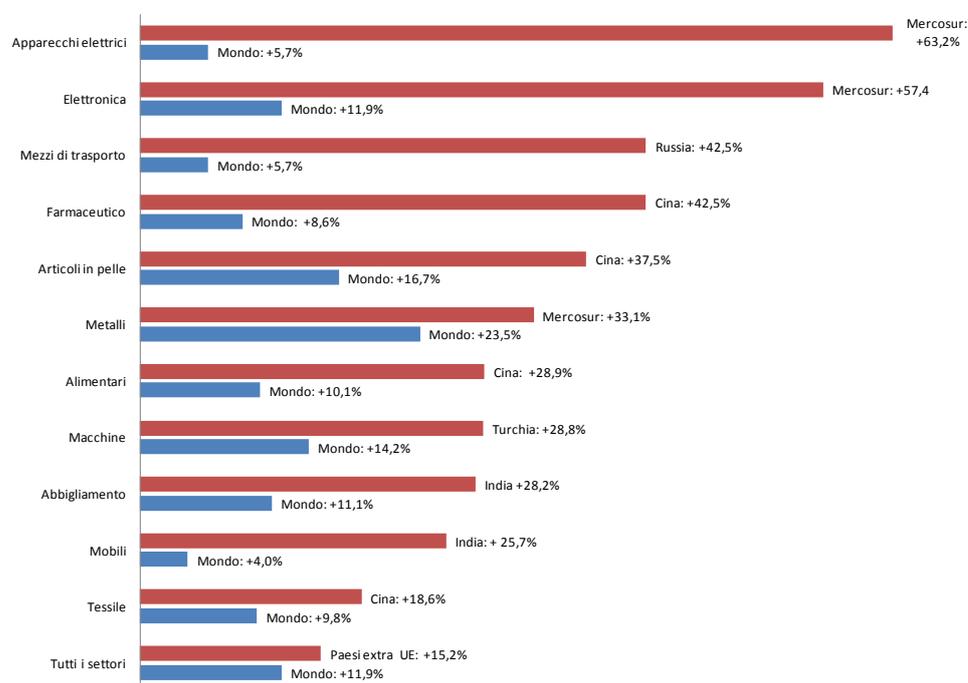


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Esportazioni italiane verso il Mondo e singoli paesi/aree extra-UE (gen-nov 2011; var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

I ribassi dei *rating* di numerosi paesi membri dell'Eurozona mettono in evidenza come progressi nel coordinamento e nella efficacia della **comune governance europea** potrebbero positivamente riverberarsi sui giudizi assegnati. Indicano anche come recuperi di competitività e l'utilizzo della leva dell'export potrebbero mitigare gli esiti della nuova fase recessiva.

In Italia, i segnali di vitalità nel **settore dell'export** specie extra-UE si associano ad un peggioramento complessivo della congiuntura dell'industria. La crisi che sta nuovamente interessando il **sistema manifatturiero italiano**, con una flessione della produzione di oltre il 3% negli ultimi mesi dell'anno, contribuisce ad accelerare alcuni processi di cambiamento e di selezione in corso da anni.

Il patrimonio gestito dai **fondi comuni di investimento** sul mercato italiano ammonta a fine novembre 2011 a circa 413 miliardi di euro, in flessione dell'8,6% rispetto al valore di fine 2010.

3

20 gennaio  
2012

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 0647028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas  
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma  
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



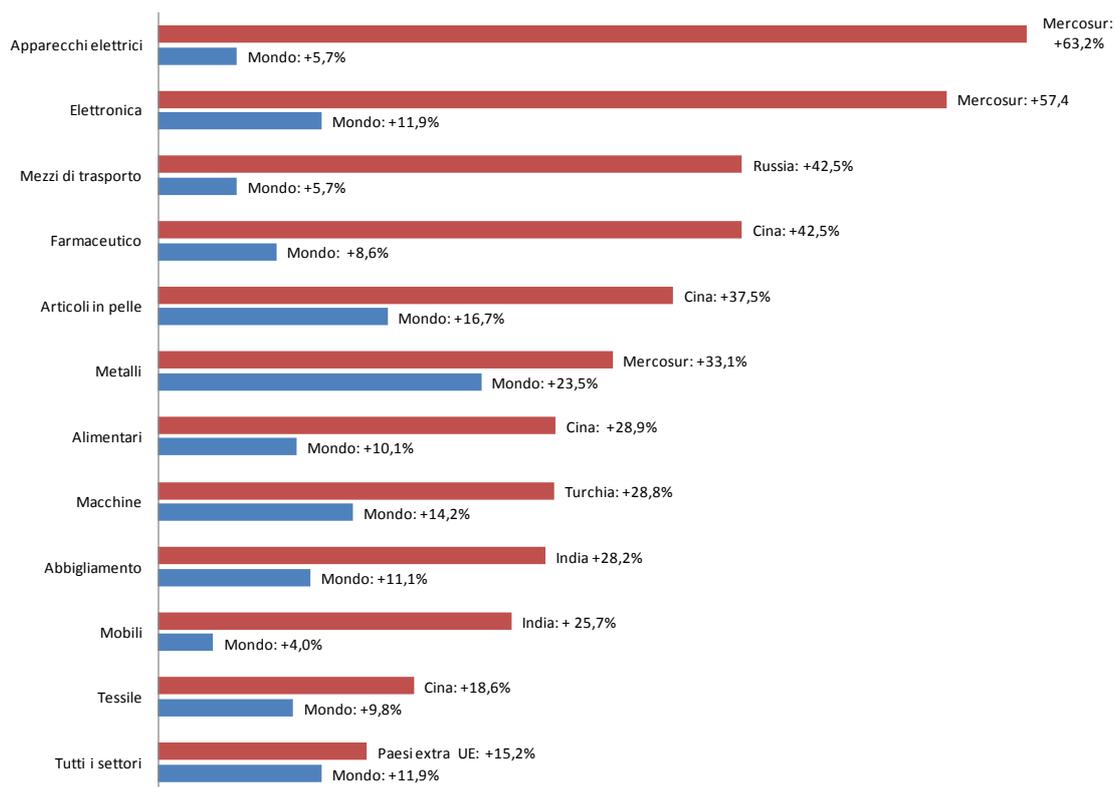
**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

## Editoriale: giù il rating, su l'export

G. Ajassa ☎ 06-47028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

### Esportazioni italiane verso il Mondo e singoli paesi/aree extra-UE

(gen-nov 2011; var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

Una settimana fa l'agenzia Standard and Poor's ha simultaneamente apportato una correzione al ribasso alle valutazioni sul merito di credito – i cosiddetti "rating" – di nove paesi europei appartenenti all'area della moneta unica. Il giudizio assegnato all'Italia è stato ridotto di due livelli ("notches") passando da A+ a BBB+.

Nel glossario delle definizioni adottate dall'agenzia americana si legge che "An obligor rated 'BBB' has adequate capacity to meet its financial commitments. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitments." Le stesse fonti illustrano il significato di un rating "A": "An obligor rated 'A' has strong capacity to meet its financial commitments but is somewhat more susceptible to the adverse effects of

*changes in circumstances and economic conditions than obligors in higher-rated categories.” Piccole differenze. Un rating a tripla B continua a connotare una adeguata capacità di rimborso dei debiti. Rispetto a valutazioni più elevate, la tripla B denuncia, però, una maggiore probabilità che condizioni economiche avverse o mutate circostanze possano in futuro comportare un indebolimento del merito di credito del paese in questione.*

*Condizioni economiche avverse e altre circostanze. Il “downgrading” dei giudizi sull’Italia e sugli altri paesi mette in evidenza il rischio di una combinazione sfavorevole tra il peggioramento dell’attività economica e altri fattori. Questi altri fattori meritano attenzione. Nel referto stilato da S&P’s più volte si fa riferimento ai problemi di “governance” a livello europeo, nella definizione, nel coordinamento e nella realizzazione delle appropriate azioni per affrontare la crisi comune. “An open and prolonged dispute among European policymakers over the proper approach to address challenges”: così, testualmente, si scrive tra i fattori citati come giustificativi dei ribassi. E, nella sezione dedicata all’Italia, il costo imposto dagli inconvenienti della governance europea viene addirittura messo in contrasto con la maggiore capacità mostrata dall’Italia nel formulare e realizzare politiche economiche in grado di mitigare la crisi: “the weakening policy environment at the European level is to a sufficient degree offset by Italy’s stronger capacity to formulate and implement crisis-mitigating policies”. Visto dal nostro punto di vista, si tratta di un riconoscimento importante per l’Italia. Purtroppo, non è ancora abbastanza.*

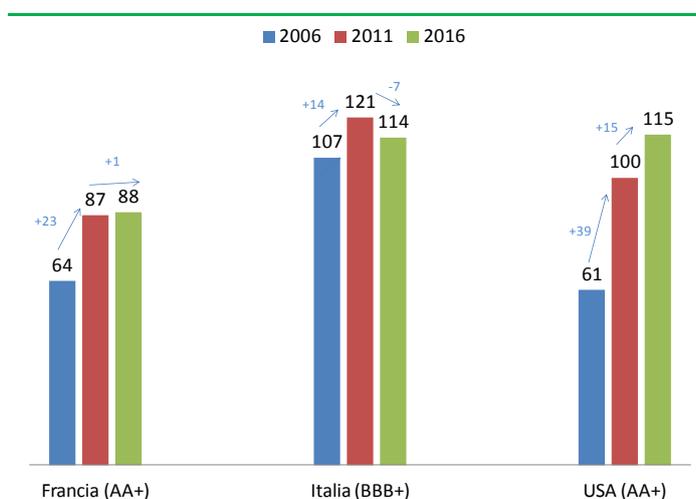
*Pro malo, bonum. Il ribasso dei rating dei paesi europei indica quanto progressi ulteriori sul fronte del coordinamento e dell’efficacia nella comune governance europea potrebbero tornare utili all’Europa e riverberarsi positivamente anche sul giudizio che le agenzie di rating e i mercati formulano sul merito di credito dei paesi della moneta unica. Un bonus da cooperazione e da coordinamento. Questo progresso potrebbe risultare decisivo per correggere l’anomalia che oggi si rileva quando si confrontano i rating di grandi paesi membri dell’Eurozona e quello degli Stati Uniti, avendo presenti quelle che sono le dimensioni in rapporto al PIL dei rispettivi debiti pubblici. Per fare un esempio, Francia e Stati Uniti godono di un medesimo rating AA+. La Francia ha però un debito pubblico che in rapporto al PIL si colloca e - prevede il Fondo monetario internazionale nell’ultimo World Economic Outlook - continuerà ad attestarsi al di sotto del 90 per cento, mentre gli Stati Uniti hanno visto il proprio “ratio” crescere in pochi anni dal 60 al 100 per cento e rischiano, negli anni a venire, ulteriori e significativi incrementi.*

*Il referto del ribasso dei rating è anche utile per rammentare quali leve potrebbero grandemente contribuire a mitigare la fase recessiva dell’economia in paesi come l’Italia. Parliamo delle esportazioni, del commercio estero, della competitività. La ripresa delle esportazioni e della competitività viene espressamente citata nel documento di Standard and Poor’s quale importante fattore a sostegno della virtuosa performance dell’Irlanda, il solo paese della cosiddetta “periferia” dell’eurozona a cui l’agenzia americana non ha ridotto il rating. Sul fronte dell’export, l’Italia ha numeri da giocare non inferiori certo a quelli dell’Irlanda. I dati diffusi negli ultimi giorni dall’Istat sull’andamento del commercio estero nei primi undici mesi del 2011 confermano la vitalità dell’export italiano, anche in un contesto divenuto ancora più impegnativo.*

*Grazie alla spinta delle vendite sui nuovi mercati extraeuropei – cresciute di oltre 15 punti percentuali – tra gennaio e novembre dello scorso anno le esportazioni italiane sono aumentate di quasi il 12 per cento. Colpisce, incrociando settori di produzione e mercati di sbocco, vedere come, ad esempio, le vendite italiane di pelletteria crescano*

*in Cina del 38 per cento ovvero apprendere come l'export italiano di meccanica aumenti in Turchia del 29 per cento. Andare più lontano premia, come premia innovare. Certo, le luci dell'export da sole non bastano a sanare un quadro di trend strutturali che da molto tempo denuncia le difficoltà a fare industria in Italia. Ma, l'export, come l'innovazione e l'internazionalizzazione, sono i cantieri ove costruire la ripresa.*

### Debito pubblico in % del PIL



Fonte: dati e previsioni da FMI, World Economic Outlook, set. 2011; ratings: S&P's, gen. 2012

## L'industria italiana all'inizio del 2012

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

In Italia, nel III trimestre 2011 il Pil è sceso dello 0,2% t/t. Il peggioramento della congiuntura si accompagna ad un deterioramento delle condizioni del sistema industriale. A differenza di quanto accaduto nella precedente recessione, il rallentamento della produzione è iniziato con anticipo rispetto alla contrazione dell'economia nel suo complesso. Durante l'ultimo anno, l'attività industriale è scesa di oltre il 3%, erodendo più di un terzo del recupero conseguito nella precedente ripresa. La flessione ha interessato tutti i settori del manifatturiero, con l'eccezione del comparto farmaceutico e di quello dei macchinari

Confrontando quanto accaduto negli ultimi mesi con quanto verificatosi durante la precedente recessione emergono interessanti differenze. La flessione attuale risulta più lenta, meno ampia e più omogeneamente distribuita a livello settoriale, con un minore grado di concentrazione. Sono cambiati i comparti che maggiormente penalizzano l'andamento generale.

La crisi ha contribuito ad accelerare alcuni processi di cambiamento in corso nel sistema industriale italiano. La flessione della produzione degli ultimi quattro anni ha amplificato gli effetti della deindustrializzazione che dall'inizio degli anni Duemila sta interessando alcuni settori del manifatturiero italiano.

Tra il 2000 e il 2011 la produzione è scesa del 41,2% nel settore delle apparecchiature elettriche, del 38,2% in quello dell'elettronica, del 30,4% in quello dei mezzi di trasporto e del 28,9% in quello tessile. In questi settori, la flessione dell'attività produttiva si accompagna frequentemente con la costituzione di società residenti all'estero ma controllate da aziende italiane.

### Dopo una debole ripresa, una nuova recessione industriale

In Italia, nel III trimestre 2011 il Pil in termini reali è sceso dello 0,2% t/t, interrompendo la fase di debole ripresa che aveva interessato i due anni precedenti. Tra il III trimestre 2009 e il II trimestre 2011, l'economia italiana aveva recuperato 2,2 punti percentuali dei 6,7 persi tra il IV trimestre 2007 e il II trimestre 2009<sup>1</sup>. Con il calo del III trimestre la distanza in termini di Pil dal livello precedente l'avvio della recessione è tornata a 4,7 punti percentuali, a fronte di meno di un punto che separa la Francia dai valori pre-crisi, mentre la Germania già nel II trimestre 2011 aveva interamente recuperato quanto perso.

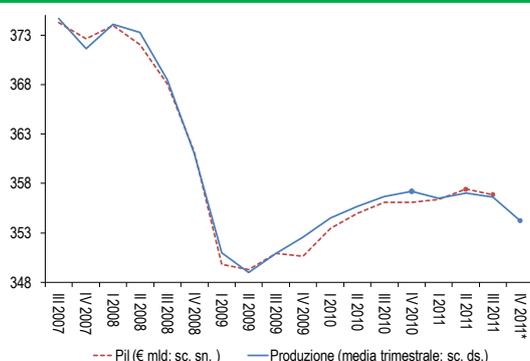
In Italia, il peggioramento della congiuntura economica si accompagna ad un deterioramento delle condizioni del sistema industriale. A differenza di quanto accaduto nella precedente recessione, il rallentamento della produzione è, però, iniziato con anticipo rispetto alla contrazione dell'economia nel suo complesso. Nel corso della prima parte del 2011, la produzione ha smesso di aumentare iniziando a flettere, mentre l'economia ha continuato a crescere, sebbene moderatamente. Andamento simile è evidenziabile in Francia, mentre in Germania l'attività nel settore industriale ha

<sup>1</sup> L'inizio della recessione, considerata come due trimestri consecutivi di flessione del Pil, viene di solito collocato nel II trimestre del 2008. L'economia italiana aveva, però, registrato un calo del prodotto già nel IV trimestre 2007 (-0,4%), seguito da un rimbalzo (+0,4%), che non aveva, però, riportato il Pil sui livelli precedenti. Il punto di massimo del ciclo espansivo precedente la recessione è stato, quindi, raggiunto nel III trimestre 2007 e non nel I trimestre 2008. Per calcolare l'ampiezza della flessione e la lunghezza della fase di contrazione dell'economia appare più corretto considerare come inizio della recessione il IV trimestre 2007.

seguito un andamento più strettamente correlato a quello dell'economia nel suo insieme, registrando una flessione solo negli ultimi mesi dello scorso anno.

In Italia, il peggioramento delle condizioni del sistema industriale è divenuto più intenso dopo l'estate. La produzione è scesa del 4,7% a settembre e dello 0,9% a ottobre, per poi recuperare leggermente a novembre. L'andamento dell'ultimo mese non ha, però, modificato la tendenza verso un indebolimento dell'attività produttiva, ma ha solo attenuato la rapidità della caduta. La flessione rimane ampia: nella media di ottobre e novembre la produzione ha registrato un calo prossimo al 3% nel confronto con il III trimestre 2011.

## La produzione industriale e il Pil in Italia

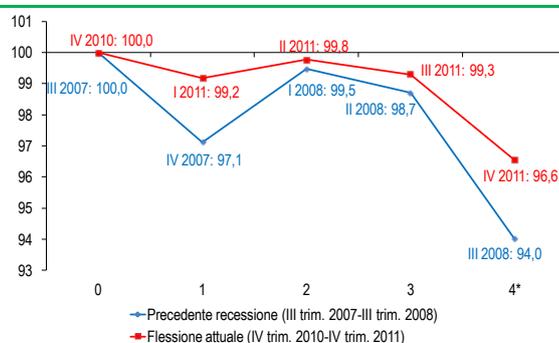


IV trimestre 2011: produzione industriale, media ottobre-novembre.

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

## Il calo della produzione nella fase attuale di flessione e durante la recessione 2007-09

(indice destagionalizzato; trimestre precedente l'inizio della flessione dell'attività produttiva)



IV trimestre 2011: media ottobre-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Per comprendere le attuali condizioni del sistema industriale italiano, appare opportuno collocare la nuova flessione all'interno di un arco temporale più lungo, considerando quanto accaduto dall'inizio della crisi economico-finanziaria nell'estate del 2007. Durante la debole fase di ripresa, che aveva interessato la seconda metà del 2009 e l'intero 2010, la produzione aveva recuperato solo 8 punti percentuali dei 25 persi. Tra la fine del 2010 e gli ultimi mesi dello scorso anno l'attività industriale ha registrato una flessione che ha eroso oltre un terzo del recupero conseguito nella precedente fase di ripresa. Per riassumere quanto accaduto negli ultimi quattro anni, è utile considerare l'indice della produzione industriale ponendo il III trimestre 2007 come base uguale a 100. Durante la recessione 2007-09 la produzione si era ridotta di circa un quarto; nella fase di ripresa erano stati recuperati 8 punti percentuali; nel 2011 sono stati nuovamente persi 3 punti percentuali. Il settore industriale italiano è entrato nel 2012 con un livello di attività produttiva inferiore di circa 20 punti percentuali nel confronto con quello raggiunto prima della recessione. Nelle altre principali economie dell'area euro, i sistemi industriali appaiono, invece, meno provati dagli effetti di ormai oltre quattro anni di crisi. In Francia, la produzione presenta un ritardo di circa 10 punti percentuali. In Germania, l'attività industriale, dopo aver quasi interamente recuperato quanto perso durante la recessione, ha subito una flessione negli ultimi mesi dello scorso anno, rimanendo 3 punti percentuali al di sotto del livello dell'inizio del 2008.

Per cercare di valutare correttamente l'attuale fase di crisi del settore industriale italiano, è utile confrontare l'andamento degli ultimi mesi con quanto verificatosi durante la precedente recessione. Sebbene, a differenza di quanto accaduto in precedenza, il calo della produzione sia iniziato con anticipo rispetto a quello del Pil, la flessione risulta meno ampia e più lenta. Considerando i primi quattro trimestri di calo dell'attività produttiva, la perdita attuale è pari a poco più della metà di quella registrata nella precedente recessione, rispettivamente 3,4 e 6 punti percentuali.

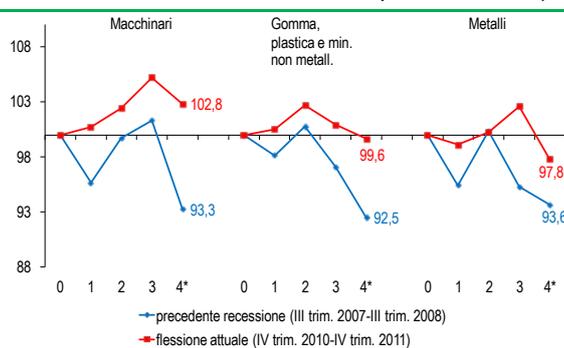
### Una flessione estesa a tutti i settori, con alcune criticità

In Italia, nel 2011 la flessione dell'attività produttiva ha interessato tutti i settori del manifatturiero, con l'eccezione del comparto farmaceutico e di quello dei macchinari.

Nel confronto tra il IV trimestre 2011 e il IV trimestre 2010<sup>2</sup>, le contrazioni più ampie della produzione sono state registrate nel settore dei prodotti chimici, in quello delle apparecchiature elettriche e in quello del coke e prodotti petroliferi, con cali compresi tra il 9% e il 10%, come pure nel settore dell'elettronica, in quello dei mezzi di trasporto, in quello del tessile e in quello del legno, carta e stampa, con cali compresi tra il 6% e l'8%.

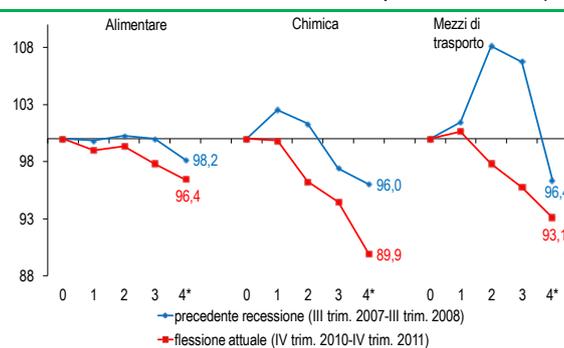
#### Confronto tra l'attuale fase di flessione della produzione e la precedente recessione: i settori in miglioramento

(indice destagionalizzato; trimestre precedente l'inizio della flessione dell'attività produttiva=100)



#### Confronto tra l'attuale fase di flessione della produzione e la precedente recessione: i settori in peggioramento

(indice destagionalizzato; trimestre precedente l'inizio della flessione dell'attività produttiva=100)



IV trimestre 2011: media ottobre-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

IV trimestre 2011: media ottobre-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Anche a livello settoriale, analizzando quanto sta accadendo all'interno del sistema industriale italiano, risulta utile un confronto con quanto verificatosi durante la precedente recessione. Emerge un cambiamento dei settori che maggiormente hanno penalizzato l'andamento dell'industria nel suo complesso. Nella precedente recessione, il contributo maggiore alla flessione dell'attività era giunto dal settore dei metalli, da quello dei macchinari e da quello della gomma, plastica e minerali non metalliferi. Nell'ultimo anno i comparti che hanno maggiormente sofferto, pesando sul calo della produzione, sono stati, invece, quello tessile, quello del legno, carta e stampa e quello della chimica. Il settore dei macchinari, da essere uno di quelli in

<sup>2</sup> Per il IV trimestre 2011, non essendo ancora disponibile il dato di dicembre, viene considerata la media dei mesi di ottobre e novembre.

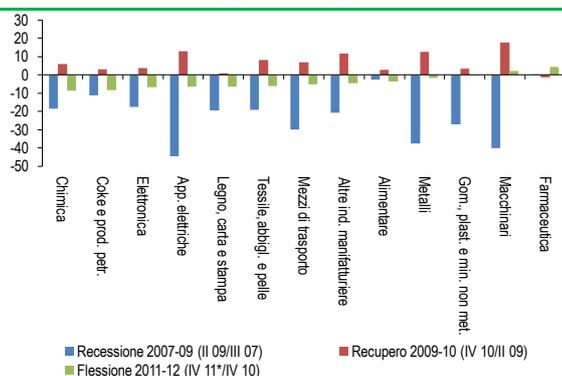
maggior calo, è divenuto l'unico, insieme al farmaceutico, a contenere la contrazione della produzione totale.

L'attuale flessione dell'attività produttiva risulta, inoltre, distribuita in maniera più omogenea tra i diversi comparti del manifatturiero, con un grado di concentrazione minore di quello che aveva interessato la brusca contrazione della produzione nel periodo 2007-09. Nella fase attuale, i primi tre settori, per ampiezza del contributo al calo totale della produzione, spiegano circa il 45% della flessione complessiva. Nella recessione precedente i primi tre settori spiegavano, invece, il 55% della contrazione totale.

La minore rapidità, che sta caratterizzando l'attuale fase di flessione dell'attività produttiva nel confronto con quanto accaduto nella precedente recessione, è il risultato di andamenti differenti a livello settoriale. Considerando per entrambi i periodi i primi quattro trimestri di flessione dell'attività produttiva, la contrazione risulta meno veloce nel comparto della gomma, plastica e minerali non metalliferi, in quello dei metalli, in quello dell'elettronica e in quello delle apparecchiature elettriche. Viceversa, maggiori criticità emergono nell'alimentare e nella chimica. In questi due settori la perdita attuale risulta doppia di quella registrata nella precedente recessione, rispettivamente 3,6 e 1,8 punti percentuali per l'alimentare e 10,1 e 4 punti percentuali per la chimica. Anche nel settore dei mezzi di trasporto il calo della produzione si sta sviluppando con una maggiore rapidità; nel corso del 2011 è stato registrato un calo di 6,9 punti percentuali di produzione, a fronte dei 3,6 persi tra il IV 2007 e il III 2008.

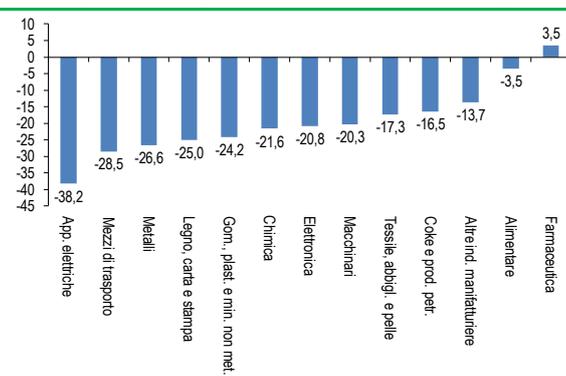
### La produzione nei settori del manifatturiero italiano dall'inizio della crisi economico-finanziaria: recessione, ripresa, nuova flessione

(valori destagionalizzati; III trim. 2007=100; punti percentuali)



### La produzione nei settori del manifatturiero italiano all'inizio del 2012: il ritardo rispetto al trimestre precedente l'inizio della crisi

(valori destagionalizzati; III trim. 2007=100; punti percentuali; IV trim. 2011\*/III trim. 2007)



IV trimestre 2011: media ottobre-novembre

IV trimestre 2011: media ottobre-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Per quasi tutti i settori del manifatturiero italiano, la flessione della produzione registrata durante lo scorso anno allontana nuovamente il ritorno dell'attività industriale sui livelli precedenti l'avvio della crisi economico-finanziaria. Per riassumere quanto accaduto negli ultimi quattro anni, anche in questo caso è utile porre il III trimestre 2007 come base uguale a 100 e confrontarlo con il IV trimestre 2011. Come visto in precedenza, il sistema industriale italiano è entrato nel 2012 con un ritardo rispetto ai livelli di produzione rilevati nella seconda parte del 2007 prossimo a venti punti

percentuali. Tale distanza si avvicina a 40 punti percentuali nel settore delle apparecchiature elettriche, mentre rimane compresa tra 25 e 30 punti percentuali in quello dei mezzi di trasporto e in quello dei metalli. Meno ampio il ritardo in termini di produzione nel settore alimentare, mentre nel comparto farmaceutico i livelli attuali risultano leggermente superiori a quelli della seconda parte del 2007.

### Uno sguardo agli ultimi dieci anni di produzione industriale in Italia

Quanto accaduto nel sistema manifatturiero italiano negli ultimi quattro anni deve essere analizzato all'interno di un orizzonte temporale più lungo. La crisi economico-finanziaria ha contribuito ad accelerare alcuni processi di cambiamento dell'industria italiana in corso nel periodo precedente la recessione.

Durante la prima parte degli anni Duemila il settore manifatturiero aveva sperimentato una fase di graduale indebolimento. Gli anni Novanta si erano chiusi con un solida crescita della produzione, che, dopo la recessione del 1992-93, era aumentata in sette anni di 20 punti percentuali, con un incremento medio annuo prossimo al 3%. Negli anni Duemila, l'Italia aveva, invece, sperimentato una stagnazione dell'attività industriale, con la produzione rimasta sostanzialmente invariata tra il 2000 e il 2007. Un andamento simile aveva interessato anche la Francia, mentre in Germania tra il 2000 e il 2007 l'attività industriale era aumentata di quasi 20 punti percentuali.

In Italia, la stagnazione della produzione negli anni Duemila non aveva, però, interessato tutti i settori. In alcuni comparti la produzione aveva continuato a crescere, sebbene moderatamente, in altri era stata, invece, sperimentata una forte riduzione delle quantità prodotte. La crisi economico-finanziaria ha accelerato questo processo di deindustrializzazione di alcuni settori del manifatturiero italiano, accentuandone gli effetti. Tra i comparti che maggiormente hanno subito l'impatto della crisi economico-finanziaria vi sono, infatti, quei settori nei quali era risultata più intensa la brusca flessione dell'attività produttiva negli anni precedenti la recessione: il settore dell'elettronica, quello delle apparecchiature elettriche, quello dei mezzi di trasporto e quello del tessile e abbigliamento.

Tra il 2000 e il 2007, la produzione aveva perso 26,6 punti percentuali nel settore dell'elettronica, 16,2 in quello delle apparecchiature elettriche, 14,7 in quello del tessile e abbigliamento e 10,5 in quello dei mezzi di trasporto. Tra il 2007 e il 2011<sup>3</sup>, l'attività produttiva ha perso 29,7 punti percentuali nel settore delle apparecchiature elettriche, 22,3 in quello dei mezzi di trasporto, 16,6 in quello del tessile e 15,8 in quello dell'elettronica. Confrontando il 2011 con il 2000 appare molto evidente la deindustrializzazione che ha interessato questi settori del manifatturiero italiano: nel comparto delle apparecchiature elettriche sono stati persi complessivamente 41,2 punti percentuali di produzione, in quello dell'elettronica 38,2, in quello dei mezzi di trasporto 30,4 e in quello del tessile e abbigliamento 28,9.

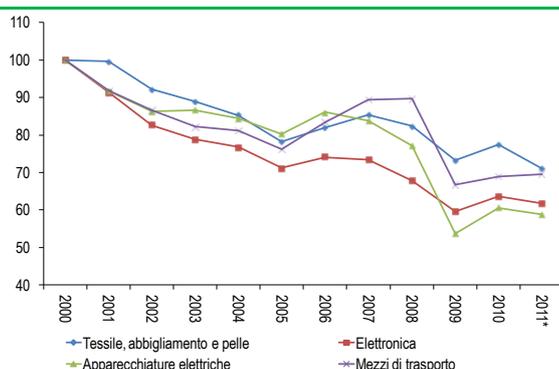
Sono diverse le cause alla base di questo deludente andamento. I minori volumi prodotti internamente sono prima di tutto il risultato di una riorganizzazione del sistema produttivo, con uno spostamento di una quota del valore aggiunto complessivo dal mercato interno a quello estero. Una conferma emerge confrontando l'andamento della produzione con quello del fatturato. Tra il 2000 e il 2011, nel settore delle apparecchiature elettriche, a fronte di un calo di oltre 40 punti percentuali della

<sup>3</sup> Per il 2011, non essendo ancora disponibile il dato di dicembre, viene considerata la media relativa ai primi undici mesi.

produzione, il fatturato è aumentato di quasi 9 punti percentuali<sup>4</sup>. Andamento simile nel settore dei mezzi di trasporto, con un fatturato sostanzialmente invariato, a fronte di una riduzione della produzione di quasi un terzo. La migliore performance del fatturato non può essere interamente giustificata con l'aumento dei prezzi, ma trova spiegazione anche nel trasferimento di parte della produzione all'estero. Indicazioni differenti emergono, invece, dal settore dell'elettronica. In questo comparto il calo della produzione di quasi 40 punti percentuali si è accompagnato ad una riduzione del fatturato di circa 30 punti percentuali. Tale andamento segnala non una semplice esternalizzazione di parti del processo produttivo, quanto un più complesso abbandono di alcune produzioni, oltre al mancato ingresso in nuovi segmenti in forte crescita negli ultimi anni. Evidente il caso dei pannelli fotovoltaici, segmento che ha sperimentato negli anni passati un significativo aumento delle importazioni italiane grazie all'effetto trainante degli incentivi, senza che ciò abbia determinato un sostegno all'attività industriale.

### 2000-2011\*: la produzione in alcuni settori del manifatturiero italiano

(dati corretti per gli effetti di calendario; 2000=100)

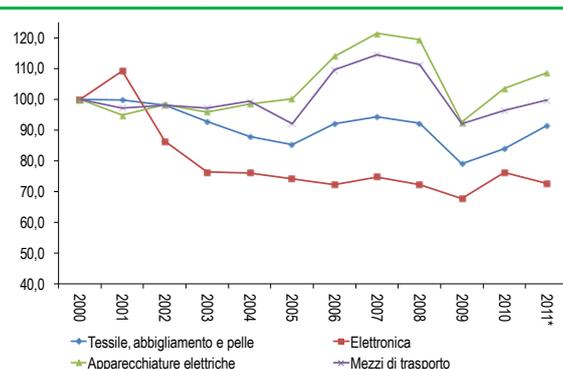


2011: gennaio-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

### 2000-2011\*: il fatturato in alcuni settori del manifatturiero italiano

(dati corretti per gli effetti di calendario; 2000=100)



2011: gennaio-novembre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

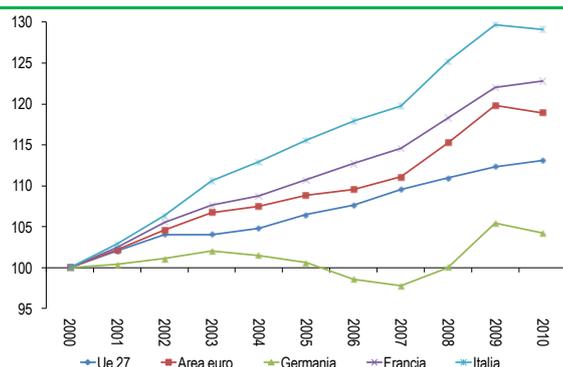
Una conferma di questo processo di riorganizzazione del sistema produttivo italiano viene anche dai dati sulle imprese a controllo nazionale residenti all'estero. Considerando tutti i settori del manifatturiero, lo spostamento di parte del processo produttivo all'estero, mediante la costituzione di aziende controllate da un'impresa italiana, appare più intenso nei comparti precedentemente analizzati rispetto al complesso del sistema industriale. Nel settore delle apparecchiature elettriche le imprese a controllo nazionale ma residenti all'estero sono 646, pari al 7% del totale delle imprese residenti in Italia operanti nello stesso settore. Per comprendere la significatività di questa percentuale è sufficiente pensare che nel complesso dell'industria italiana le imprese a controllo nazionale residenti all'estero sono pari a solo lo 0,8% del totale di quelle residenti in Italia. Sempre nel settore delle apparecchiature elettriche, le 646 imprese residenti all'estero occupano oltre 60mila addetti, pari a più di un terzo degli addetti occupati nelle imprese residenti in Italia, a fronte di solo il 13% relativo al totale dell'industria. Numeri significativi si rilevano anche nel settore del tessile e abbigliamento: le imprese residenti all'estero occupano 95mila

<sup>4</sup> Per il fatturato, nel 2011, non essendo ancora disponibili il dato di dicembre, viene considerata la media relativa ai primi undici mesi.

addetti, pari a circa un quarto del totale degli addetti delle imprese residenti in Italia. Nel settore dei mezzi di trasporto le imprese residenti all'estero sono il 4,6% di quelle nazionali, occupano quasi un terzo degli addetti e generano quasi il 40% del fatturato. Ciascun settore presenta anche delle particolarità nella localizzazione geografica: nei mezzi di trasporto rilevante è la quota di imprese residenti nel Centro-Sud America, mentre nel comparto delle apparecchiature elettriche è significativo il peso dell'Asia.

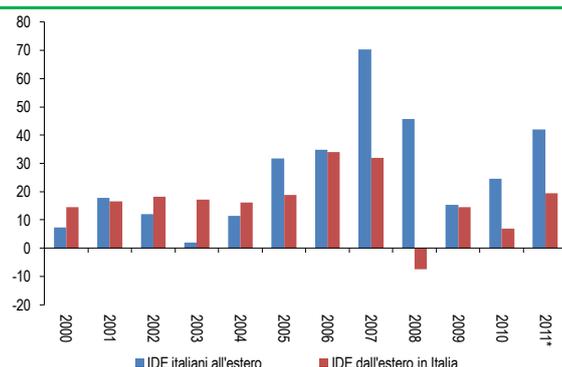
### Costo del lavoro unitario nominale in alcune economie europee

(2000=100)



### Gli investimenti diretti italiani all'estero e quelli dall'estero in Italia

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

2011: gennaio-ottobre

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La graduale riduzione di peso del sistema industriale italiano trova, però, spiegazione anche nella perdita di competitività a livello internazionale. Tra il 2000 e il 2010, il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto in Italia di quasi 30 punti percentuali, a fronte di meno di 5 punti percentuali di aumento in Germania. Posto uguale a 100 il costo del lavoro per unità di prodotto in Germania, nel 2000 il valore per l'Italia risultava 13 punti percentuali inferiore di quello tedesco, mentre nel 2010 il valore italiano risulta 8 punti percentuali superiore di quello tedesco. Le vendite italiane all'estero hanno risentito di questa perdita di competitività, con un calo della quota sulle esportazioni mondiali che ha interessato in maniera rilevante alcuni settori. Nel comparto del tessile e abbigliamento la quota dell'Italia è scesa dall'8,7% nel 2001 al 6,6% nel 2010, in quello delle apparecchiature elettriche si è passati dal 5,1% al 4,3%, mentre in quello dell'elettronica il peso, già limitato all'inizio degli anni Duemila, si è ulteriormente ridotto (dall'1,2% allo 0,8%).

La perdita di competitività del sistema produttivo italiano ha, inoltre, reso il paese meno capace di attrarre investimenti dall'estero. Dalla seconda metà degli anni Duemila i flussi annuali di investimenti italiani all'estero sono stati costantemente maggiori degli investimenti dall'estero in Italia. Dal 2000 al 2011, i flussi di investimenti italiani all'estero sono stati complessivamente pari a 315 miliardi di euro, a fronte di 201 miliardi di euro di investimenti dall'estero in Italia.

Un sistema industriale di dimensioni più piccole, inserito in un sistema paese meno competitivo: questa la fotografia che rappresenta il comparto manifatturiero italiano all'inizio del 2012, un anno che secondo le aspettative dei principali previsori vedrà una nuova flessione del Pil. In un contesto nel quale, secondo le previsioni della Banca d'Italia, gli investimenti fissi lordi si ridurranno in maniera significativa, diviene

opportuno operare al fine di rendere il sistema produttivo più competitivo e il sistema paese più capace di attrarre gli investimenti stranieri ma, soprattutto, di stimolare le imprese italiane a riportare all'interno quelle fasi del processo produttivo a suo tempo esternalizzate (dall'*offshoring* al *backshoring*). Alcuni elementi favorirebbero questo processo, già in corso in alcune economie avanzate. Il vantaggio competitivo in termini di costo di produzione nelle economie emergenti si è ridotto, come conseguenza di un aumento dei salari e di maggiori costi, legati ad esempio alla normativa per la tutela ambientale. Inoltre, il permanere dei prezzi delle materie prime energetiche su valori elevati mantiene i costi di spedizione su livelli più alti di quelli sperimentati all'inizio del passato processo di delocalizzazione.

## **Il difficile momento dei fondi comuni, non solo in Italia**

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

Alla fine del terzo trimestre 2011 il patrimonio complessivo detenuto a livello globale dai fondi comuni di investimento ammonta a 18.850 mld di euro, in flessione del 4,7% da inizio anno. In termini di distribuzione geografica gli Stati Uniti detengono il 48% degli attivi, seguiti dall'Europa con il 29%.

Con riferimento all'Europa il quadro, aggiornato al mese di novembre, evidenzia una raccolta netta negativa dei fondi comuni armonizzati per il sesto mese consecutivo. Complessivamente tra gennaio e novembre 2011 i deflussi netti ammontano a 84,5 mld di euro. Il patrimonio complessivo gestito dal settore a fine novembre ammonta a 7.700 mld di euro in flessione del 5,9% rispetto a fine 2010. Le quote di mercato per domiciliazione dei fondi armonizzati vedono al primo posto il Lussemburgo con il 31% del totale, seguito dalla Francia con il 20%, dall'Irlanda con il 14% e dal Regno Unito con l'11%. L'Italia detiene una quota pari al 2,7% dei fondi europei.

Il patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento sul mercato italiano è pari a circa 413 miliardi di euro, in flessione dell'8,6% rispetto al valore di fine 2010. La raccolta netta tra gennaio e novembre è stata pari a -26,5 mld di euro.

Le prospettive del mercato italiano appaiono incerte. Resta da valutare l'impatto dei recenti provvedimenti introdotti dal governo che hanno portato da gennaio 2012 all'aumento della tassazione sulle plusvalenze dal 12,5% al 20% e l'estensione dell'imposta di bollo anche a questo comparto del risparmio.

### **I fondi comuni e la flessione globale nel terzo trimestre 2011**

Nel terzo trimestre del 2011, i dati diffusi dall'Efama e riferiti a 45 paesi hanno evidenziato una contrazione del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento del 4,7%, a quota 18.850 mld di euro dai 19.490 miliardi del periodo aprile-giugno. In termini di distribuzione geografica gli Stati Uniti detengono il 48% degli attivi, seguiti dall'Europa con il 29% (che sale al 37% considerando anche i fondi non armonizzati alla direttiva Ucits). Seguono con quote più contenute Brasile, Australia, Giappone, Canada e Cina.

Di riflesso al momento difficile dei mercati internazionali, la raccolta netta ha presentato una flessione a livello globale. Non accadeva dal terzo trimestre del 2008. Tra giugno e settembre 2011 il saldo è risultato negativo per 104 mld di euro erodendo gran parte del flusso positivo relativo al trimestre precedente (+147 mld di euro).

Il trend negativo ha riguardato quasi tutte le tipologie di fondi. I maggiori deflussi si sono registrati nel comparto dei fondi azionari che a livello globale hanno registrato un deflusso pari a 79 mld di euro. Le aree maggiormente penalizzate sono state l'Europa (-43 mld dai +8 mld del II trimestre) e gli Stati Uniti, il cui saldo, già negativo nel trimestre precedente (-7 mld di euro) è sceso a -48 mld di euro.

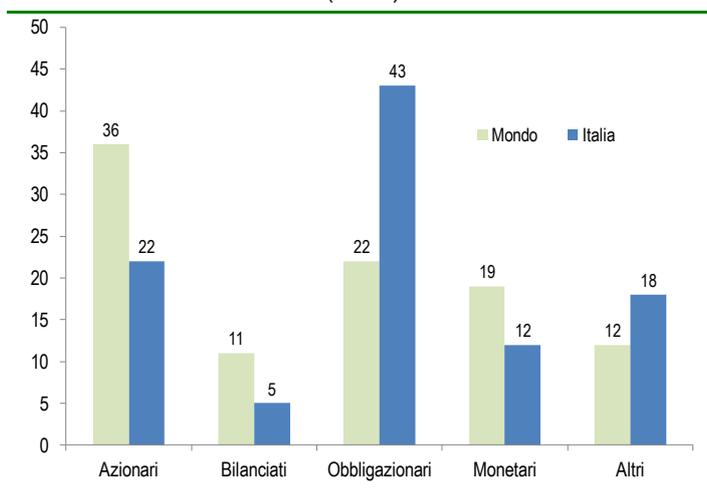
I fondi bilanciati hanno chiuso il trimestre con un saldo negativo pari a 14 mld di euro, per effetto soprattutto dei deflussi registrati nell'area europea, mentre gli Stati Uniti hanno evidenziato un lieve afflusso netto (2 mld di euro).

Il comparto dei fondi obbligazionari ha mantenuto un saldo attivo (7 mld di euro) pur evidenziando un forte rallentamento rispetto al risultato ottenuto tra marzo e giugno (+70 mld di euro). In questo segmento si registra un andamento molto diversificato tra le dinamiche in atto in Europa (-22 mld di euro) e negli Stati Uniti (+25 mld di euro).

Perdura il trend negativo dei fondi monetari, con un deflusso netto nel III trimestre pari a -46 mld di euro, comunque inferiore a quello registrato nel trimestre precedente (-56 mld di euro).

### Composizione del patrimonio dei fondi comuni di investimento

(val %)



Fonte: Assogestioni, Efama

Le dinamiche del trimestre hanno inciso solo in misura marginale sulla composizione del patrimonio gestito dai fondi a livello globale. La componente azionaria pesa per oltre 1/3 del totale (36%), seguita da quella obbligazionaria (22%). Il patrimonio attribuibile ai fondi monetari è pari al 19%, mentre i fondi bilanciati detengono una quota pari all'11% del patrimonio totale. Tutte le altre tipologie di fondi complessivamente assorbono il 12% degli asset totali.

### L'Europa e l'Italia

Con riferimento all'Europa, la pubblicazione dei dati di settore consente di aggiornare il quadro sino al mese di novembre. I dati diffusi dall'Efama a livello europeo riguardano 24 paesi del vecchio continente coprendo circa il 97% del totale dei fondi (Ucits e non-Ucits).

La raccolta netta dei fondi comuni armonizzati registra per il sesto mese consecutivo un deflusso netto. Dopo aver toccato un picco negativo a settembre (-49 mld di euro) seguito dai -30 mld di ottobre, la raccolta ha evidenziato una contrazione meno accentuata nel mese di novembre (-9,1 mld di euro)

Complessivamente tra gennaio e novembre 2011 i deflussi netti ammontano a 84,5 mld di euro. In controtendenza si muove la raccolta dei fondi non armonizzati che da inizio anno è aumentata di quasi 5 miliardi di euro. Considerando anche questo aggregato la raccolta europea complessiva (fondi armonizzati e non armonizzati) nel mese di novembre presenterebbe un saldo attivo per 1,6 mld di euro.

Tra i diversi comparti nel mese di novembre i fondi azionari e obbligazionari hanno registrato un notevole incremento nei deflussi netti rispetto al mese precedente evidenziando, rispettivamente, una raccolta negativa pari a 16,3 miliardi e 10,7 miliardi. I fondi bilanciati hanno chiuso con un risultato negativo più contenuto rispetto al mese scorso (0,3 mld di euro da -5,2 miliardi di ottobre), mentre i fondi monetari

hanno segnato a novembre un brusco cambio di rotta raccogliendo 19,7 mld di euro dai -10 mld di ottobre.

L'aumento delle tensioni sui debiti sovrani nell'area dell'euro e i timori di una nuova recessione economica hanno portato in Europa a un allontanamento cautelativo dai comparti azionari e obbligazionari, favorendo un riavvicinamento al comparto dei monetari, in grado di offrire maggiore liquidità e minori rischi anche se a fronte di rendimenti piuttosto contenuti.

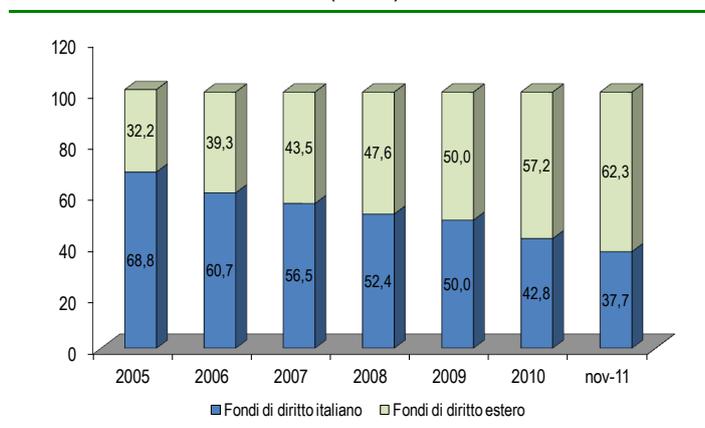
La composizione del patrimonio dei fondi comuni europei evidenzia come i due comparti a maggior contenuto azionario detengano oltre la metà del capitale complessivo. I fondi azionari assorbono un terzo del capitale (33% del totale), mentre i fondi bilanciati, che investono parte del loro capitale in titoli azionari, hanno un peso del 16%. L'altra metà del patrimonio si ripartisce tra i fondi obbligazionari (25%), i monetari (21%) e le altre categorie (5%).

Il patrimonio complessivo gestito dal settore a fine novembre ammonta a 7.700 mld di euro in flessione del 5,9% da fine 2010. Il calo è imputabile alla flessione dei fondi Ucits pari al 72% del totale, mentre quelli non-Ucits hanno registrato nel medesimo arco temporale un incremento da 2.100 a 2.200 mld di euro.

Le quote di mercato per domiciliazione dei fondi vedono al primo posto il Lussemburgo con il 31% del totale, seguito dalla Francia con il 20%, dall'Irlanda con il 14% e dal Regno Unito con l'11%. L'Italia detiene una quota pari al 2,7% dei fondi europei. Nei primi tre trimestri dell'anno 17 paesi europei su 24 hanno registrato deflussi netti nella raccolta.

### Ripartizione del patrimonio del mercato italiano dei fondi comuni

(val%)



I fondi comuni riferibili al mercato italiano (quindi l'insieme di quelli domiciliati in Italia e dei roundtrip) rispetto a quanto osservato in Europa presentano una più elevata concentrazione verso le *asset-class* a minor contenuto di rischio. A novembre 2011 il comparto in cui risulta investita la quota più ampia del patrimonio è quello dei fondi obbligazionari con un peso pari al 43% del totale, mentre il comparto azionario ha un peso del 21% (circa 12 punti percentuali in meno rispetto alla media europea), quello dei fondi bilanciati presenta una quota del 5%. La quota di patrimonio investita in fondi flessibili ammonta al 15%, mentre i fondi di liquidità detengono il 12%. Il rimanente 4% si ripartisce tra fondi hedge (2%) e altri fondi non classificati.

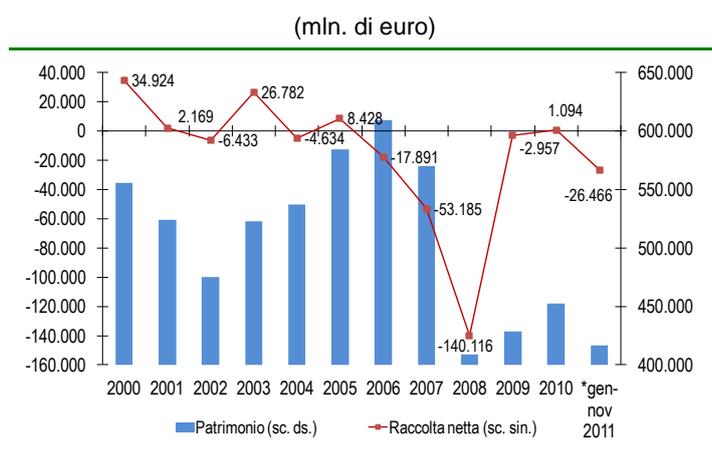
## Fondi comuni italiani: ancora un anno difficile

L'industria del risparmio gestito in Italia continua a evidenziare un andamento negativo. Il 2011 si è rivelato un anno molto difficile con una perdita di raccolta tra gennaio e novembre pari a 31 mld per l'intera industria (fondi aperti, fondi chiusi, e gestione di portafoglio, retail e istituzionali). Gran parte della raccolta netta negativa (-26,5 mld di euro) deriva dal comparto dei fondi comuni di investimento. Nel solo mese di novembre si è registrato un deflusso totale pari a 8,5 mld di euro per l'intero settore di cui 6,2 mld dal comparto dei fondi comuni.

Il patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento sul mercato italiano è pari a circa 413 miliardi di euro, in flessione dell'8,6% rispetto al valore di fine 2010.

L'allontanamento dai fondi riguarda tutte le tipologie. Da inizio anno i deflussi più consistenti hanno riguardato i fondi monetari che hanno registrato una raccolta netta pari a -10,6 mld di euro, seguiti dagli obbligazionari a -6,5 mld di euro. Se per i primi il problema di fondo sembra essere quello dei rendimenti molto bassi, le scelte sugli obbligazionari sono state condizionate dall'accresciuto rischio sui debiti sovrani e dalle prospettive di riduzione del merito di credito di diversi paesi sinora considerati poco rischiosi.

### Il mercato italiano dei fondi comuni



Fonte: Assogestioni

Meno evidente, ma ugualmente significativa, la contrazione nei flussi di raccolta netta dei fondi azionari (-3,6 mld da inizio 2011), penalizzati dalla forte volatilità dei mercati, accentuata dalle speculazioni, che rendono meno forte il legame tra le quotazioni e i fondamentali economici delle società presenti nei listini.

Seppure in territorio negativo per 1,5 mld di euro i fondi di diritto estero hanno avuto nel mese una flessione meno accentuata rispetto a quelli italiani (-4,7 mld di euro). Da inizio anno i primi evidenziano una raccolta netta positiva per 3 mld di euro a fronte di una fortemente negativa (-29,7 mld di euro) per i prodotti nazionali. Il peso dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ha raggiunto a novembre 2011 quasi i due terzi del totale (63,2%).

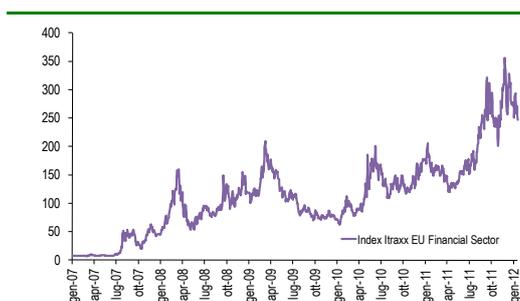
La disaffezione per l'investimento in fondi trova riscontro anche nei rendimenti risultati, negativi per tutti i comparti. Le performance a 12 mesi a novembre 2011 evidenziano un -10,9% per i fondi azionari, -2,6% per gli obbligazionari, -0,3% per i fondi di liquidità, -5,5% per i flessibili e -4,5% per quelli bilanciati.

Gli operatori dell'industria attribuiscono i risultati negativi registrati dai prodotti di risparmio gestito, e in particolare dai fondi comuni, a una serie di concause. Da un lato

la precarietà e l'incertezza dello scenario economico che rendono difficili le scelte del risparmiatore, propenso a cautelarsi con strumenti molto liquidi, come i conti di deposito in attesa di immettere la propria liquidità sul mercato una volta ripristinate condizioni più stabili. Dall'altro la crisi sembra aver accentuato un problema di carattere distributivo, legato alle esigenze di liquidità delle banche che porterebbero queste ultime a privilegiare la collocazione di altri strumenti di raccolta del risparmio, come le obbligazioni, in alternativa ai fondi comuni. Inoltre le incertezze sui titoli sembrano penalizzare il settore dei fondi italiano in misura maggiore rispetto a quelli di altri paesi europei dal momento che in Italia i fondi obbligazionari hanno un peso del 43% del totale, molto più elevati rispetto al 25% registrato in media dai fondi europei. Resta inoltre da valutare l'impatto dei recenti provvedimenti introdotti dal governo che hanno portato da gennaio all'aumento della tassazione sulle plusvalenze dal 12,5% al 20% e l'estensione dell'imposta di bollo anche a questo comparto del risparmio.

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

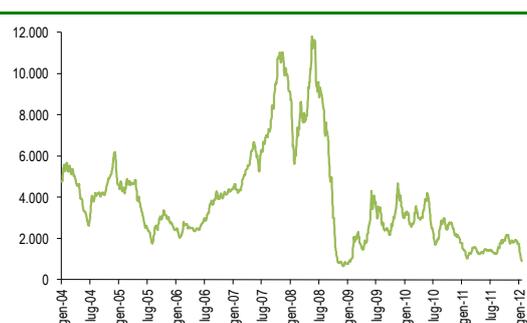
**Indice Itraxx Eu Financial**



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana scendono a 236 pb.

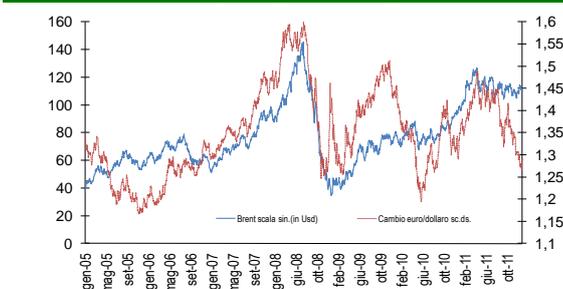
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Datastream

Continua il calo dell'indice dei noli marittimi, che scende sotto quota 900, non distante dai minimi del 2009.

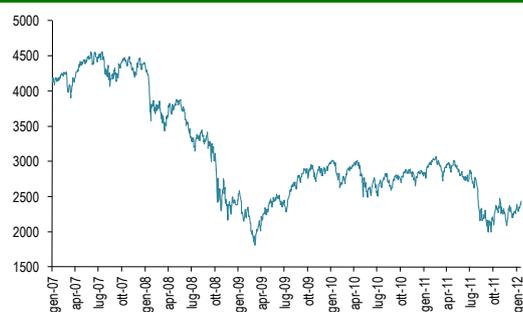
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,29. Il petrolio qualità Brent quota 111\$ al barile, il Wti a 100\$ al barile.

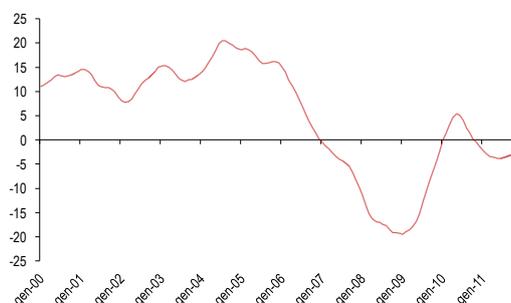
**Borse europee: indice Eurostoxx 50**



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana sale a 2.436 da 2.345.

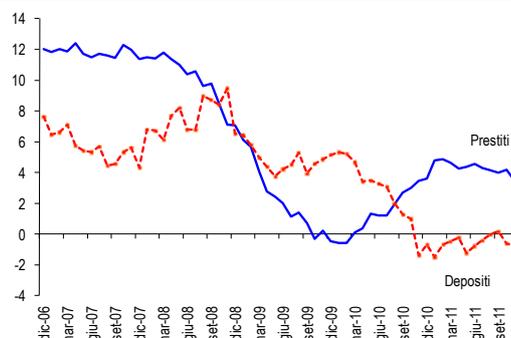
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni  
Case-Shiller composite 10**  
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A ottobre 2011, per il 13° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3% su base annua).

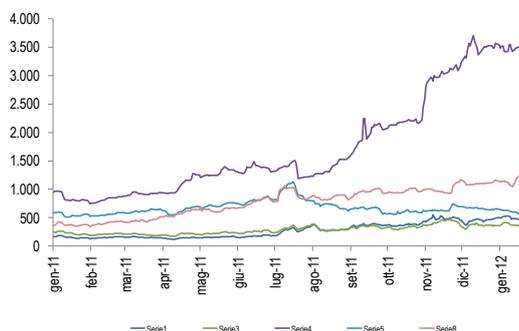
**Italia: prestiti e depositi**  
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A novembre 2011 il trend di crescita dei prestiti si attenua (+3,5% a/a) e la variazione dei depositi rimane negativa.

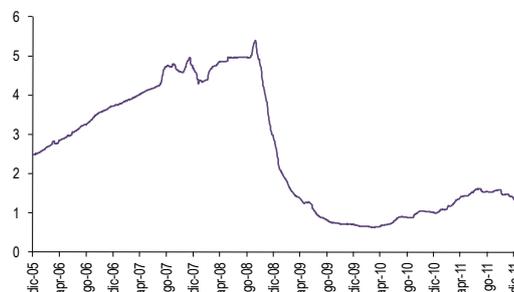
**Tassi dei benchmark decennali:  
differenziale con la Germania**  
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 3.476 pb per la Grecia, 1.239 pb per il Portogallo, 572 pb per l'Irlanda, 454 pb per l'Italia e 368 pb per la Spagna.

**Tasso euribor a 3 mesi**  
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor scende sotto quota 1,20%.

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.