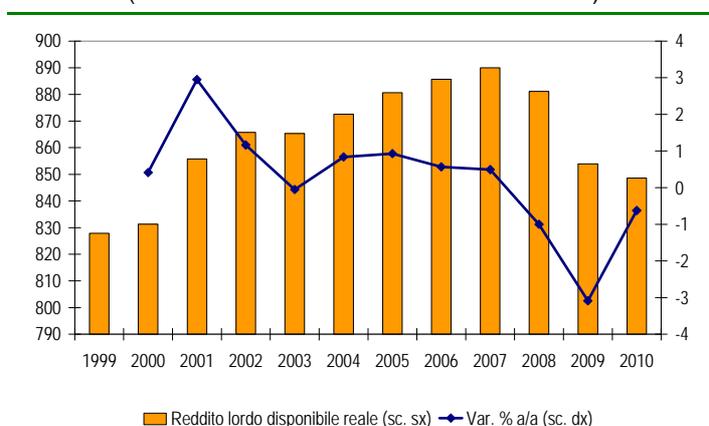


Reddito disponibile lordo reale delle famiglie italiane

(Consistenze in miliardi di euro e var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

Tensioni inflattive percorrono lo scenario dell'economia globale, correlandosi sia alla forte crescita delle nuove locomotive sia a situazioni speculative che la restrizione delle politiche monetarie andrà gradualmente a correggere. Nelle economie emergenti, secondo il FMI, il saggio di aumento dei prezzi al consumo dovrebbe collocarsi quest'anno intorno al 7%. Nei paesi di più antica industrializzazione – specialmente, in Italia – il risveglio dell'inflazione rappresenta una sfida ulteriore nel quadro del consolidamento della ripresa economica.

In Italia a febbraio la dinamica dei **prestiti bancari** si è rafforzata (+3,7% a/a, +2,8% a/a a dicembre) grazie soprattutto all'accelerazione dei finanziamenti alle imprese mentre la crescita del credito alle famiglie è rimasta stabile intorno al 4%, come nello scorso anno. L'inclinazione delle famiglie ad assumere nuovi impegni finanziari è frenata dall'evoluzione delle entrate. Nel 2010 il livello del reddito disponibile lordo reale delle famiglie italiane, dopo il terzo anno consecutivo di flessione, è tornato all'incirca pari a quello dei primi anni Duemila.

18

6 maggio

2011

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: Tensioni inflattive



Fonte: Eurostat e Istat

Nel mese di aprile l'inflazione italiana è salita al tre per cento. Nel volgere di un anno l'incremento su dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è raddoppiato. Un andamento analogo è stato registrato nella media dell'Eurozona. Il risveglio dei prezzi al consumo non ha preso in contropiede le autorità monetarie europee. L'avvio a metà aprile di una fase di graduali rialzi dei tassi di riferimento servirà ad impedire l'innescò di un circolo vizioso tra aumenti effettivi dell'inflazione e aspettative di ulteriori rialzi dei prezzi. Controllare le attese dei mercati è importante per tutti.

Più che per altri paesi, per l'Italia la netta accelerazione dei prezzi al consumo rappresenta il riflesso domestico di una crescita economica che viene da fuori e che altrove è molto più forte. Le proiezioni dell'ultimo "Outlook" del Fondo monetario lo hanno confermato. La crescita delle nuove locomotive dell'economia mondiale – paesi BRIC e non solo - continua gagliarda. Nonostante lo tsunami giapponese e le incognite geopolitiche di Nord Africa e Medio Oriente, il prodotto interno lordo mondiale valutato a prezzi costanti crescerà del quattro-cinque per cento sia in questo sia nel prossimo anno. I rischi di "double-dip", di ritorno alla recessione, appaiono archiviati. Presa nel suo complesso, c'è una domanda mondiale che preme sull'offerta. In Asia, in America latina, e anche in Germania, i tassi di utilizzo della capacità produttiva si restringono velocemente. Gli "output gap", gli scarti tra il prodotto effettivo e quello potenziale rischiano di diventare positivi, complici anche vincoli di vario tipo che si oppongono a una più veloce e intensa trasformazione in investimenti produttivi del risparmio globalmente disponibile.

Vuoi per la crescita irruente delle nuove locomotive, vuoi per la ricorrenza di "bolle" speculative, la filiera dei prezzi mostra tensioni a livello globale. Quest'anno l'inflazione si attesterà in media al 5% in Cina dove i tassi di interesse di riferimento della politica monetaria sono già al 6 per cento e i coefficienti di riserva obbligatoria sulla raccolta bancaria arrivano a venti punti percentuali. I prezzi al consumo aumentano dell'8% in India, del 6% in Brasile, del 10% in Vietnam e in Argentina. Non è solo un problema di speculazione sulle materie prime e sui beni rifugio. Non è solo colpa del rialzo dei

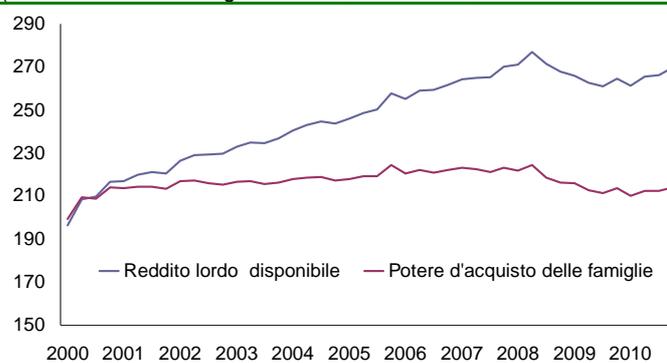
prezzi dei beni energetici e, a monte, dell'aumento di 40 dollari in un anno della quotazione del Brent. C'è tutto un sistema un sistema di costi e di prezzi che si riposiziona, anche in riflesso ai cambiamenti di peso tra i protagonisti della nuova geografia economica mondiale. Seppur lentamente, si attenua la quantità di disinflazione che per decenni, in Italia come nelle altre economie mature, noi abbiamo importato dalle economie emergenti. La riluttanza delle autorità monetarie dei paesi emergenti nel consentire una più rotonda rivalutazione delle loro monete rispetto al dollaro e all'euro ci impedisce di apprezzare una tendenza che, verosimilmente, è già in marcia.

Per l'Italia il ritorno ad un'inflazione di misura doppia rispetto al tasso di crescita reale dell'economia rappresenta una sfida ulteriore. La crescita dei prezzi va a appesantire il conto della bilancia commerciale. Il rapporto tra il valore dell'export e quello delle importazioni – il cosiddetto indice di copertura – è sceso dal 98% del 2007 al 91% dei dodici mesi terminati a febbraio 2011. Il rialzo dei prezzi degli input importati genera una pressione sui prezzi industriali, che a marzo crescevano su base annua del sei per cento, e ostacola il recupero della competitività. Oltre agli scambi commerciali l'aumento dell'inflazione potrebbe ripercuotersi sulla voce "redditi" delle partite correnti. Il debito pubblico italiano è per circa la metà nelle mani di non residenti. Non si tratta di una percentuale particolarmente elevata nel confronto internazionale. Ma, stante l'ammontare di oltre 1,8 trilioni di euro raggiunto dallo stock totale del debito, un aumento di tassi e rendimenti sui titoli pubblici conseguente alla risalita dell'inflazione può appesantire in misura non trascurabile il deficit dei nostri conti con l'estero attraverso l'ulteriore aggravio degli interessi passivi corrisposti oltre frontiera. Secondo una recente statistica pubblicata dal Fondo monetario internazionale l'Italia è titolare del sei per cento dello sbilancio accumulato a livello mondiale dai paesi in deficit di parte corrente. È una quota cospicua, superiore a quelle ricoperte da paesi come Francia, Spagna e Regno Unito. Oltre ai conti con l'estero il rischio maggiore prodotto dal risveglio dell'inflazione lo corrono i consumi e, a monte di questi, il potere d'acquisto delle famiglie italiane. Tra il 2007 e il 2010 il reddito reale disponibile delle famiglie è calato di circa cinque punti percentuali. La recessione ha eroso le capacità di spesa delle famiglie. Ora l'accelerazione dei prezzi può imbrigliare gli spazi di una comunque moderata ripresa. Contrastare l'inflazione serve alla stabilità e, ancor più, serve alla crescita.

Giovanni Ajassa

Redditi delle famiglie al lordo e al netto dell'inflazione

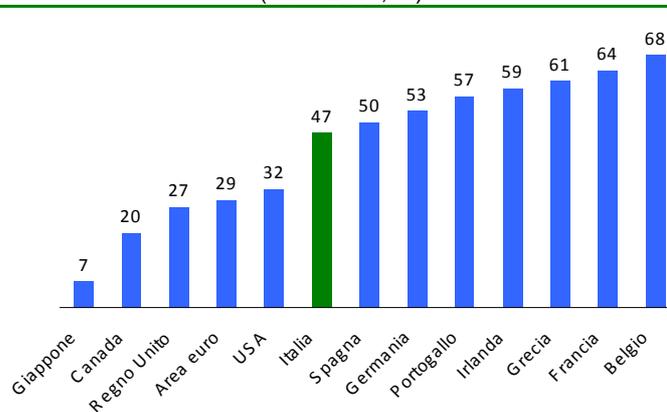
(dati trimestrali destagionalizzati; mld di euro; anno base: 2000)



Fonte: Istat

Quota di debito pubblico detenuta dall'estero

(anno 2010; %)



Fonte: FMI

Credito e risparmio, dopo la crisi

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

L'andamento dei prestiti bancari a febbraio registra segnali di ripresa (+3,7% a/a) grazie soprattutto all'accelerazione dei finanziamenti alle imprese (+3,4% a/a, +1% a/a a dicembre), mentre per le famiglie consumatrici la dinamica si conferma stabile intorno al 4%, come nel corso del 2010. Le indicazioni per i prossimi mesi segnalano una domanda di credito moderata, sia da parte delle imprese sia da parte delle famiglie.

All'indomani dell'avvio della crisi le famiglie delle principali economie avanzate hanno reagito aumentando il tasso di risparmio: a tre anni di distanza questo processo per alcuni paesi si è stabilizzato sui nuovi livelli raggiunti, per altri invece, si osserva una riduzione della porzione di reddito non consumata. Il perdurare degli effetti della crisi sul mercato del lavoro, l'incertezza sull'evoluzione dei redditi futuri e l'intenzione di ridurre gli alti livelli di indebitamento raggiunti nel passato sono tra gli elementi che guidano la decisione di risparmiare soprattutto nei paesi anglosassoni.

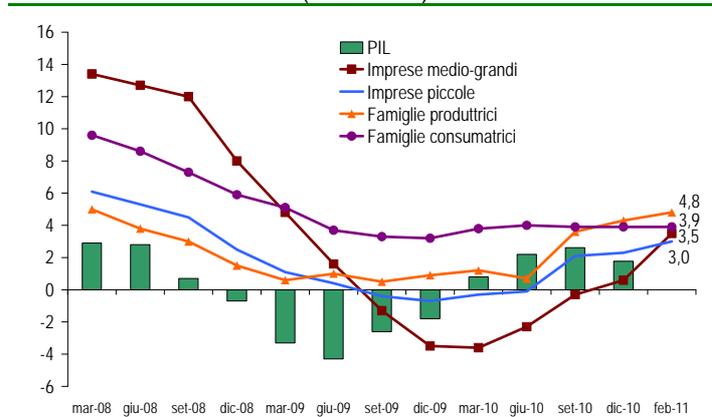
Tra settembre e dicembre 2010, per l'ottavo trimestre consecutivo, il tasso di risparmio delle famiglie italiane si è ridotto scendendo al 12,1%, un valore storicamente contenuto. Non avendo la necessità di diminuire il grado di indebitamento, come avviene in altri paesi, e in presenza di una dinamica dei consumi contenuta, la correzione del tasso di risparmio sembra dipendere esclusivamente dalla riduzione del reddito disponibile. Nel 2010, dopo la terza contrazione consecutiva, il reddito reale delle famiglie italiane è inferiore a quello di dieci anni prima.

In ripresa i prestiti bancari

A febbraio i prestiti bancari in Italia hanno registrato una crescita annua del 3,7% segnando un rafforzamento rispetto ai progressivi miglioramenti già evidenziati nel corso del 2010 (+2,8% a/a a dicembre). Ciò si è realizzato grazie a una marcata accelerazione dei finanziamenti alle imprese (+3,4% a/a a febbraio, +1% a/a a dicembre) e a un incremento stabile di quelli alle famiglie (+3,9% a/a a febbraio e dicembre). Pur in assenza di segnali non ancora ben definiti di una ripresa stabile e duratura dell'attività produttiva, un aumento del fabbisogno finanziario delle imprese, dovuto a un incremento degli investimenti maggiore della capacità di autofinanziamento, ha favorito il ricorso all'indebitamento bancario. Il rafforzamento del tasso di crescita dei prestiti al comparto produttivo ha interessato le imprese di tutte le dimensioni, ma in misura più marcata quelle medio-grandi (+3,5% a/a a febbraio, +0,6% a/a a dicembre). Leggermente meno intensa è stata l'accelerazione dei prestiti alle imprese piccole (+3% a/a a febbraio, +2,3% a/a a dicembre) e micro (+4,8% a/a a febbraio, +4,3% a/a a dicembre), per le quali si è rafforzata la tendenza propostasi dalla seconda parte del 2010.

Le indicazioni relative ai prossimi mesi che emergono dalla periodica indagine della Banca d'Italia sulle condizioni del credito suggeriscono come la domanda di finanziamenti dovrebbe risultare moderata per tutte le dimensioni di impresa e le scadenze. Le richieste di finanziamenti sono motivate prevalentemente dall'esigenza di disporre di circolante e di ristrutturare il debito, mentre stabile su livelli molto bassi risulta quella per investimenti e operazioni di fusione e acquisizione.

Pil e prestiti bancari per settori (Var. % a/a)

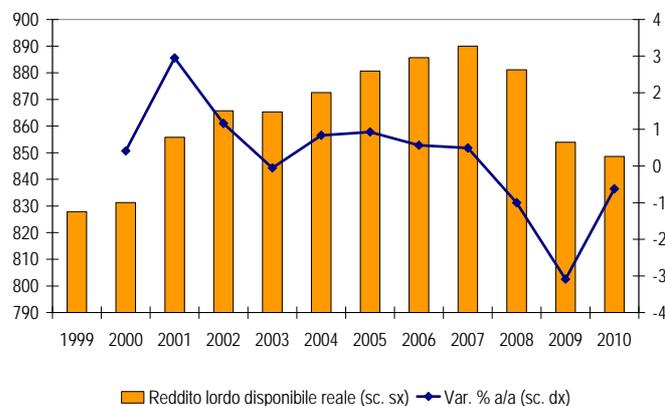


Fonte: Banca d'Italia

La dinamica tendenziale dei prestiti alle famiglie consumatrici a febbraio è rimasta intorno al 4%, livello su cui permane ormai da due anni. In effetti dall'avvio della crisi per le famiglie italiane, come quelle dell'area euro, l'evoluzione su base annua del credito al consumo e per l'acquisto di abitazioni si è gradualmente attenuata, riflesso di una maggiore prudenza nell'assunzione di debiti. Nonostante le passività in rapporto al reddito disponibile delle famiglie italiane siano rimaste contenute rispetto ai livelli raggiunti in altre economie, l'inclinazione ad assumere nuovi impegni finanziari è stata frenata dall'evoluzione delle entrate. Il confronto della dinamica del reddito disponibile nominale tra i principali partner europei denota un poco invidiabile andamento per l'Italia: nella prima parte dello scorso decennio la crescita è stata tra le più moderate, nel biennio di recessione la variazione media è risultata negativa (unico caso tra i paesi considerati), mentre il modesto incremento del 2010 (+0,9%) colloca il nostro paese in una posizione migliore solo rispetto alle famiglie spagnole (-1,9%). Se poi si considera il reddito in termini di potere d'acquisto, nel periodo 1999-2010 si riscontra che dopo la terza flessione consecutiva (-1%, -3,1% e -0,6% negli ultimi tre anni) il livello delle entrate nel 2010 (849 miliardi) è tornato all'incirca a quello di inizio periodo (828 miliardi nel 1999).

Reddito disponibile lordo reale delle famiglie italiane

(Consistenze in miliardi di euro e var. % a/a)

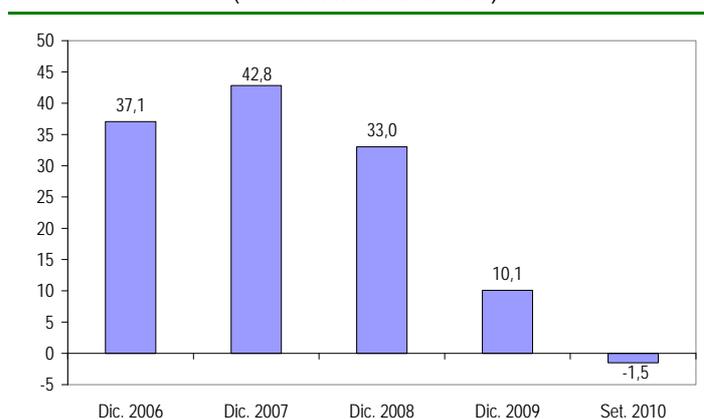


Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

Lo sfavorevole andamento dell'aggregato si è riflesso sia sui consumi sia sui risparmi. Negli ultimi anni i consumi hanno avuto un andamento via via sempre più debole invertendo il trend solamente nel 2010 (+2,5% dopo il -1,8% del 2009). Ancora più evidenti sono stati i riflessi sul tasso di risparmio. Nel nostro paese nel IV trimestre 2010 il tasso di risparmio delle famiglie ha registrato per l'ottavo trimestre consecutivo una flessione. I continui cali, seppure di entità sempre più contenuta, hanno determinato nell'arco di soli due anni una riduzione del tasso di risparmio di 2,7 punti percentuali al 12,1%, un livello che non trova precedenti né tra i dati passati del nostro paese, né tra i principali paesi dell'area euro: Spagna, Francia e Germania presentavano a fine 2010 un tasso di risparmio delle famiglie pari rispettivamente al 13%, 16% e 17%. Anche la ricchezza finanziaria in Italia ha iniziato a risentire del minor afflusso di risparmio: nel III trimestre dello scorso anno si sono registrati minori investimenti per 1,5 miliardi di euro. Il deflusso di capitali da investimenti in obbligazioni a medio/lungo termine (-15 miliardi) e dai tradizionali depositi (-4 miliardi) ha trovato compensazione solo parziale nell'aumento di altre tipologie di attività.

Flussi di attività finanziarie delle famiglie italiane

(Valori in miliardi di euro)



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

Andamento recente del tasso di risparmio

Nel complesso la tendenza al rialzo del tasso di risparmio che si era verificata diffusamente nelle economie avanzate all'indomani della crisi finanziaria sembra proseguire con orientamenti diversi. Nei paesi anglosassoni, che storicamente risparmiano una porzione di reddito molto meno consistente rispetto a quelli dell'Europa continentale, il livello del risparmio sembra essersi stabilizzato intorno all'apice raggiunto nel periodo di crisi. Negli Stati Uniti nel 2010 il tasso di risparmio è stato pari al 5,8% (5,9% nell'anno precedente), circa tre volte più alto che nel 2007 (2,1%). I risultati di un'indagine campionaria¹ evidenziano come per le famiglie statunitensi la decisione di risparmiare una quota di reddito maggiore rispetto al passato sia stata dettata prevalentemente dalla necessità di diminuire la loro esposizione debitoria al fine di mantenere elevata la ricchezza netta. Anche in prospettiva di miglioramenti sull'evoluzione dei redditi nel prossimo futuro, la crisi sembra aver determinato un cambiamento strutturale dei comportamenti; per i consumi

¹ R. Chakrabarti, D. Lee, W. Van der Klaauw, B. Zafar, *Household debt and saving during the 2007 recession*, Federal Reserve Bank of New York, Staff report n. 482, gennaio 2011.

si prevede infatti una crescita inferiore rispetto a quella dei redditi, con conseguente incremento del risparmio.

Nel Regno Unito il tasso di risparmio dopo essere salito di 4 punti percentuali tra il 2008 e il 2009 (dall'1,9% al 5,9%) si è assestato nel 2010 al 5,4%. All'avvio della crisi diversi elementi di preoccupazione, che tuttora permangono, hanno contribuito all'innalzamento della quota di reddito risparmiato: l'attesa sia di una debole evoluzione delle entrate sia di criteri più severi nella concessione del credito, l'incertezza relativa alle future prestazioni pensionistiche e, soprattutto, l'elevato grado di indebitamento (al 160% circa del reddito disponibile nel 2008)² hanno spinto le famiglie a rivedere le proprie attitudini di spesa.

Diversa è l'esperienza delle famiglie spagnole che, in presenza di una flessione del reddito reale, hanno preferito mantenere costante il livello dei consumi con una conseguente riduzione dei risparmi. Secondo la banca centrale spagnola, tale andamento dovrebbe protrarsi anche nel 2011.

Un caso a parte rappresenta l'esperienza del Giappone, dove il tasso di risparmio delle famiglie prima, durante e dopo il periodo di crisi è rimasto stabile intorno al 2,4%, livello raggiunto nel 2007 dopo essere sceso sistematicamente dall'inizio degli anni '90 quando era posizionato all'incirca al 15%. Il basso tasso di risparmio delle famiglie nipponiche è il risultato della combinazione di più cambiamenti: da una parte quello demografico con una crescente quota di pensionati rispetto alle persone attive e, dall'altra, le scelte delle giovani generazioni che sembrano preferire il consumo immediato al risparmio, capovolgendo la tradizionale consuetudine del passato.

² Banca d'Inghilterra, *Inflation Report*, "Household balance sheet", novembre 2010.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

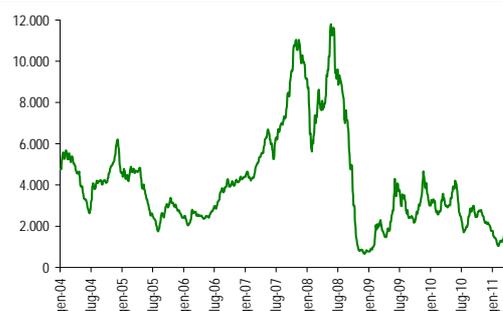
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana oscillano intorno a 130 pb.

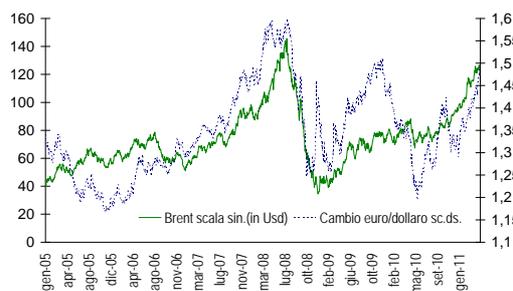
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi, sale da 1.250 a 1.300.

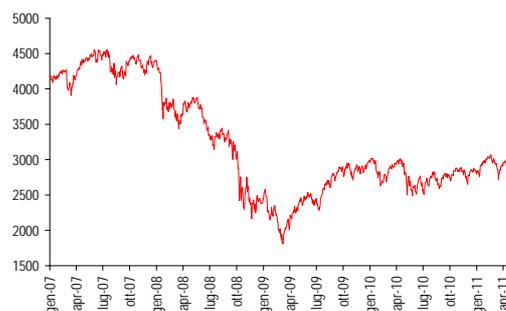
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio $\text{€}/\text{\$}$ quota 1,49. Il prezzo del petrolio qualità Brent scende a 114\$ al barile, il Wti a 98\$ al barile.

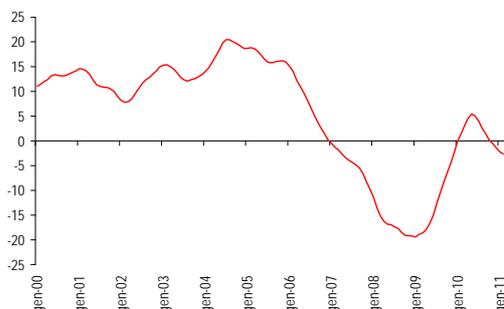
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana resta poco sotto quota 3.000.

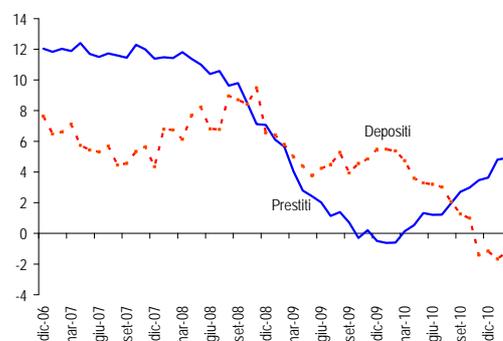
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10
(var. % a/a)**



Fonte: Datastream

A febbraio 2011, per il 4° mese consecutivo le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-2,6% su base annua).

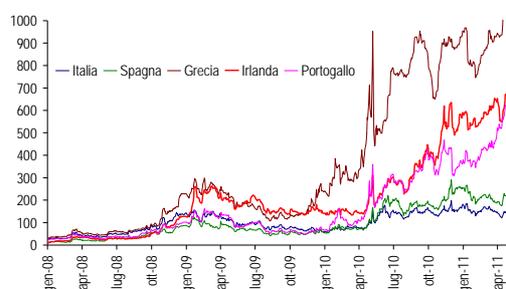
**Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

A febbraio 2011 prosegue il trend di crescita dei prestiti. Rimane negativo l'andamento dei depositi ma in misura più contenuta rispetto al mese precedente.

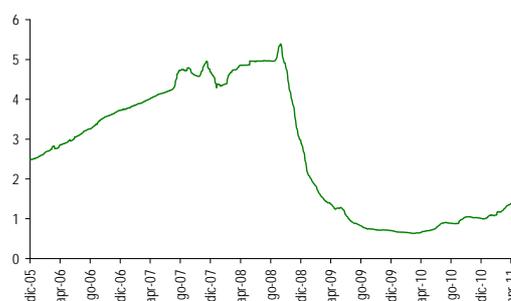
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund risultano pari a 1.214 pb per la Grecia, 663 pb per l'Irlanda, 623 pb per il Portogallo, 200 pb per la Spagna e 144 pb per l'Italia.

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



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor, in progressivo aumento, sale oltre quota 1,4%.

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.