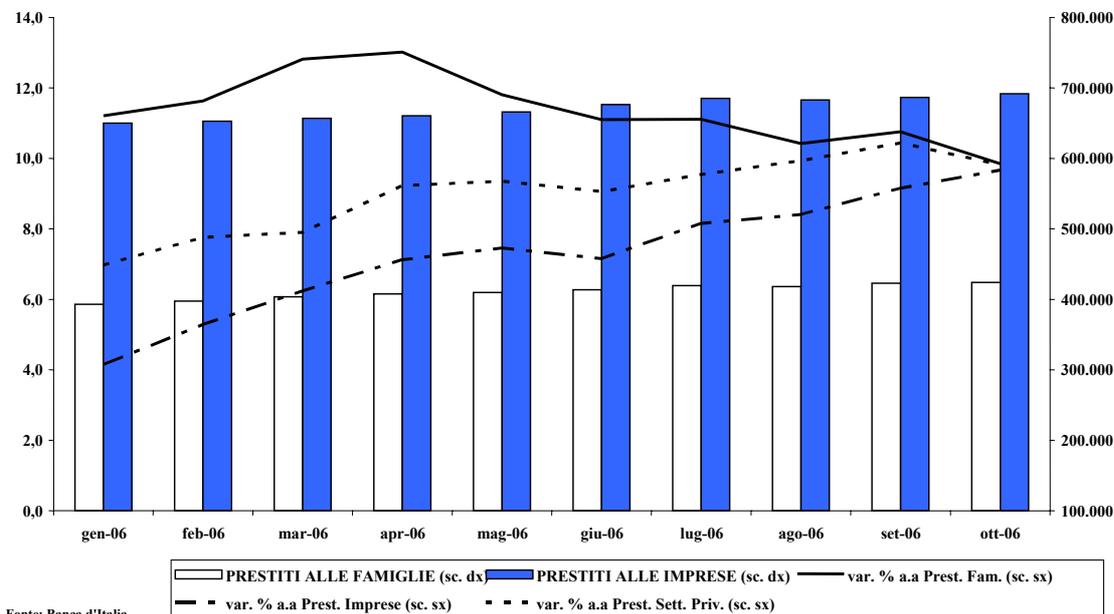
Fonte: Banca d'Italia

Risulta confermato il forte sviluppo del credito alle famiglie consumatrici. I dati evidenziano tuttavia un contenuto rallentamento: in termini annui, +11,9% nel trimestre più recente a fronte di una crescita media nell'ultimo triennio del 13,1%. Guardando alle due maggiori componenti di questo aggregato sembra potersi concludere che il rallentamento più che al credito al consumo (+14,0% ad ottobre) deve essere attribuito ai prestiti concessi per l'acquisto di abitazione. Con un analogo aumento del 14% questi ultimi sembrano in effetti aver rallentato una corsa che nel recente passato in alcuni mesi si era espressa a ritmi superiori al 20%. Alcune circostanze giustificano, tuttavia, una previsione relativamente rassicurante: tassi di crescita così elevati per un periodo così lungo (stock triplicato rispetto a sei anni fa) fanno apparire questo rallentamento quasi fisiologico; in questa prima parte del 2006 il flusso delle cartolarizzazioni è stato maggiore rispetto allo scorso anno (la Banca d'Italia attribuisce a questa circostanza la responsabilità di circa metà della riduzione del tasso di crescita). Non si può, però, sottovalutare l'impatto del mutamento intervenuto nelle condizioni del mercato monetario: tra dicembre 2005 e la fine dello scorso ottobre il tasso di riferimento della BCE è stato aumentato per cinque volte di 25 centesimi con un conseguente aumento di un punto percentuale del TAEG per queste operazioni.

A questo lieve indebolimento dal lato delle famiglie consumatrici si affianca una crescita più robusta della domanda di credito del sistema produttivo: i finanziamenti alle società non finanziarie sono cresciuti del 9,1% nell'ultimo trimestre e al 9,7% nell'ultimo mese, valori entrambi doppi rispetto a quelli di inizio anno; per le micro imprese (famiglie produttrici) la crescita nell'ultimo trimestre è posizionata su un più modesto 5,1%. Le imprese medie e grandi hanno spinto al rialzo la richiesta di finanziamenti a breve termine espressa dalle società non finanziarie (in termini di crescita annua, +1,0% a fine 2005, +6,4% nell'ultimo trimestre). La domanda di prestiti più sostenuta proviene dalle imprese del settore energetico, delle macchine per ufficio e dei prodotti in gomma e plastica. Componente importante di questo scenario è anche il perfezionamento di alcune importanti operazioni fusione e acquisizione.

Come già indicato prima, il favorevole andamento del credito in Italia è largamente speculare a quanto registrato altrove in Europa, con la perdurante eccezione della Germania. Tralasciando il credito al consumo ancora in Italia in una fase decisamente più iniziale, il ritmo di crescita risulta nel nostro paese più consistente di quanto non verificato nella media dell'area euro nel caso dei finanziamenti per l'acquisto dell'abitazione (a settembre 2006, 14,0% rispetto a 11%) mentre il contrario si registra per il credito alle imprese (+9,2% rispetto a +12,7%).

**DISTRIBUZIONE DEGLI IMPIEGHI PER SETTORE**  
(consistenze in mln di euro e variazioni % tendenziali)



### La qualità del credito

Le fasi di rapida crescita del credito alimentano sempre il timore di una meno attenta selezione del rischio. L'ultimo aggiornamento (giugno 2006) sul tasso di decadimento (rapporto tra nuove sofferenze in rapporto al totale dei prestiti non in sofferenza all'inizio del periodo) propone un leggero peggioramento rispetto alla fine dello scorso anno (media per tutti i settori a 0,9% da 0,8%) con qualche miglioramento per l'industria manifatturiera (a 1,4% da 1,5%) ed un peggioramento per le imprese di costruzione (a 1,2% da 1,0%), le imprese di servizi (a 1,1% da 1,0%) e le famiglie consumatrici (a 0,8% da 0,7%).

Se si guarda ai valori assoluti, il flusso di nuove sofferenze registrato negli ultimi dodici mesi nel caso degli impieghi a clientela residente risulta accresciuto del 14,1% rispetto al corrispondente dato rilevato nei dodici mesi precedenti, con aumenti più contenuti per società non finanziarie e famiglie produttrici. L'incremento delle nuove sofferenze più consistente (+17,7%) è relativo alle famiglie consumatrici. Per valutare correttamente questo dato è importante ricordare da un lato che (come segnalato sopra) questo settore ha un tasso di decadimento complessivamente contenuto, dall'altro lato che questo è il settore con il più alto tasso di crescita dei prestiti. Per lo specifico del credito al consumo si può aggiungere quanto segnalato nella sua ultima indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie: la propensione all'indebitamento è cresciuta nelle famiglie appartenenti alle classi di reddito più alte, si è diffusa tra le famiglie con titolo di studio più elevato, è superiore nelle famiglie con capofamiglia di età inferiore ai 50 anni.

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

**A. Sagnotti** ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

**P. Di Falco** ☎ 06-47028442 – [pulisia.difalco@bnlmail.com](mailto:pulisia.difalco@bnlmail.com)

**A ottobre, la produzione industriale recupera buona parte del terreno perduto nel mese precedente. Nei primi dieci mesi del 2006, l'incremento dell'attività produttiva va a superare di poco il 2%. Buone le performance dei mezzi di trasporto e delle apparecchiature elettriche e meccaniche.**

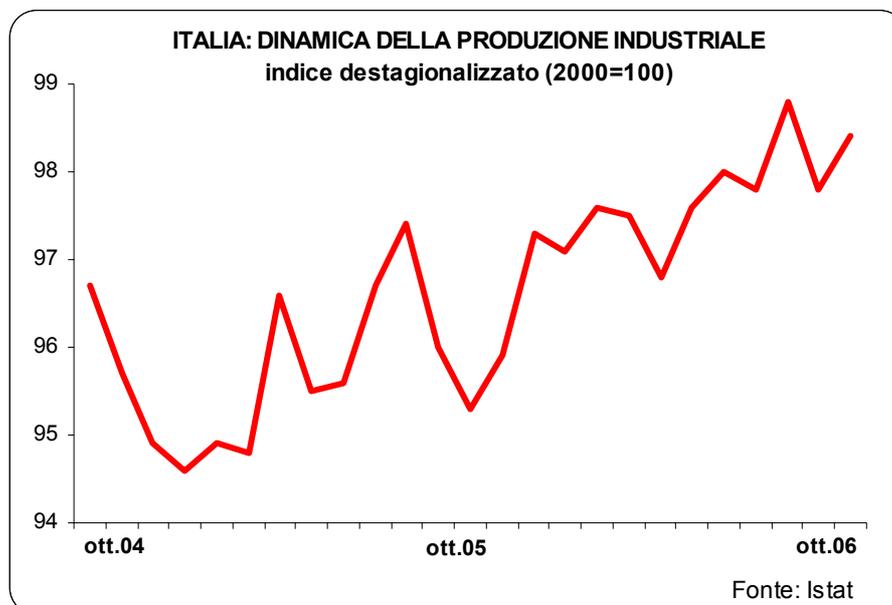
**Nel terzo trimestre del 2006, viene confermata la crescita del Pil dello 0,3% su base trimestrale e dell'1,7% sullo stesso periodo del 2005. Il rallentamento del ciclo è da ascrivere alla contrazione subita da investimenti ed esportazioni. Tengono i consumi e spicca il contributo delle scorte.**

### La produzione industriale reagisce in ottobre

Dopo la frenata di settembre, l'attività manifatturiera è apparsa in recupero in ottobre: l'indice destagionalizzato ha segnato un aumento congiunturale dello 0,6%. La variazione annua corretta per i giorni effettivamente lavorati è stata pari al 3,7%, mentre quella grezza si è attestata a un +6,5%.

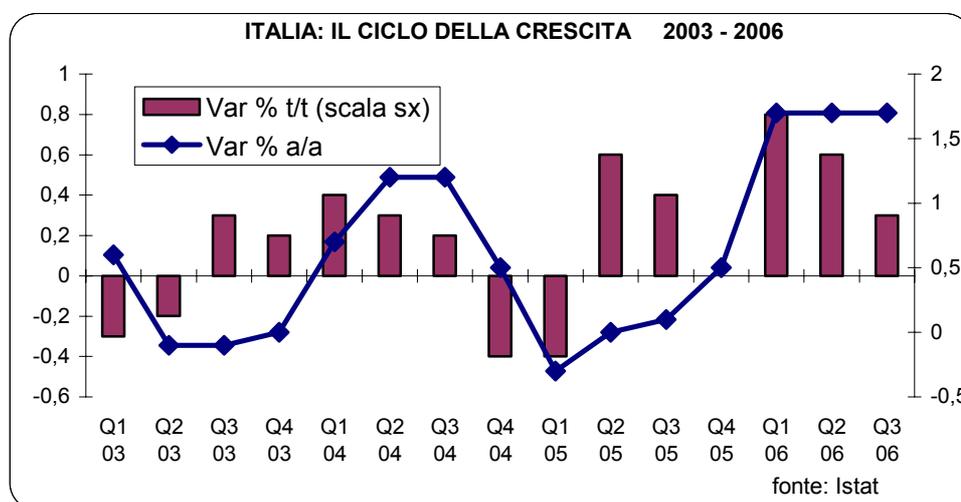
L'andamento dei primi dieci mesi del 2006 evidenzia una crescita della produzione industriale (corretta per i giorni lavorati) del 2,1% rispetto allo stesso periodo del 2005. Si sono registrati incrementi del 4,8% per i beni strumentali, dell'1,9% per i beni intermedi, dell'1,2% per l'energia e dello 0,3% per i beni di consumo (più 0,9% i durevoli, più 0,2% i non durevoli).

La dinamica positiva della produzione industriale dei primi dieci mesi di quest'anno ha interessato la gran parte dei settori di attività economica, con particolare riferimento alla produzione dei mezzi di trasporto, di apparecchi elettrici e di quelli meccanici, mentre, sempre nel periodo gennaio-ottobre, hanno mostrato segni negativi l'industria cartaria, quella del tessile-abbigliamento e la produzione di minerali non metalliferi.



## Rallenta l'espansione economica in Italia

Nel terzo trimestre 2006, il prodotto interno lordo, espresso in valori concatenati con anno di riferimento 2000, corretto per i giorni effettivamente lavorati e destagionalizzato, è aumentato dello 0,3% rispetto al trimestre precedente e dell'1,7% nei confronti del terzo trimestre del 2005. Nel primo e secondo trimestre del 2006, gli incrementi su base trimestrale erano stati rispettivamente dello 0,8 e dello 0,6%, mentre la crescita su base annua si era attestata all'1,7%. Tra luglio e settembre, la performance dell'Italia è risultata inferiore a quella del complesso dell'area dell'euro, il cui prodotto interno lordo è cresciuto dello 0,5% in termini congiunturali e del 2,7% su base annua. In Germania e Regno Unito, si è registrata una crescita su base trimestrale dello 0,6 e dello 0,7%, mentre in Francia è rimasta stazionaria. In termini tendenziali, l'incremento del Pil è risultato pari al 2,8% in Germania, al 2,7% nel Regno Unito e dell'1,8% in Francia.

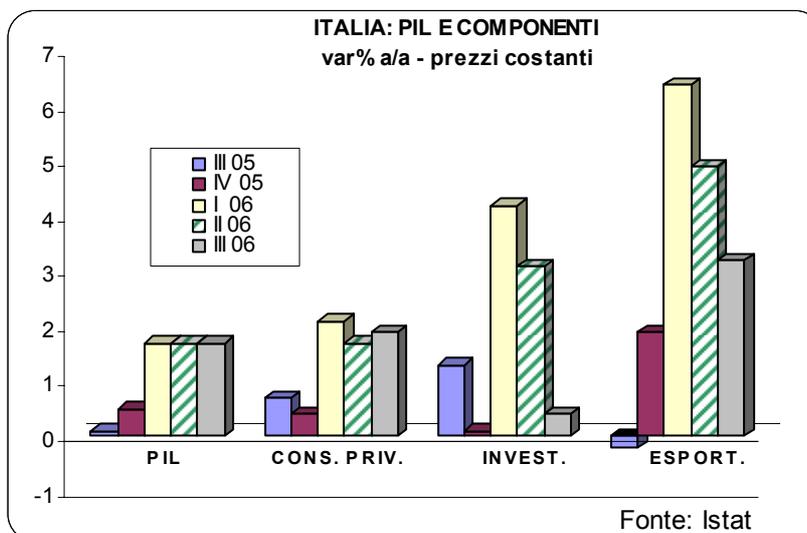


## Contrazione congiunturale per investimenti ed export

Tornando all'Italia, le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 2,1% sul trimestre precedente e del 5,4% nei confronti del terzo trimestre del 2005.

Dal lato della domanda, le esportazioni hanno subito una contrazione su base trimestrale dell'1,7%, gli investimenti fissi lordi dell'1,3%, mentre i consumi nazionali sono aumentati nel complesso dello 0,4%. La spesa delle famiglie è cresciuta dello 0,6%, mentre quella della pubblica amministrazione è diminuita dello 0,2%. Il calo degli investimenti fissi lordi è stato determinato da una contrazione dell'11,7% dei mezzi di trasporto e dello 0,7% delle attrezzature e impianti. Gli investimenti in costruzioni hanno invece registrato un lieve incremento congiunturale dello 0,2%.

In termini tendenziali, le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 3,2%. I consumi delle famiglie hanno sperimentato una crescita dell'1,9%. I consumi di beni semidurevoli sono risultati la componente più tonica (+8,9%), quelli dei servizi sono cresciuti del 3,2%. Gli acquisti di beni non durevoli hanno subito una contrazione dell'1%, mentre la spesa per i durevoli è cresciuta del 2,5%. Gli investimenti fissi lordi hanno segnato un aumento complessivo dello 0,4%. Le costruzioni hanno dato il contributo maggiore, con un +0,9%, i macchinari e attrezzature sono rimasti stazionari, mentre i mezzi di trasporto si sono contratti dello 0,3%.



I dati emersi dalla rilevazione dell'Istat confermano dunque un rallentamento dell'espansione economica più marcato che nel resto dell'Europa. Il maggior contributo alla crescita del Pil su base tendenziale è provenuto dai consumi totali (1,2 punti percentuali contro 1 punto del secondo trimestre). L'apporto degli investimenti è risultato assai contenuto (un decimo di punto a fronte di sei decimi del trimestre precedente), mentre il contributo al Pil da parte delle esportazioni nette è risultato negativo e pari a - 0,6 p.p (nel secondo trimestre era stato positivo per quattro decimi di punto).

Un cospicuo contributo alla crescita del Pil è giunto dalle scorte (circa 1 punto percentuale a fronte di un decumulo del secondo trimestre). Ciò lascia ritenere come le aspettative degli operatori, nel terzo trimestre, siano state superiori alla domanda effettiva, in particolare quella estera, come confermato dalla decelerazione registrata nelle esportazioni. Lo smaltimento degli accumuli di magazzino potrebbe determinare un rallentamento della crescita dell'attività produttiva nel quarto trimestre dell'anno in corso.

## Tassi & cambi nel mondo (sulla base delle informazioni al 13 dic. '06)

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

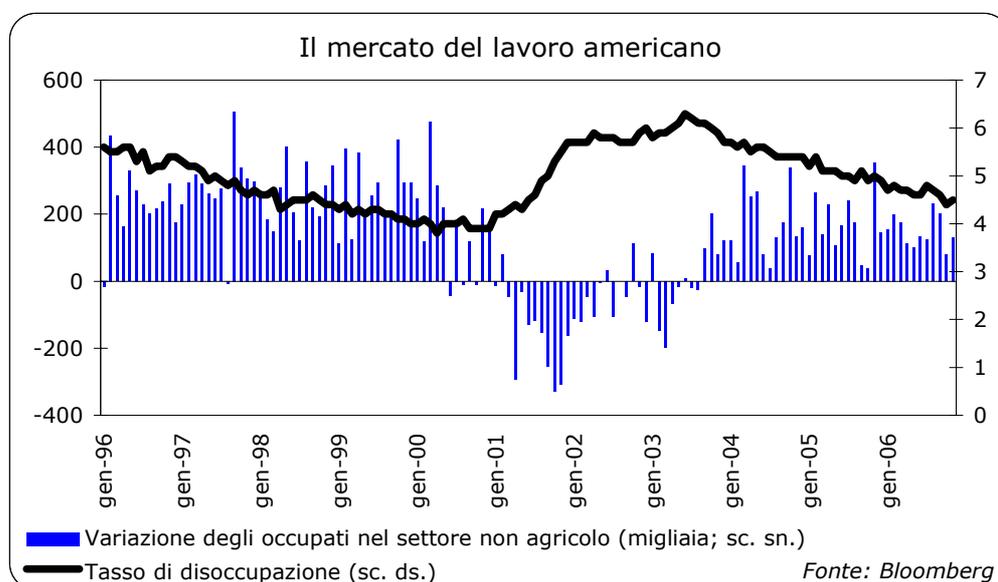
**Negli Usa la Fed ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 5,25%. Gli ultimi dati sul mercato del lavoro hanno evidenziato come l'indebolimento dell'economia americana, iniziato nel settore immobiliare ed estesosi successivamente al manifatturiero, non abbia ancora raggiunto il comparto dei servizi.**

**La Bce ha aumentato il tasso di riferimento al 3,5%. Sebbene non si possano escludere ulteriori interventi, l'incertezza che circonda la crescita nell'area euro porta a ritenere che lo scenario più probabile rimanga quello di un periodo di pausa per la politica monetaria nella prima parte del prossimo anno.**

### Stati Uniti, l'indebolimento della crescita non colpisce ancora i servizi

La Federal Reserve ha lasciato invariato il tasso di riferimento al 5,25% mantenendo il comunicato sostanzialmente immutato rispetto alla precedente riunione. La valutazione della situazione economica è apparsa, però, in leggero peggioramento. Permangono rischi sul fronte dell'inflazione. Non è stata esclusa la possibilità di dover procedere a nuovi aumenti dei tassi qualora l'evoluzione dello scenario lo richiedesse.

Gli ultimi dati hanno evidenziato come la fase di rallentamento attraversata dall'economia americana sia ancora caratterizzata da una disomogeneità nell'evoluzione dei singoli settori. Il dato sul mercato del lavoro ha, infatti, confermato quanto segnalato dall'indice ISM, sceso sotto la soglia dei 50 nel comparto manifatturiero ma cresciuto a 58,9 in quello dei servizi. Nel complesso la creazione di nuove buste paga è risultata migliore delle attese (132 mila a novembre). Ma il dato generale è il frutto di una forte creazione di nuovi posti di lavoro nei servizi (172 mila) a fronte di una distruzione sia nelle costruzioni (29 mila) che nel manifatturiero (15 mila).



A ottobre il deficit della bilancia commerciale americana ha conosciuto una positiva riduzione rimanendo su livelli, comunque, elevati (58,9 miliardi). Nei primi dieci mesi dell'anno lo sbilancio ha raggiunto i 643 miliardi con un peggioramento, rispetto allo stesso periodo del 2005, prossimo al 10%. I conti con l'estero sono stati influenzati dai corsi petroliferi con il prezzo medio del greggio passato dai 46,8 dollari del 2005 ai 58,9 del 2006. Anche sul dato dell'ultimo mese ha pesato fortemente l'andamento della componente energetica.

### Area euro, dopo l'aumento dei tassi una pausa per la Bce all'inizio del 2007

La Bce ha alzato il tasso di riferimento di 25 centesimi portandolo al 3,5%. Dalla lettura del comunicato è emerso un orientamento restrittivo con alcuni elementi che lasciano, però, maggiore libertà per le future decisioni della Bce. Politica monetaria definita ancora accomodante, bassi tassi d'interesse, forte crescita degli aggregati monetari e creditizi, eccesso di liquidità nel sistema. Sono questi i motivi principali per cui la Bce continuerà a monitorare molto attentamente l'evoluzione dello scenario. Ma, a differenza di quanto accaduto in precedenza, la Bce non ha esplicitato un collegamento diretto tra il verificarsi delle proprie previsioni e la necessità di ulteriori restrizioni monetarie. Le previsioni sulla crescita sono state leggermente riviste al rialzo, grazie anche ai più bassi prezzi petroliferi. Alla fine del 2006, il tasso di sviluppo del Pil dovrebbe posizionarsi tra il 2,5% e il 2,9% per poi rallentare nel 2007 tra l'1,7% e il 2,7%. Il contesto inflazionistico è apparso migliore se confrontato con la precedente elaborazione. Nel 2006 la crescita dei prezzi si assesterebbe tra il 2,1% e il 2,3% per poi rallentare moderatamente il prossimo anno (1,5%-2,5%).

Lo scenario della crescita dell'area euro rimane, comunque, incerto. Ad ottobre la produzione industriale ha registrato la seconda contrazione congiunturale consecutiva sia in Francia che in Germania. Nello stesso mese quella italiana è, invece, cresciuta dello 0,6%. In Germania, l'indice ZEW, dopo essere sceso per tutto il 2006, è aumentato a dicembre rimanendo, però, ampiamente al di sotto della media degli ultimi dieci anni. Quindi, sebbene non si possano escludere ulteriori aumenti da parte della Bce, lo scenario più probabile rimane quello di un periodo di pausa per la politica monetaria nella prima parte del prossimo anno. Sarà importante analizzare l'impatto sulla crescita proveniente sia dalle politiche fiscali restrittive, attuate in alcuni stati dell'area, che dal rallentamento degli Stati Uniti. Inoltre, il rafforzamento dell'euro nei confronti della valuta americana dovrebbe ulteriormente penalizzare la crescita. Alcune stime associano ad una variazione del 10% del cambio euro/dollaro un impatto negativo sulla dinamica del Pil dell'area pari allo 0,4%. A tale proposito è opportuno sottolineare come mentre nel primo trimestre del 2006 per acquistare un euro erano necessari circa 1,2 dollari in questi ultimi giorni ne servono 1,32 (+10%).

	dati storici		13/12/2006	previsioni	
	- 12 mesi	- 3 mesi		+ 3 mesi	+ 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	118,4	117,2	117,4	112,0	108,0
dollaro-euro	1,186	1,273	1,322	1,350	1,300
yen-euro	140,4	149,1	155,1	151,2	140,4
sterlina-euro	0,679	0,675	0,673	0,690	0,720
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	4,49	5,38	5,36	4,50	3,00
euro	2,47	3,33	3,67	3,75	3,00
yen	0,07	0,42	0,57	0,70	1,05
sterlina	4,64	5,02	5,28	5,00	4,25
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,46	4,71	4,54	4,20	3,80
Germania	3,37	3,76	3,74	3,55	3,35
Giappone	1,51	1,67	1,61	1,60	1,90
Italia	3,56	4,03	3,99	3,81	3,63
Gran Bretagna	4,22	4,54	4,63	4,30	3,60

## Previsioni sulla crescita economica

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2005	2006* 2007*		2006				2007			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				1,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5
var.% trim su trim annualizzato				5,6	2,6	2,2	1,6	1,4	1,3	1,6	2,0
var.% anno su anno	3,2	3,2	1,6	3,7	3,5	3,0	3,0	1,9	1,6	1,5	1,6

#### AREA EURO

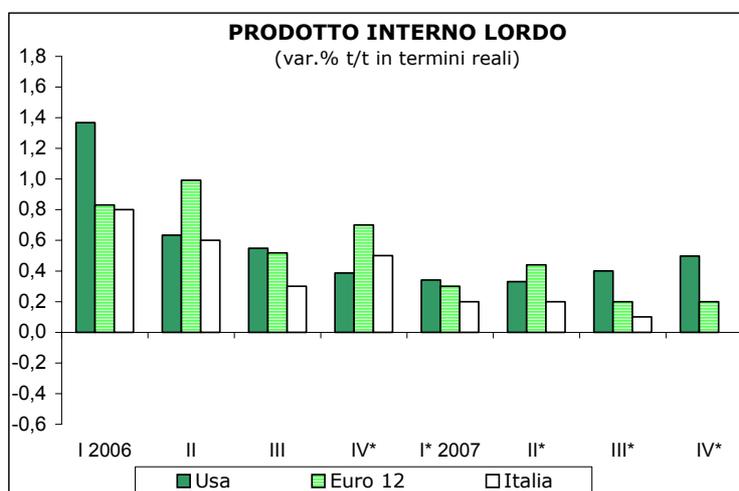
	2005	2006* 2007*		2006				2007			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,8	1,0	0,5	0,7	0,3	0,4	0,2	0,2
var.% trim su trim annualizzato				3,4	4,0	2,1	2,1	1,2	1,8	0,8	0,8
var.% anno su anno	1,4	2,7	1,8	2,2	2,8	2,7	3,1	2,6	2,0	1,6	1,1

#### ITALIA

	2005	2006* 2007*		2006				2007			
	media annua			I	II	III	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,8	0,6	0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0
var.% trim su trim annualizzato				3,2	2,4	1,2	2,0	0,8	0,8	0,4	0,0
var.% anno su anno	0,1	1,8	1,0	1,7	1,7	1,7	2,2	1,6	1,1	0,8	0,6

\* Previsioni

PIL 2005 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	10.010
Euro 12	7.993
Italia	1.417

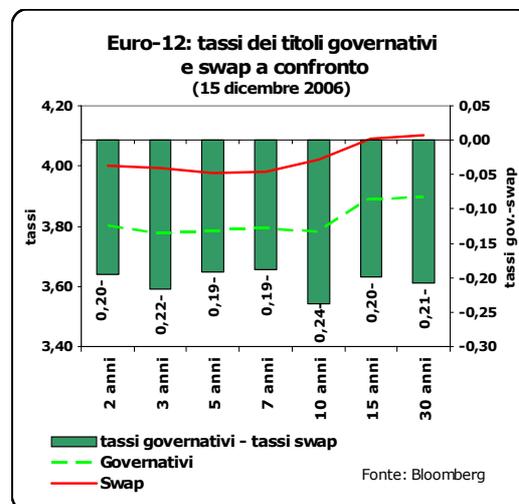
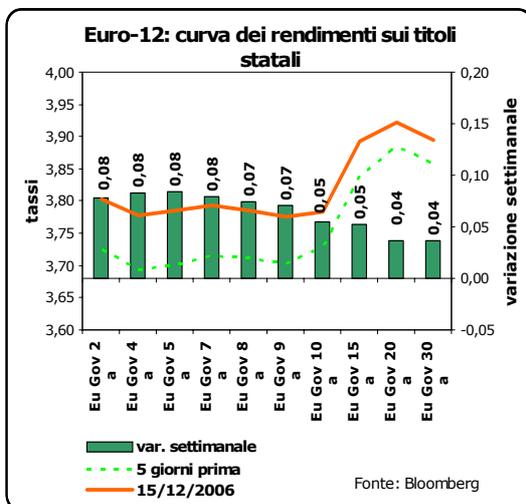


## Le previsioni sui prezzi

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

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

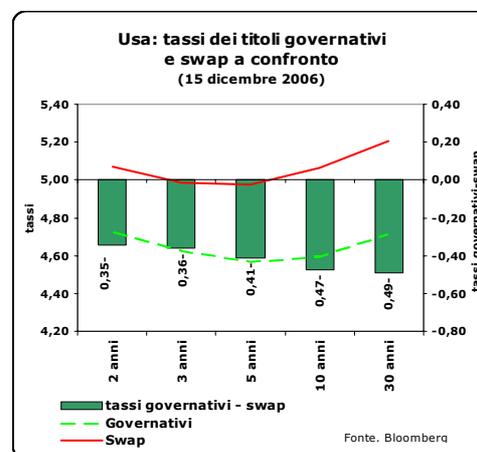
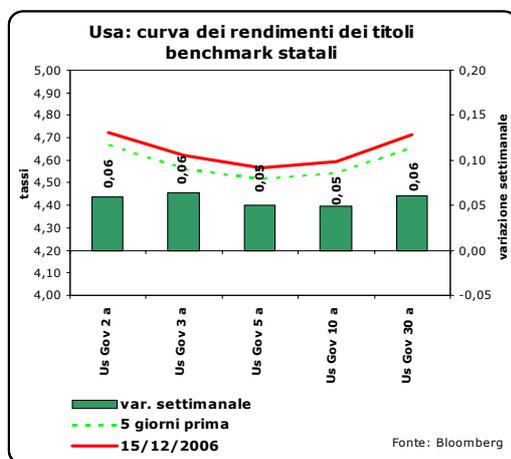
## Panorama Tassi & Euro



	Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute										
	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	13/12/06	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/04	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
USA	1,327	1,327	1,283	1,193	1,263	1,179	-0,1	3,4	11,2	5,0	12,5
Canada	1,527	1,518	1,457	1,374	1,623	1,800	0,6	4,8	11,2	-5,9	-15,2
Australia	1,681	1,689	1,680	1,582	1,680	1,910	-0,5	0,1	6,3	0,1	-12,0
Nuova Zelanda	1,917	1,943	1,936	1,686	1,924	2,223	-1,3	-0,9	13,7	-0,4	-13,8
Giappone	155,3	152,7	151,3	143,5	135,1	133,7	1,8	2,7	8,3	15,0	16,2
Cina	10,35	10,39	10,07	9,64	10,39	9,76	-0,4	2,8	7,4	-0,4	6,0
Argentina	4,041	4,070	3,942	3,587	3,699	1,180	-0,7	2,5	12,6	9,2	242,5
Svizzera	1,595	1,589	1,594	1,543	1,558	1,617	0,4	0,1	3,4	2,4	-1,3
Regno Unito	0,673	0,675	0,674	0,674	0,705	0,711	-0,4	-0,1	-0,2	-4,5	-5,4
Svezia	9,041	9,076	9,094	9,442	9,080	9,470	-0,4	-0,6	-4,2	-0,4	-4,5
Danimarca	7,453	7,456	7,458	7,450	7,445	7,450	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0
Norvegia	8,152	8,135	8,197	7,952	8,414	8,855	0,2	-0,5	2,5	-3,1	-7,9
Cipro	0,578	0,578	0,578	0,574	0,586	0,582	0,0	0,1	0,8	-1,4	-0,7
Repubblica Ceca	27,88	28,02	28,11	29,01	32,41	35,11	-0,5	-0,8	-3,9	-14,0	-20,6
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	253,5	255,4	260,3	252,8	262,5	251,5	-0,8	-2,6	0,3	-3,4	0,8
Lettonia	0,697	0,698	0,696	0,697	0,673	0,667	-0,2	0,2	0,0	3,7	4,6
Lituania	3,453	3,453	3,453	3,453	3,452	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,429	0,429	0,429	0,429	0,432	0,443	0,0	0,0	0,0	-0,6	-3,1
Slovacchia	34,78	35,47	36,10	37,86	41,17	42,99	-1,9	-3,7	-8,1	-15,5	-19,1
Slovenia	239,7	239,7	239,6	239,5	236,7	189,0	0,0	0,0	0,1	1,3	26,8
Polonia	3,801	3,811	3,830	3,830	4,702	4,071	-0,3	-0,8	-0,8	-19,2	-6,6
Russia	34,74	34,87	34,16	34,30	36,89	25,32	-0,4	1,7	1,3	-5,8	37,2
EURO	94,6	94,7	93,5	90,8	92,8	93,3	-0,1	1,2	4,2	1,9	1,4
<b>cambio effettivo nominale</b>											

Fonte: Datastream

## Panorama Tassi & Dollaro Usa



### Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa					
	valuta locale per dollaro Usa											
	13/12/06	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/04	3/1/02	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	1/1/03	3/1/02	
Canada	1,157	1,148	1,137	1,150	1,293	1,598	-0,8	-1,7	-0,6	11,8	38,2	
Australia (*)	0,785	0,784	0,763	0,754	0,753	0,516	0,2	2,9	4,2	4,2	52,3	
Nuova Zelanda (*)	0,693	0,686	0,660	0,705	0,656	0,425	1,1	5,1	-1,7	5,7	63,0	
Giappone	117,5	115,3	118,1	120,0	107,2	131,8	-1,8	0,5	2,2	-8,8	12,2	
Corea del Sud	924	927	935	1.034	1.198	1.320	0,3	1,2	11,9	29,6	42,9	
Filippine	49,40	50,06	49,75	53,63	55,54	51,60	1,3	0,7	8,6	12,4	4,5	
Indonesia	9.070	9.110	9.128	9.785	8.418	10.370	0,4	0,6	7,9	-7,2	14,3	
Singapore	1,541	1,540	1,559	1,674	1,700	1,849	-0,1	1,2	8,6	10,3	19,9	
Thailandia	35,25	35,67	36,50	41,12	39,61	44,05	1,2	3,6	16,7	12,4	25,0	
Cina	7,83	7,82	7,87	8,08	8,28	8,28	0,0	0,5	3,2	5,8	5,8	
India	44,72	44,64	44,86	46,15	45,63	48,27	-0,2	0,3	3,2	2,0	7,9	
Argentina	3,06	3,06	3,08	3,01	2,94	1,00	0,0	0,7	-1,6	-3,8	-67,4	
Brasile	2,15	2,15	2,16	2,26	2,89	2,30	-0,1	0,7	5,3	34,6	6,8	
Cile	527,3	525,2	527,5	511,5	593,0	646,3	-0,4	0,0	-3,0	12,5	22,6	
Colombia	2.275	2.280	2.280	2.280	2.780	2.297	0,2	0,2	0,2	22,2	0,9	
Messico	10,83	10,87	10,92	10,63	11,24	9,11	0,3	0,8	-1,9	3,7	-15,9	
Perù	3,21	3,21	3,22	3,43	3,46	3,44	0,0	0,3	6,9	7,8	7,2	
Uruguay	24,40	24,40	23,89	23,30	29,32	14,75	0,0	-2,1	-4,5	20,2	-39,5	
Venezuela	3.083	3.111	2.946	2.587	2.852	759	0,9	-4,4	-16,1	-7,5	-75,4	
Israele	4,18	4,20	4,29	4,60	4,39	4,48	0,3	2,6	9,9	4,9	7,1	
Sud Africa	6,98	7,08	7,26	6,31	6,62	12,37	1,4	4,0	-9,7	-5,2	77,2	
Turchia	1,4236	1,4429	1,4467	1,3452	1,3966	1,4298	1,4	1,6	-5,5	-1,9	0,4	
Area dell'Euro (*)	1,327	1,327	1,283	1,193	1,263	0,904	-0,1	3,4	11,2	5,0	46,8	
Regno Unito (*)	1,966	1,965	1,902	1,770	1,786	1,439	0,1	3,4	11,1	10,1	36,6	
Svizzera	1,207	1,196	1,245	1,294	1,239	1,650	-0,8	3,2	7,3	2,7	36,8	
Danimarca	5,64	5,61	5,82	6,24	5,91	8,28	-0,5	3,2	10,6	4,7	46,8	
Norvegia	6,15	6,13	6,39	6,67	6,68	8,87	-0,3	4,0	8,5	8,6	44,3	
Svezia	6,84	6,83	7,10	7,91	7,18	10,28	-0,1	3,8	15,7	5,0	50,4	
Russia	26,26	26,18	26,62	28,86	29,45	30,14	-0,3	1,4	9,9	12,2	14,8	
Polonia	2,87	2,87	2,99	3,22	3,73	3,96	-0,2	3,9	11,9	29,9	37,7	
Repubblica Ceca	21,02	21,11	21,91	24,32	25,65	35,27	0,4	4,2	15,7	22,1	67,9	
Ungheria	191,3	192,6	202,7	211,4	209,3	272,9	0,7	6,0	10,5	9,4	42,6	
<b>DOLLARO USA</b>	92,2	91,2	93,3	97,0	94,6	122,0	1,1	-1,2	-4,9	-2,5	-24,4	

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.