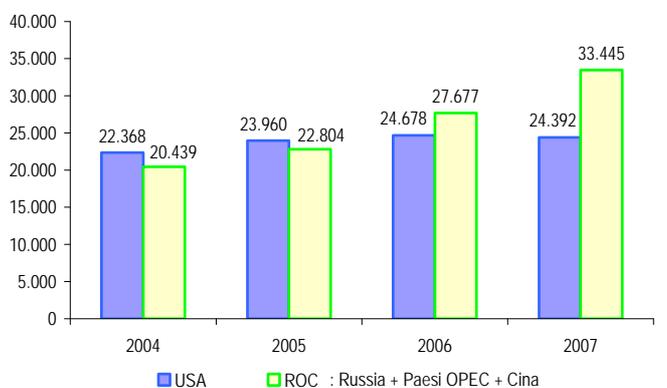


Esportazioni italiane verso gli USA e i "ROC" (milioni di euro)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Istat

Pag. 2 - Meno USA, più "ROC". Grazie a un incremento record di 5,8 miliardi di euro delle vendite a Russia, paesi OPEC e Cina, **i risultati dell'export italiano** nel 2007 risentono in minima misura del calo degli acquisti di nostri prodotti da parte degli USA. L'ottima performance delle esportazioni verso le economie emergenti appare confermata dai dati diffusi oggi dall'Istat per gennaio 2008 che segnano rispetto a gennaio 2007 una crescita del 32% nelle vendite di merci italiane a Russia, OPEC e Cina. Bene, nei conti annuali del 2007, anche le esportazioni a Germania e Francia che aumentano del 7% rispetto al 2006. A livello settoriale, sono le tre "M" di mezzi di trasporto, metallurgia e meccanica a correre più di altri. Accanto a molte luci si stagliano, però, anche due ombre: il debole andamento dello scorso dicembre, verosimilmente attribuibile agli effetti degli scioperi degli autotrasportatori e dei metalmeccanici; un ulteriore deterioramento della competitività di prezzo del nostro export dovuto ad una crescita della produttività che in Italia rimane significativamente più bassa rispetto ai nostri principali concorrenti.

Pag. 5 - Nei conti con l'estero dell'Italia va bene la bilancia commerciale, passata dal deficit di 9,5 miliardi del 2006 al surplus di 3,6 miliardi del 2007. Risultati non altrettanto incoraggianti si registrano nel comparto dei redditi, ovvero nei flussi di interessi pagati e ricevuti sulle passività e sulle attività finanziarie "scambiate" tra Italia e resto del mondo. Nel 2007 il deficit dei redditi nella bilancia dei pagamenti italiana è cresciuto a 19,3 miliardi rispetto ai 13,6 miliardi del 2006. Dietro questi importi è facile individuare il contributo del pagamento degli interessi sulla quota del debito pubblico italiano in mano a investitori non residenti che, pari a poco più del 5% all'inizio degli anni Novanta, supera oggi il 50% del totale.

07

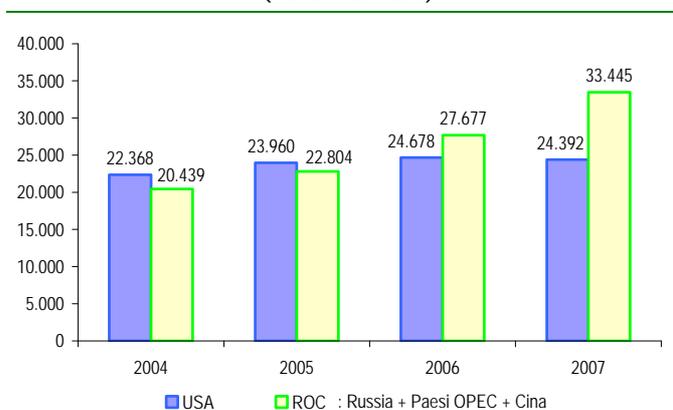
2008

22 febbraio 2008

Editoriale: meno USA, più "ROC"

Esportazioni italiane verso gli USA e i "ROC"

(milioni di euro)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati Istat

Nonostante un dicembre piuttosto buio, il 2007 si è rivelato un anno pieno di luci per l'export italiano. I dati sul commercio estero diffusi dall'ISTAT nei giorni scorsi lo hanno confermato con molte evidenze.

Nel 2007 l'export italiano in valore è cresciuto del 9,7%. Le vendite ai paesi dell'Unione europea sono aumentate del 9,1%, quelle al resto del mondo del 10,5%. Su base geografica, i nostri primi due clienti europei e mondiali – Germania e Francia – hanno accresciuto il valore degli acquisti di merci italiane di circa il 7,5%. Le esportazioni in Spagna sono aumentate del 12,1%. Fuori dell'Europa, al pari di altri paesi l'Italia ha pagato il prezzo del severo rallentamento dell'economia americana e del consistente deprezzamento del dollaro sull'euro. Le nostre esportazioni verso gli USA sono calate dell'1,2% nel 2007. Ma le vendite italiane sono cresciute del 25,4% in Russia, del 22,5% nei paesi OPEC e del 10,7% in Cina. Parlando di soldi invece che di percentuali, il valore in euro delle esportazioni italiane verso quelli che potremmo chiamare i "ROC" – la somma di Russia, OPEC e Cina – è cresciuto in un anno di ben 5.768 milioni di euro. La discesa del valore dell'export verso gli Stati Uniti si è fermata a 286 milioni di euro. L'aumento del complesso di Russia, OPEC e Cina è stato diciannove volte superiore alla riduzione degli USA. La quota dei paesi ROC sul totale dell'export italiano è salita dal 7,2% del 2004 al 9,3% del 2007. Il peso degli Stati Uniti è sceso dal 7,9% al 6,8%. L'ottima performance delle esportazioni verso le economie emergenti appare confermata oggi dai dati diffusi dall'Istat per gennaio 2008 che segnano rispetto a gennaio 2007 una crescita del 32% nelle vendite di merci italiane a Russia, OPEC e Cina.

Guardando ai settori, nel 2007 i sette comparti che hanno pesato di più sulle vendite di merci italiane all'estero sono stati, nell'ordine, la meccanica, la metallurgia, i mezzi di trasporto, i prodotti chimici, gli apparecchi elettrici, il tessile e abbigliamento e i prodotti alimentari. I primi tre settori industriali per peso sull'export si sono distinti anche per la vivacità degli aumenti delle esportazioni rispetto al 2006. La meccanica è cresciuta del 12,6%. I metalli e prodotti in metallo sono aumentati del 14,7%. Le vendite all'estero di mezzi di trasporto prodotti in Italia hanno spiccato un salto record di ben sedici punti percentuali. Incrociando i settori con le aree geografiche si vede che l'export italiano verso l'Europa ha brillato soprattutto grazie alle tre "M" di meccanica (+11,3%), metallurgia (+15,6%) e mezzi di trasporto (+13,1%) e agli alimentari le cui vendite intra-unione sono cresciute di quasi il 9%. Fuori dell'Unione europea, la palma del settore più dinamico delle nostre esportazioni è andata ai mezzi di trasporto le cui vendite estere sono aumentate del 23,2%. Incrementi superiori al dieci per cento anche per i comparti dei metalli, della

meccanica e degli apparecchi elettrici. Meglio che sui mercati europei sono andate le vendite extra-europee di prodotti italiani del tessile-abbigliamento e del cuoio e calzature (rispettivamente, +6% e +5,2% nel 2007 rispetto al 2006).

I dati del 2007 dicono che l'Italia dell'export ha saputo far bene in uno scenario certamente impegnativo. Le imprese italiane stanno innalzando la qualità media dei propri prodotti, sia essa tecnica ed intrinseca sia di immagine percepita dai consumatori internazionali. Parallelamente, è forse vero che, dopo anni di invasioni di prodotti a basso costo provenienti dalle economie emergenti, almeno una certa fetta del mercato mondiale sta accrescendo la domanda di prodotti maggiormente differenziati. In questo spazio di riposizionamento della domanda e dell'offerta si inserisce il successo dell'export italiano nel 2007. Dopo anni di eclissi, c'è stato il ritorno alla ribalta di fondamentali protagonisti dell'export italiano che si affiancano a nicchie di eccellenza da sempre presidiate. L'automobile è tornata a correre insieme all'alta moda. Dietro tanta luce, continua però ad allungarsi più di un'ombra.

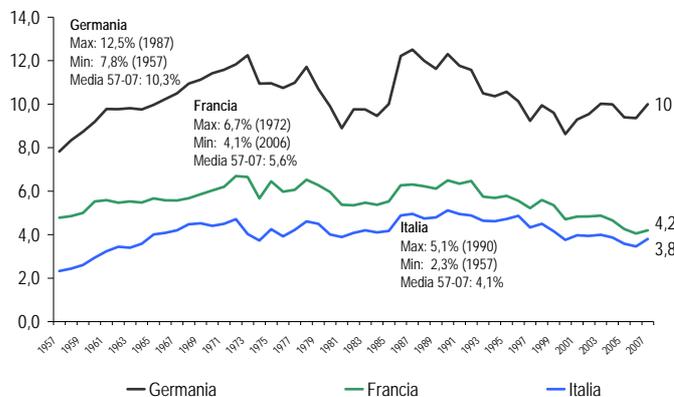
A livello congiunturale, non si può tacere la brusca caduta registrata dalle vendite estere dell'Italia nello scorso dicembre. Rispetto allo stesso mese del 2006 c'è stata una riduzione di quasi cinque punti percentuali. Ma la causa principale di questa improvvisa e generalizzata battuta d'arresto risiede verosimilmente negli effetti degli scioperi che nello scorso dicembre hanno interessato il settore dei trasporti e quello metalmeccanico. Tutti ricordiamo le immagini nei telegiornali degli scaffali semi-vuoti nei supermercati e delle file dei TIR in sosta agli autoporti del Brennero e di Ventimiglia. Come accaduto ai supermercati italiani, è probabile che anche i rivenditori esteri di nostri prodotti abbiano registrato ritardi o rinvii nelle consegne di merce dall'Italia durante l'ultimo scorcio del 2007.

Più grave del calo di dicembre appare invece la situazione degli indici di competitività di prezzo dell'export italiano. Le ultime statistiche diffuse dal Fondo monetario dicono che nel corso del 2007 il cambio reale effettivo dell'Italia deflazionato con i costi unitari del lavoro è ulteriormente peggiorato di circa quattro punti percentuali. Lo stesso indicatore è rimasto pressoché stabile in Germania ed è solo marginalmente aumentato in Francia. Questo vuol dire che, attraverso consistenti aumenti di produttività, i nostri concorrenti d'oltralpe hanno saputo compensare gli effetti di un apprezzamento del 9% registrato dall'euro sul dollaro nel corso del 2007 rispetto alla media del 2006. Noi non siamo stati altrettanto bravi.

Elaborazioni da noi compiute sugli archivi storici del commercio mondiale indicano come solo due paesi tra le grandi economie industrializzate hanno oggi un peso sulle esportazioni mondiali pressoché uguale alle medie degli ultimi cinquanta anni. Questi due paesi sono la Germania e l'Italia. Diversamente, tra il 1957 e il 2007 la quota degli USA si è dimezzata. Quella del Regno Unito è calata di due terzi. I pesi di Giappone e Francia risultano più bassi di oltre un punto percentuale. Almeno per l'export, il declino non abita in Italia. Ma un più consistente e duraturo miglioramento della produttività a livello di sistema paese rimane "la" sfida da vincere per non disperdere quanto di buono realizzato dall'export italiano nel corso del 2007.

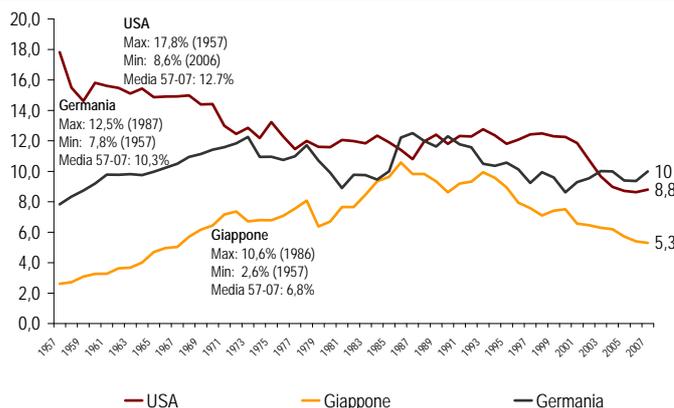
Giovanni Ajassa

Quote di mercato sull'export mondiale negli ultimi 50 anni: Germania, Francia, Italia
(valori %; 2007: gennaio-ottobre)



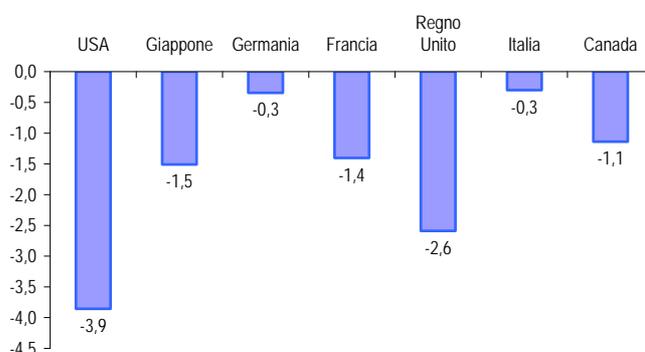
Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati FMI

Quote di mercato sull'export mondiale negli ultimi 50 anni: USA, Giappone, Regno Unito
(valori %; 2007: gennaio-ottobre)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati FMI

Quote di mercato sull'export mondiale: differenze tra i dati del 2007 e le medie 1957-2007
(valori %; 2007: gennaio-ottobre)



Fonte: elaborazioni BNL Servizio Studi su dati FMI

Conti con l'estero dell'Italia: migliora il saldo delle merci, ma peggiorano i servizi e i redditi

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

Nel 2007 i conti con l'estero dell'Italia sono leggermente migliorati. Il deficit corrente è sceso dai 37,9 miliardi di euro del 2006 a 33,7 miliardi, con un'incidenza sul Pil stimata in poco più del 2% (dal 2,6% del 2006).

Nel 2007, mentre il saldo delle merci è migliorato sensibilmente (da -9,5 miliardi di euro a +3,6 miliardi) quello dei servizi è peggiorato con un aumento del disavanzo da 1,5 miliardi a 6 miliardi, il peggior risultato degli ultimi venti anni.

I dati sulle singole voci che compongono i servizi, disponibili solo fino a settembre del 2007, segnalano il peggioramento del saldo del settore turistico. Da gennaio a settembre l'avanzo si è ridotto da 10,2 miliardi di euro del corrispondente periodo del 2006 a 9,2 miliardi (-9,2%) come risultato di un incremento della spesa degli italiani all'estero (+9,3%) maggiore dell'aumento delle spese degli stranieri in Italia (+2%).

Nel 2007 il disavanzo dei redditi si è ampliato (da 13,6 miliardi di euro a 19,3 miliardi). Dal 1990 al 2007 i redditi pagati da soggetti residenti in Italia a non residenti come remunerazione di investimenti di portafoglio sono cresciuti da 1,8 miliardi di euro nel 1990 a 43,6 miliardi nel 2006 e 36 miliardi nei soli primi tre trimestri del 2007. La posizione sull'estero dell'Italia continua ad essere influenzata dalla politica di gestione del debito pubblico. La quota di titoli del debito pubblico detenuti da soggetti non residenti è quasi decuplicata, passando dal 5,4% del totale nel 1990 ad oltre il 50% nel 2007.

Leggero miglioramento per i conti con l'estero dell'Italia nel 2007

Nel corso dell'ultimo decennio le relazioni economiche tra l'Italia e il resto del mondo hanno registrato profondi cambiamenti. Lo strumento più adatto a cogliere i dettagli di tale evoluzione è rappresentato dalla bilancia dei pagamenti che fornisce utili indicazioni sulla competitività internazionale del paese e sulla sua autosufficienza intesa come grado di dipendenza dall'estero nel reperimento di merci, servizi, capitale umano e risorse finanziarie¹.

Nei primi anni novanta la bilancia di parte corrente italiana presentava un disavanzo in crescita che raggiunse il massimo nel 1992 (18,6 miliardi di euro pari al 2,3% del Pil). Negli anni successivi le politiche fiscali restrittive contrassero bruscamente la domanda interna mentre il forte indebolimento della valuta fornì sostegno alle esportazioni. La posizione sull'estero dell'Italia migliorò. Il conto corrente iniziò a registrare un saldo positivo che superò nel 1996 i 30 miliardi di euro pari ad oltre il 3% del Pil. Negli ultimi dieci anni si è, però, assistito ad un lento ma significativo deterioramento. Dal 2000 il saldo è risultato sempre negativo ampliandosi fino a raggiungere nel 2006 i 37,9 miliardi di euro pari al 2,6% del Pil, il peggior risultato dal 1990.

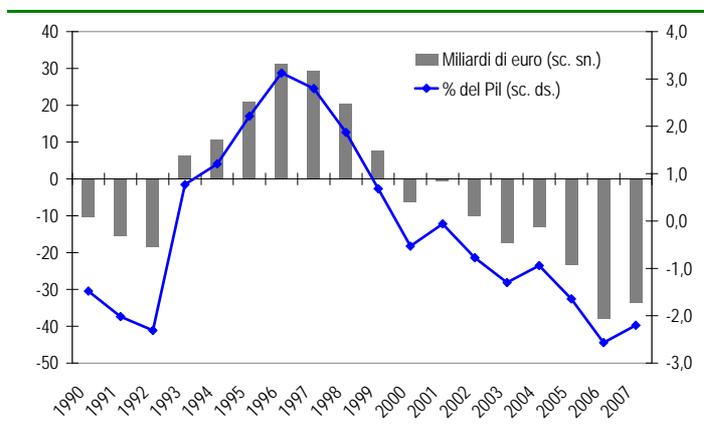
Nel corso del 2007 la situazione dei conti con l'estero dell'Italia è leggermente migliorata. A dicembre² il saldo di parte corrente è risultato negativo per 3,6 miliardi di euro a fronte dei 2,9 miliardi dello stesso mese dell'anno precedente. Nonostante tale peggioramento, il deficit relativo all'intero 2007 è sceso dai 37,9 miliardi di euro del 2006 a 33,7 miliardi, con un'incidenza sul Pil stimata in poco più del 2%. Il miglioramento del conto corrente dell'Italia

¹ Nella bilancia dei pagamenti i crediti segnalano la porzione della produzione interna fornita ad altre economie sotto forma di beni e servizi e la quota di fattori della produzione residenti (lavoro e capitale) utilizzata nel processo produttivo dei paesi esteri. Viceversa, i debiti misurano l'acquisizione della produzione estera in beni e servizi e l'utilizzo da parte dell'economia domestica di fattori produttivi non residenti.

² Banca d'Italia, *La bilancia dei pagamenti dell'Italia a dicembre 2007*, 14 febbraio 2008.

nel 2007 è il risultato di andamenti differenti tra le diverse componenti della bilancia dei pagamenti.

La bilancia dei pagamenti italiana, il saldo di parte corrente



Fonte: elaborazioni BNL su dati Banca d'Italia

Migliora il saldo delle merci ma peggiora quello dei servizi

Nel 2006 il conto corrente dell'Italia era stato fortemente penalizzato da un saldo negativo in entrambe le componenti commerciali della bilancia dei pagamenti. Le merci avevano registrato il primo disavanzo dopo tredici anni in surplus. Il deficit era risultato pari a 9,5 miliardi di euro, il peggior risultato dal 1990³. Contemporaneamente il disavanzo dei servizi si era ampliato dai 500 milioni di euro del 2005 a 1,5 miliardi. Durante lo scorso anno le due componenti delle merci e dei servizi hanno, invece, seguito un trend opposto.

Nel 2007 il saldo delle merci è migliorato sensibilmente. Una crescita delle esportazioni superiore al 10% si è confrontata con un incremento intorno al 6% delle importazioni. Si è, quindi, passati da un deficit di 9,5 miliardi di euro a un surplus di 3,6 miliardi. Secondo stime condotte sui dati dei conti con l'estero dell'Istat, il miglioramento del saldo delle merci è il risultato sia di un forte ampliamento dell'avanzo relativo ai prodotti non energetici che di una riduzione del disavanzo energetico.

Il surplus conseguito dalle merci nel 2007 è stato, però, compensato da un peggioramento nei servizi che hanno visto consolidare un trend di deterioramento in corso da alcuni anni. Per tutti gli anni novanta il saldo dei servizi era risultato positivo con un massimo di 6,8 miliardi di euro nel 1997. Negli anni duemila la posizione dell'Italia è cambiata profondamente. Durante gli ultimi sei anni solo nel 2004 è stato registrato un saldo positivo. Nel 2007 il deficit è cresciuto da 1,5 miliardi di euro a 6 miliardi, il peggior risultato degli ultimi venti anni. I dati sui singoli comparti della voce servizi contenuti all'interno della bilancia dei pagamenti, sebbene disponibili solo fino a settembre 2007⁴, forniscono utili indicazioni sulle dinamiche sottostanti il peggioramento intervenuto nell'interscambio di servizi tra l'Italia e il resto del mondo.

Sui servizi pesa il peggioramento del turismo e dei servizi alle imprese

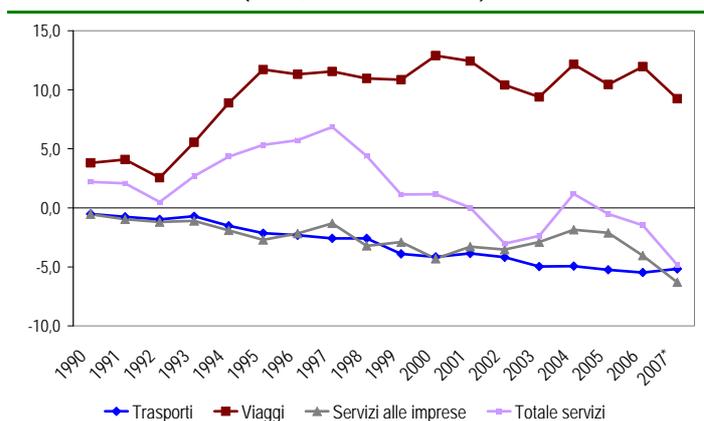
³ I dati della bilancia dei pagamenti differiscono da quelli del commercio estero dell'Istat. Per la valutazione delle merci all'interno della bilancia dei pagamenti si ricorre a dati di fonte Istat. Tali dati sono valutati fob (free on board) per le esportazioni e cif (cost insurance freight) per le importazioni. Tuttavia, il manuale redatto dal Fondo monetario internazionale per uniformare la compilazione della bilancia dei pagamenti prevede che le merci siano valutate fob. Nella compilazione della bilancia dei pagamenti viene, quindi, effettuato un aggiustamento di valutazione da cif a fob delle importazioni.

⁴ Banca d'Italia, "Bilancia dei pagamenti", *Supplementi al Bollettino Statistico*, 14 febbraio 2008.

All'interno della bilancia dei pagamenti i servizi sono suddivisi in undici categorie. Nei primi tre trimestri del 2007 le uniche voci a registrare un avanzo sono state quelle dei servizi finanziari e dei viaggi. I servizi alle imprese e i trasporti sono le voci che maggiormente hanno penalizzato il saldo complessivo.

I servizi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana

(saldi; miliardi di euro)



*: dati gennaio-settembre

Fonte: elaborazioni BNL su dati Banca d'Italia

Nella voce viaggi della bilancia dei pagamenti sono contabilizzati tutti i beni e i servizi acquistati da persone fisiche in paesi di cui non sono residenti nel corso di soggiorni di durata inferiore a un anno. Viene, quindi, considerato un concetto di turismo allargato non limitato alle vacanze ma comprendente viaggi effettuati per qualsiasi motivazione. Negli ultimi venti anni il saldo dei viaggi nel conto corrente dell'Italia è sempre stato positivo toccando un massimo di 12,9 miliardi di euro nel 2000. Nel corso dei primi tre trimestri del 2007 l'avanzo del settore turistico si è, però, sensibilmente ridotto da 10,2 miliardi di euro del corrispondente periodo dell'anno precedente a 9,2 miliardi (-9,2%). Tale peggioramento è prevalentemente il frutto di una maggiore spesa degli italiani all'estero cresciuta da 14,7 miliardi di euro a 16 miliardi (+9,3%). Nello stesso periodo le spese degli stranieri in Italia sono, invece, cresciute di poco meno del 2%, passando da 24,8 miliardi di euro a 25,3 miliardi.

Il contributo positivo fornito dai viaggi al saldo complessivo dei servizi si è ridotto in maniera significativa nel corso degli ultimi anni. L'incidenza della spesa dei non residenti in Italia sul totale delle esportazioni di servizi è passata dal 48,7% del 2000 al 38,7% del 2006. Dal lato delle importazioni si è assistito ad una riduzione del peso dei viaggi sul totale dei servizi, ma meno significativa (dal 28,2% al 23%). Tale dinamica è stata confermata anche nei primi tre trimestri del 2007, con un'incidenza della spesa dei non residenti sul totale dei servizi scesa al 39,9% a fronte di un 41% rilevato nel corrispondente periodo dell'anno precedente.

Sebbene nella bilancia dei pagamenti venga considerato un concetto di turismo allargato, le vacanze rimangono il motivo principale per visitare e spendere nel nostro paese. Sul totale della spesa effettuata da non residenti sul territorio italiano circa il 60% è legata a soggiorni per vacanze, mentre solo il 20% a motivi di lavoro.

Analizzando la scomposizione della voce viaggi per paese di provenienza si nota come la quota degli Stati Uniti sul totale sia rimasta sostanzialmente invariata nel corso degli ultimi due anni subendo solo in parte l'effetto dell'indebolimento del dollaro. Nei primi tre trimestri del 2007 la spesa sostenuta da soggetti residenti negli Stati Uniti sul territorio italiano ha rappresentato il 12% del totale a fronte di un 12,6% del corrispondente periodo del 2006. In valore assoluto si è passati da 3,1 miliardi di euro a 3 miliardi, con una riduzione superiore al 3%. Nello stesso periodo il cambio euro/dollaro ha registrato un apprezzamento della valuta comune maggiore dell'8%. Guardando agli altri paesi si nota come la Germania abbia perso

importanza con un'incidenza sul totale degli introiti da viaggi contabilizzati nella bilancia dei pagamenti passata da valori intorno al 25% nella seconda metà degli anni novanta a circa il 17% negli ultimi due anni. Una perdita di peso ancora più significativa è stata registrata dal Giappone che è sceso dal 9% del totale dei viaggi a poco più dell'1%. Il Regno Unito e la Spagna hanno, invece, acquisito una crescente importanza nella formazione dell'avanzo nella voce dei viaggi.

Nel 2007 sul saldo complessivo dei servizi ha pesato fortemente il deterioramento dei servizi alle imprese. Tale componente, che negli ultimi venti anni ha sempre registrato un saldo negativo, ha visto nei primi tre trimestri del 2007 il disavanzo ampliarsi da 2,7 miliardi di euro del corrispondente periodo dell'anno precedente a 6,3 miliardi come risultato di una crescita delle importazioni (da 20,9 miliardi a 24,1 miliardi, +15,1%) e una contemporanea riduzione delle esportazioni (da 18,2 miliardi a 17,8 miliardi). Negli ultimi anni il contributo negativo fornito dai servizi alle imprese al saldo complessivo dei servizi è cresciuto. Dal lato delle importazioni il peso dei servizi alle imprese sul totale dei servizi è passato dal 32,6% del 2003 al 35,8% del 2006, mentre sul fronte delle esportazioni l'incidenza è cresciuta meno (dal 29,2% al 31,3%). I primi tre trimestri del 2007 hanno confermato tale dinamica.

La scomposizione del dato sui servizi alle imprese per paese evidenzia come circa la metà del totale importato provenga da quattro paesi: Regno Unito, Germania, Stati Uniti e Francia. Nel corso degli ultimi dieci anni l'importanza del Regno Unito come fornitore di servizi alle imprese italiane è cresciuta passando da circa il 15% del totale al 20%. Viceversa la quota degli Stati Uniti si è praticamente dimezzata (dal 20% a quasi il 10%). Il ruolo della Germania e della Francia è rimasto sostanzialmente invariato: entrambe forniscono circa il 10% del totale dei servizi acquistati dalle imprese italiane all'estero.

Un'ulteriore voce che ha penalizzato fortemente il saldo complessivo dei servizi nel 2007 è stata quella dei trasporti che negli ultimi venti anni ha sempre registrato un deficit. Nei primi tre trimestri dello scorso anno il disavanzo è cresciuto da 3,9 miliardi di euro di gennaio-settembre del 2006 a 5,2 miliardi. Il valore dei trasporti acquistato dall'estero è passato da 13,5 miliardi di euro a 14,5 miliardi, mentre quello dei trasporti esportati è sceso da 9,6 miliardi a 9,3 miliardi.

Gli interessi sul debito accrescono il disavanzo dei redditi

La voce redditi della bilancia dei pagamenti registra tutte le transazioni legate all'utilizzo in un'economia di fattori lavoro e capitale appartenenti a soggetti non residenti. Negli ultimi venti anni il saldo dei redditi del conto corrente dell'Italia è risultato sempre negativo. Nel 2007 il disavanzo si è ampliato passando dai 13,6 miliardi di euro dell'anno precedente a 19,3 miliardi, come risultato di un aumento del 18,3% dei debiti a fronte di un minore incremento dei crediti (+12,7%)⁵.

Nella contabilità della bilancia dei pagamenti i redditi sono suddivisi nelle due componenti lavoro e capitale. Per comprendere i fattori che hanno contribuito negativamente al saldo corrente dell'Italia è opportuno focalizzarsi sui redditi da capitale. I trasferimenti legati all'impiego del fattore lavoro in un'economia diversa da quella di residenza rappresentano nella bilancia dei pagamenti italiana solo il 3% dei redditi complessivamente contabilizzati.

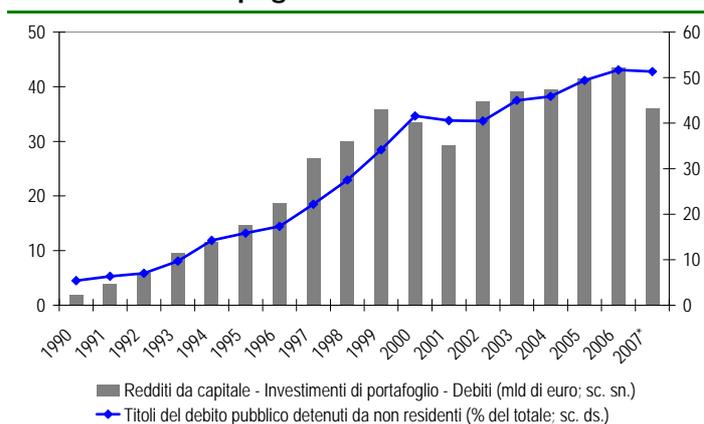
Da gennaio a settembre 2007, ultimo dato disponibile, il saldo dei redditi da capitale è risultato negativo per 15,2 miliardi di euro in significativo peggioramento dai 9,7 miliardi del corrispondente periodo dell'anno precedente.

Nei primi tre trimestri dello scorso anno il disavanzo più ampio è stato registrato nei redditi da capitale provenienti da investimenti di portafoglio (8,9 miliardi di euro in aumento dai 5,3 miliardi del corrispondente periodo del 2006). I redditi trasferiti dall'Italia verso l'estero in relazione ad investimenti di portafoglio effettuati internamente da soggetti non residenti sono cresciuti da 32,8 miliardi di euro di gennaio-settembre 2006 a 36 miliardi. La posizione sull'estero dell'Italia continua ad essere fortemente influenzata dalla politica di gestione del debito pubblico. Anche nel 2007 è, infatti, proseguito l'obiettivo di penetrazione del debito

⁵ I debiti misurano i redditi trasferiti dall'Italia all'estero relativamente a fattori di produzione non residenti impiegati nei processi produttivi interni. I crediti misurano i redditi trasferiti dall'estero in Italia relativamente a fattori della produzione residenti impiegati nei processi produttivi di paesi esteri.

pubblico italiano nei portafogli degli investitori internazionali⁶. Dal 1990 al 2007, la quota di titoli del debito pubblico detenuti da soggetti non residenti è quasi decuplicata. Si è passati dal 5,4% del totale nel 1990 ad oltre il 50% nel 2007. Nello stesso periodo i redditi pagati da soggetti residenti in Italia a non residenti come remunerazione di investimenti di portafoglio sono cresciuti da 1,8 miliardi di euro nel 1990 a 43,6 miliardi nel 2006 e 36 miliardi nei soli primi tre trimestri del 2007.

Il debito pubblico e i redditi nella bilancia dei pagamenti italiana



*: dati gennaio-settembre

Fonte: elaborazioni BNL su dati Banca d'Italia

Tra le componenti dei redditi l'unica ad aver registrato un saldo positivo nei primi tre trimestri del 2007 è quella legata agli investimenti diretti. L'avanzo è passato da 0,6 miliardi di euro di gennaio-settembre 2006 a 1,7 miliardi. I redditi percepiti da soggetti residenti in Italia per investimenti diretti effettuati all'estero sono cresciuti molto raggiungendo nel 2006 i 6,1 miliardi di euro. Il trend di crescita è proseguito anche nei primi nove mesi dello scorso anno (5,6 miliardi a fronte dei 4,6 miliardi rilevati nello stesso periodo dell'anno precedente).

⁶ Nelle Linee guida della gestione del debito pubblico dal Ministero dell'Economia e delle Finanze viene sottolineato come sia nella scelta degli strumenti da offrire che nelle modalità del collocamento venga posta particolare attenzione all'esigenza di raggiungere un numero ampio e diversificato di investitori sia per tipologia che per collocazione geografica.

Deboli prospettive per l'eurozona: Bce verso un taglio?

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

L'economia dell'area euro nel 2007 è cresciuta del 2,7% a/a, in contenuta flessione rispetto al 2,9% a/a relativo al 2006. Lo scenario per il 2008 presenta tuttavia chiari segnali di rallentamento. La produzione industriale nel IV trimestre ha frenato in Germania (0,6% t/t) e Francia (0,3% t/t) ed è stata negativa in Italia (-2,2% t/t). Gli indici di fiducia manifatturiero e dei servizi sono su livelli contenuti. I consumi privati risentono dei rincari dei beni alimentari e dell'energia.

La Bce ha lasciato il tasso di riferimento invariato al 4% nella riunione di febbraio, ma ha manifestato preoccupazione per l'indebolimento dell'attività economica, di fatto aprendo le porte a un possibile intervento sui tassi che potrebbe essere deciso nella riunione di aprile. I prezzi al consumo potrebbero scendere al di sotto del 3% a primavera per poi avvicinarsi al target del 2% a fine anno. In questo scenario la Bce sarebbe in grado di fornire ulteriore supporto alla crescita economica nella seconda metà del 2008 che potrebbe chiudersi con il tasso di riferimento al 3%.

Negli Stati Uniti i dati economici evidenziano la progressiva diffusione all'economia reale delle debolezze originatesi sui mercati finanziari. La dinamica dei consumi risente di alcuni fattori tra cui: la debolezza del mercato del lavoro, la riduzione del valore degli immobili, l'andamento negativo dei mercati azionari, le condizioni più rigide per la concessione del credito. Il Congresso ha recentemente approvato un piano fiscale di 152 miliardi di Usd (circa l'1% del Pil) che entreranno direttamente nei bilanci delle famiglie, con l'intento di dare impulso ai consumi.

La Federal Reserve ha messo in priorità il sostegno allo sviluppo economico rispetto al controllo dei prezzi. In cinque mesi il tasso sui Fed funds è passato dal 5,25% al 3,50%. La velocità e l'ampiezza degli interventi evidenziano i timori che l'economia possa entrare in recessione. Un ulteriore taglio dei tassi, che potrebbe essere di 50 pb, è atteso alla riunione di marzo. Il ciclo espansivo della politica monetaria potrebbe continuare nel corso del 2008 portando il tasso sui Fed funds al 2%.

Area dell'euro: la Bce guarda al rallentamento economico

I dati relativi al Pil del IV trimestre 2007 hanno evidenziato una decelerazione della crescita a 0,4% t/t dallo 0,8% t/t del trimestre precedente. Con questo dato il 2007 si è chiuso con una crescita economica pari al 2,7% a/a, in moderato rallentamento rispetto al 2,9% a/a relativo al 2006. Al momento non sono ancora note le componenti del Pil che verranno diffuse il 4 marzo, a pochi giorni dal prossimo meeting monetario della Bce, tuttavia alcuni elementi dello scenario appaiono già evidenti.

I consumi privati presentano chiari segni di debolezza e risentono da un lato dei rincari dei beni alimentari e dell'energia, dall'altro del crescente clima di incertezza relativo alle prospettive economiche dell'area. L'assenza di uno slancio dei consumi espone in misura maggiore l'economia dell'eurozona a un possibile rallentamento della domanda estera, specie quella proveniente dagli Usa, che potrebbe prospettarsi nel corso del 2008 per effetto del progressivo deterioramento dello scenario economico statunitense e di un livello relativamente elevato del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro.

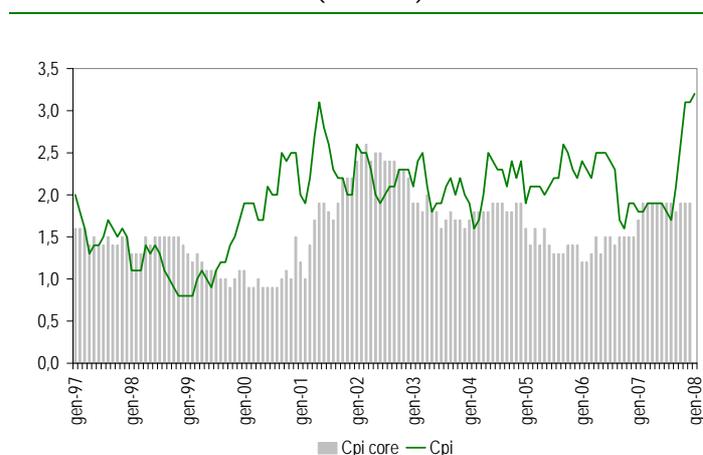
Ulteriori segnali di rallentamento emergono sia dalle indagini congiunturali sia dalla lettura dei dati economici più recenti. La produzione industriale ha registrato a dicembre una contrazione pari a -0,2% m/m, facendo seguito al -0,4% m/m del mese precedente. Anche misurata con il tasso di variazione a tre mesi la produzione continua a decelerare (0,1% da 0,3% di novembre e 1,2% di ottobre). Questo andamento ha trovato riscontro nelle indagini di fiducia. Il PMI manifatturiero, pur rimanendo sopra quota 50 (quota che separa l'espansione dalla contrazione) a gennaio ha perso oltre tre punti (52,8 da 56,3 di dicembre), in linea con il PMI dei servizi (50,6 a gennaio da 53,5 di dicembre). Il rallentamento della produzione in questa fase del ciclo si è manifestato in tutte le principali economie dell'eurozona. Nell'ultimo trimestre dell'anno le decelerazioni hanno riguardato: Germania

(0,6% t/t dal 2,0% t/t del terzo trimestre), Francia (0,3% t/t da 1,3% t/t) e in misura più accentuata l'Italia (-2,2% t/t dal +0,4% t/t del terzo trimestre).

Con riferimento all'inflazione, la stima dell'Eurostat indica per gennaio 2008 un crescita dei prezzi al consumo armonizzati che ha raggiunto il valore più elevato da oltre un decennio con un +3,2% a/a rispetto al 3,1% di dicembre 2007. Ciò conferma il perdurare delle pressioni al rialzo sui prezzi nel breve periodo, riconducibili principalmente ai forti rincari delle materie prime, in particolare del petrolio e dei beni alimentari, registrati negli ultimi mesi. In prospettiva, il tasso di inflazione è atteso mantenersi su livelli significativamente superiori alla soglia del 2% nei prossimi mesi, per poi registrare una graduale moderazione nel corso del 2008.

Area dell'euro: prezzi al consumo e prezzi al consumo core

(valori %)



Fonte: Datastream

La Bce lo scorso 7 febbraio ha deciso di lasciare invariato al 4% il tasso d'interesse di riferimento. Tale decisione, in linea con l'approccio fin qui seguito dalle autorità monetarie europee, riflette la valutazione dell'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto in cui moneta e credito continuano ad espandersi in modo sostenuto. Il tono utilizzato nel comunicato è apparso tuttavia meno rigido rispetto agli ultimi mesi; nel testo sono emerse preoccupazioni circa i segnali di indebolimento dell'attività economica provenienti dalla lettura dei dati economici più recenti che sembrano aprire le porte a un atteggiamento più favorevole a fornire uno stimolo monetario.

Un segnale analogo trova riscontro anche nel bollettino economico di febbraio. La Bce ha sottolineato infatti come i rischi derivanti dal perdurare del processo di rivalutazione del rischio nei mercati finanziari mantengano elevato il livello di incertezza in merito all'impatto sull'economia reale nell'area dell'euro. L'andamento dei mercati finanziari potrebbe avere, secondo la Bce, ricadute più estese del previsto sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia, esercitando effetti negativi sulla crescita. A ciò si aggiungono ulteriori rischi al ribasso derivanti da potenziali nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime.

Una prima indicazione circa le attese del rallentamento da parte della Bce potrà emergere a marzo, con l'aggiornamento trimestrale dello scenario di previsione economica. In quella circostanza la lettura del quadro economico potrebbe assumere una valenza segnaletica per le decisioni di politica monetaria. Visti i sintomi di rallentamento sinora emersi è probabile che la Bce riveda al ribasso le proprie previsioni, preparando il terreno a un taglio del tasso di riferimento che potrebbe essere deciso nella riunione di aprile. A favore di questa scelta giocherebbe la dinamica dei prezzi al consumo che dovrebbero cominciare nei prossimi mesi un percorso di rientro graduale, scendendo al di sotto del 3% a primavera per poi avvicinarsi al target del 2% a fine anno. In questo scenario la Bce sarebbe in grado di fornire ulteriore

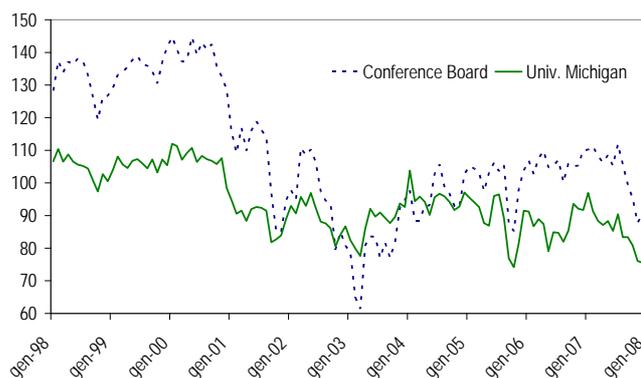
supporto alla crescita economica operando altri interventi sui tassi nella seconda metà del 2008 che potrebbe chiudersi con il tasso di riferimento al 3%.

Stati Uniti: stimolo fiscale e tassi contenuti per rilanciare i consumi

L'economia statunitense ha iniziato il 2008 continuando a segnare il passo. Il dato relativo al Pil del quarto trimestre del 2007 (0,6% t/t dal 4,9% t/t del trimestre precedente) ha confermato la progressiva diffusione all'economia reale delle debolezze originatesi sui mercati finanziari. Su base annua la crescita del 2007 è stata pari al 2,2%, notevolmente al di sotto della media del triennio precedente (3,2%), ma ben superiore alle attese per il 2008.

Le principali preoccupazioni derivano dalle prospettive legate ai consumi. Le indagini sulla fiducia dei consumatori presentano valori molto contenuti. L'indice del Conference Board continua a muoversi lungo un trend di debolezza che ha portato il valore progressivamente dal 105,6 di agosto fino a 87,9 in gennaio (90,6 nel mese di dicembre). Il dato preliminare dell'indice dell'Università del Michigan segnala a febbraio un valore di 69,6 dal 78,4 di gennaio, facendo segnare il valore più basso da febbraio del 1992. Il dato di febbraio appesantisce un trend già negativo: dal mese di ottobre 2007 l'indice è sceso sotto quota 80, negli ultimi 24 mesi era successo solo una volta (79,1 a maggio 2006).

Stati Uniti: indici di fiducia dei consumatori



Fonte: Datastream

Anche le condizioni del mercato del lavoro mostrano segni di progressivo peggioramento. Gli occupati nel settore non agricolo a gennaio sono diminuiti di 17.000 unità dopo una crescita media di 82.000 unità al mese nel semestre precedente. Si tratta del primo risultato negativo da agosto del 2003. Un effetto restrittivo sulla ricchezza delle famiglie deriva anche dall'andamento negativo del mercato immobiliare. L'indice del prezzo delle abitazioni Case-Shiller continua a perdere terreno a un ritmo accelerato. A novembre è diminuito per il sedicesimo mese consecutivo facendo registrare una variazione annua pari a -7,7%.

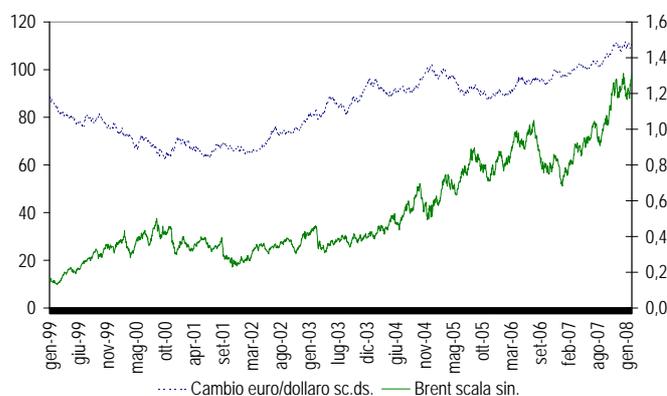
Lo stesso Bernanke, nella testimonianza davanti al Senato¹ della scorsa settimana, ha evidenziato come la debolezza del mercato del lavoro associata alla riduzione del valore degli immobili, all'andamento negativo dei mercati azionari e a condizioni più rigide per la concessione del credito potrebbero far sentire il loro peso sulle scelte di consumo delle famiglie. Il Presidente della Fed ha però sottolineato come questa situazione potrebbe essere in parte attutita da una dinamica dell'export favorevole e dagli effetti dell'introduzione del pacchetto di misure fiscali a sostegno delle famiglie.

All'inizio di febbraio il Congresso ha infatti approvato un piano fiscale di 152 miliardi di Usd pari a circa l'1% del Pil che entreranno direttamente nei bilanci delle famiglie, restituendo

¹Cfr. Board of Governors of the Federal Reserve System, *The economy and financial markets*, Testimony of Chairman Ben Bernanke.

fino a 600 Usd. a persona e 1200 Usd. a famiglia, con l'intento di dare impulso ai consumi. Gli effetti di questo intervento dovrebbero cominciare a farsi sentire nella seconda metà dell'anno.

Cambio euro/dollaro e quotazioni del petrolio



Fonte: Datastream

I prezzi al consumo in gennaio sono aumentati del 4,3% a/a dal 4,1% di dicembre con una variazione congiunturale rimasta per il secondo mese consecutivo pari a 0,4% m/m. La componente energetica è quella che negli ultimi mesi ha esercitato le maggiori pressioni sull'indice; dato l'andamento recente delle quotazioni del petrolio, di nuovo intorno a 100 Usd al barile, permane il rischio di ulteriori spinte al rialzo sull'indice principale. La componente core (al netto di alimentari ed energia), è aumentata del 2,5% a/a in gennaio dal 2,4% a/a di dicembre. Gli effetti del rallentamento economico e della debolezza del mercato del lavoro dovrebbero tuttavia contribuire ad attenuare la crescita nei prossimi mesi.

Nonostante le indicazioni più recenti sul fronte dei prezzi, il Presidente della Fed ha messo in priorità il sostegno allo sviluppo economico, lasciando la porta aperta a nuovi interventi sui tassi. In soli cinque mesi il tasso sui Fed funds è passato dal 5,25% al 3,50%. La velocità e l'ampiezza degli interventi evidenziano i timori che l'economia possa entrare in recessione. Al momento sembra probabile un ulteriore taglio dei tassi alla riunione di marzo. L'entità dell'intervento potrebbe essere pari a -50 pb; saranno decisive in questo senso le indicazioni provenienti dai dati economici delle prossime settimane. Il ciclo espansivo della politica monetaria è atteso comunque continuare nel corso del 2008, che si potrebbe chiudere con il tasso sui Fed funds al 2%.

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 13 (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	106,0	106,6	107,2	107,5	107,5	107,1	107,2	107,5	107,8	108,1	108,4	107,2
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	0,2	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	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,6	2,4	2,2	2,1	2,8
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	105,4	106,5	107,2	107,5	107,7	107,3	107,1	107,8	108,2	108,4	108,5	107,2
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	0,0	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	3,0	3,0	2,9	2,9	3,1	3,1	3,0	2,5	2,3	2,1	2,8
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	134,7	134,9	135,2	135,6	135,7	136,0	136,3	136,2	136,3	136,4	136,6	135,7
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	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,8	2,7	2,5	2,2	2,0	2,7

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.