



Anno II – Numero 2 – 13 Febbraio 2007

#### L'ECONOMIA ITALIANA

- Nel quarto trimestre 2006 il PIL italiano è cresciuto dell'1,1 per cento in termini congiunturali, secondo i dati preliminari diffusi oggi dall'ISTAT. Nella media del 2006 l'aumento del PIL è stimato al 2 per cento, correggendo per le giornate lavorative.
- Nel 2006 si è registrata una crescita media della produzione industriale pari al 2,4 per cento, secondo i dati corretti per le giornate lavorative. A trainare la ripresa della produzione sono stati principalmente gli apparecchi elettrici e di precisione, i mezzi di trasporto e macchine e apparecchi meccanici.
- A novembre le esportazioni italiane di beni in termini nominali sono cresciute dell'1,9 per cento rispetto a ottobre, grazie all'ottima *performance* verso i paesi extra-UE.
- Nei primi mesi del 2007 la crescita italiana sembra proseguire, sebbene a ritmi più moderati rispetto allo scorso anno, come segnalato dagli indicatori qualitativi.
- L'inflazione italiana è tornata a scendere a gennaio, all'1,7 per cento. Secondo gli indici armonizzati, la crescita dei prezzi in Italia è risultata solo dello 0,1 per cento più sostenuta di quella media dell'area dell'euro.

#### L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

- Accelera la crescita del Pil nell'area euro nel quarto trimestre del 2006 (0,9 per cento congiunturale). L'inflazione nell'area è rimasta stabile all'1,9 per cento a gennaio, per il quinto mese consecutivo sotto la soglia BCE. Tuttavia, preoccupata dagli andamenti monetari e dalla crescita sopra il potenziale, la BCE ha preannunciato un rialzo di un quarto di punto a marzo (al 3,75 per cento) del tasso ufficiale di interesse.
- Lo scorso anno i prezzi delle materie prime non alimentari e non energetiche sono significativamente cresciuti (+31,9 per cento tendenziale a dicembre 2006). La gran parte di tale aumento si deve alla nuova impennata delle quotazioni dei metalli (+47,4 per cento).
- Proseguendo nella sua estrema volatilità, il prezzo del Brent è risalito sopra i 58 dollari a inizio febbraio, nonostante si continui a registrare un equilibrio del mercato mondiale del greggio.
- Il PIL degli Stati Uniti è cresciuto dello 0,9 per cento congiunturale nel quarto trimestre del 2006, in accelerazione rispetto alla crescita del trimestre precedente. Complessivamente l'economia americana è cresciuta nel 2006 del 3,4 per cento, in lieve accelerazione rispetto al 2005 (3,2 per cento).
- Le quotazioni dello yen mostrano un processo di deprezzamento rispetto all'euro (di ben il 18 per cento dal giugno 2005 al gennaio 2007) e alla sterlina, mentre sono rimaste sostanzialmente stabili rispetto al dollaro nel 2006. I dati sull'economia giapponese fanno ritenere che un rafforzamento dello yen sia sostenibile per l'economia asiatica.

## L'economia italiana

**L'economia italiana nel 2006 cresce più del previsto.** La crescita economica registrata nel 2006 è risultata più robusta di quanto atteso: secondo la stima preliminare diffusa oggi dall'ISTAT nel quarto trimestre il PIL è cresciuto dell'1,1 per cento in termini congiunturali (valori destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative). Tale risultato è spiegato in parte dalla correzione per le giornate lavorative, che nell'ultimo trimestre sono state tre in meno rispetto al precedente.

A determinare una crescita così considerevole potrebbe essere stato un consistente rimbalzo degli investimenti e dell'export, insieme ad una sostanziale tenuta dei consumi. Dal lato dell'offerta, invece, dovrebbero risultare elevati sia il contributo dell'industria, come evidente dai dati sulla produzione industriale, che quelli di agricoltura e servizi.

In media d'anno, qualora venisse confermata la stima preliminare del IV trimestre, l'aumento del PIL nel 2006 sarebbe del 2 per cento (dati corretti per le giornate lavorative), il migliore risultato dal 2000. Ciò comporterebbe, inoltre, un trascinarsi per l'anno in corso dell'1,2 per cento.

**Cresce il grado d'utilizzo ma si colgono alcuni segnali di un previsto lieve rallentamento dell'economia.** Le inchieste trimestrali ISAE indicano un moderato aumento del grado di utilizzo degli impianti nel quarto trimestre del 2006 (al 78,1 per cento), a conferma di una sostanziale stabilità del ciclo industriale rispetto ai precedenti trimestri. Il maggiore incremento (+1,4 punti percentuali), necessario per far fronte alla crescente domanda finale, è stato registrato nel settore dei beni di consumo. Si è ridotta, inoltre, la quota di imprese che denuncia la presenza di ostacoli alla produzione derivanti dall'insufficienza della domanda o dalla scarsità di manodopera.

Nei primi mesi del 2007 la crescita italiana sembra proseguire, sebbene a ritmi più moderati rispetto allo scorso anno. Gli indicatori qualitativi disponibili indicano, infatti, per gennaio un rallentamento dell'attività economica.

Sul fronte della domanda interna, l'andamento altalenante degli indicatori qualitativi lascia supporre una riduzione dei consumi nel breve termine. Il clima di fiducia dei consumatori risulta infatti in forte rallentamento a gennaio, a causa del deterioramento delle aspettative sulla situazione economica del paese e sul clima futuro. In linea con questa tendenza, risulta in netto peggioramento anche la fiducia delle imprese di servizi alle famiglie.

Nel mese di gennaio ha continuato a scendere anche la fiducia delle imprese manifatturiere ed estrattive, ai livelli minimi da febbraio 2006. Peggiorano in particolare i giudizi sugli ordini totali e, soprattutto, su quelli esteri. Indicazioni positive vengono invece dalle imprese che operano nel settore dei beni di investimento, la cui fiducia è in aumento rispetto a dicembre, grazie al miglioramento del giudizio sugli ordini. Anche sulle attese relativamente ad ordini e produzione per i prossimi tre mesi si ha una situazione più favorevole per le imprese dei beni di investimento; più prudenti, invece, le previsioni delle imprese che operano nei settori dei beni intermedi e di consumo.

**Nel 2006 la produzione industriale è tornata a crescere per la prima volta dal 2001.** L'Istat ha rilevato nel 2006 una crescita media annua della produzione industriale dell'1,9 per cento nei dati grezzi. Se si tiene conto delle due giornate lavorative in meno, l'incremento medio annuo risulta ancor più positivo (2,4 per cento la variazione dell'indice corretto; Tab. 1).

Grazie al risultato positivo realizzato nel 2006, l'industria chiude il ciclo negativo quinquennale che aveva avuto inizio nel 2001. Quanto ai settori, a trainare la crescita della produzione industriale nel corso del 2006 sono stati principalmente gli apparecchi elettrici e di precisione (7,7 per cento) e i mezzi di trasporto (7,3 per cento), seguiti dalle macchine e apparecchi meccanici (4,2 per cento) e dai prodotti in metallo (4,1 per cento).

A determinare la crescita della produzione industriale nel 2006 sarebbero state le imprese medio-grandi i cui livelli produttivi, grazie alla loro maggiore propensione all'esportazione (circa tre volte superiore a quella delle piccole), devono adeguarsi all'incremento degli ordini provenienti dall'estero (Tab. 2).

Se si guarda al profilo trimestrale, si nota una forte accelerazione della quantità prodotta nella seconda metà dell'anno, particolarmente intensa nell'ultimo trimestre. Questa chiusura d'anno così brillante influenzerà positivamente l'anno in corso, grazie all'effetto "trascinamento". Il 2007 ha già acquisito, in quanto ereditata dall'anno passato, una crescita media annua dell'1,6 per cento. Questo è il risultato minimo che si realizzerebbe se in tutti i trimestri dell'anno in corso il volume della produzione si attestasse sullo stesso livello raggiunto nel quarto trimestre del 2006 o, in altri termini, se la variazione congiunturale trimestrale fosse nulla.

**Nel 2006 il saldo commerciale con i paesi extra UE, al netto degli scambi con i Paesi OPEC, resta positivo.** A novembre le esportazioni italiane di beni in termini nominali sono tornate a crescere (+1,9 per cento rispetto a ottobre) grazie all'ottima *performance* verso i paesi extra europei (+6,8 per cento al netto dei fattori stagionali). Verso i paesi dell'Unione Europea la dinamica del nostro export è stata invece negativa (-1,4 per cento). Al tempo stesso, le importazioni hanno registrato una riduzione del 2,6 per cento rispetto al mese precedente.

Nei primi 11 mesi del 2006 il valore delle nostre esportazioni ha avuto un incremento dell'8,6 per cento e per la prima volta, dopo alcuni anni, anche le quantità esportate sono aumentate di oltre il 2 per cento.

Tuttavia, nel periodo gennaio-novembre 2006 resta un saldo negativo della bilancia commerciale. All'aumento delle esportazioni si è associata una crescita più consistente delle importazioni, che hanno sfiorato il 13 per cento, determinando un disavanzo commerciale di 20,5 miliardi di euro. Rispetto all'anno precedente si è avuto un incremento del deficit di ben 12,6 miliardi di euro, dovuto soprattutto al peggioramento del saldo commerciale con i paesi esterni all'area UE.

**Tab. 1 - La produzione industriale è tornata a crescere dopo cinque anni**

	indice corretto (a)	indice grezzo (b)	differenza giorni rispetto all'anno t-1
2000	4,3	3,1	-5
2001	-1	-0,6	2
2002	-1,6	-1,6	0
2003	-0,5	-1	-2
2004	-0,6	0,6	5
2005	-0,8	-1,8	-4
2006	2,4	1,9	-2
I	4,9	3	2
II	-0,4	1,3	-2
III	0,1	1,2	-1
IV	3	3,8	-1

(a) Calcola quale sarebbe stato il livello della produzione se nel periodo ci fossero state, virtualmente, le stesse giornate lavorative dell'anno precedente; (b) Misura la quantità effettivamente prodotta nel periodo (mese, trimestre, semestre, anno).  
Fonte: ISTAT.

Tab. 2 - Le imprese medio-grandi hanno maggiore propensione all'export (dati 2004)

	Imprese	Addetti	Dipendenti	Fatturato	Valore aggiunto	Propensione all'esportazione *
<b>Piccole (1-49 addetti)</b>						
valori assoluti	518.599	2.695.031	1.925.817	338.205	91.668	
peso %	97,7	55,8	47,6	33,6	39,8	13,7
<b>Medio-grandi (50 addetti e oltre)</b>						
valori assoluti	11.964	2.137.885	2.121.459	667.153	138.794	
peso %	2,3	44,2	52,4	66,4	60,2	32,3
<b>Totale</b>						
valori assoluti	530.563	4.832.916	4.047.276	1.005.357	230.463	
peso %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	25,9

\* Incidenza percentuale del fatturato esportato sul fatturato totale.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat.

Con riferimento agli scambi commerciali verso i paesi esterni all'area UE i dati si riferiscono già all'intero 2006: le esportazioni italiane verso i paesi extra-UE (pari al 41,4 per cento delle esportazioni totali) sono aumentate dell'11,9 per cento rispetto al 2005, mentre le importazioni del 19,1 per cento<sup>1</sup>. Ciò ha determinato un deficit commerciale rispetto ai paesi esterni alla UE pari a 19,1 miliardi di euro. I due fattori che determinano il peggioramento del deficit commerciale verso i paesi extra-UE sono la svalutazione dello yen (cfr. infra) e l'aumento del prezzo del petrolio e più in generale delle materie prime (cfr. infra).

Nel 2006 le esportazioni italiane in valore sono aumentate verso tutti i paesi ed aree geoeconomiche esterni all'UE ad eccezione del Giappone. I più marcati incrementi (superiori al 20 per cento) si sono verificati verso le economie più dinamiche del mondo: Cina, Russia e paesi dell'Europa centro-orientale. Le importazioni italiane sono aumentate da tutti i paesi non UE. I ritmi più elevati di aumento hanno riguardato la Cina, la Turchia e i paesi OPEC (tutti al di sopra del 20 per cento). Si tenga presente che al netto degli scambi con i paesi OPEC, il saldo commerciale 2006 è rimasto lievemente positivo.

A livello settoriale gli incrementi più marcati delle esportazioni italiane verso l'extra-UE nel complesso del 2006 si sono registrati nei metalli e prodotti in metallo (+27,6 per cento), nelle macchine ed apparecchi meccanici (di gran lunga il settore italiano con il miglior saldo commerciale, ben 25,9 miliardi di euro) e nei prodotti petroliferi raffinati. Per quanto riguarda le importazioni, i maggiori aumenti in termini nominali si sono avuti tra le materie prime, ovvero nei settori dei metalli e prodotti in metallo (+46,1 per cento) e dei minerali energetici (+26,7 per cento), che sono anche i due settori in cui l'Italia presenta i maggiori deficit commerciali verso l'area extra-UE.

**Torna a scendere l'inflazione.** L'inflazione italiana, secondo i dati preliminari, è scesa di due decimi a gennaio, all'1,7 per cento. La maggior parte dei capitoli di spesa (ben sette su dodici) ha mostrato prezzi fermi rispetto a dicembre e in calo in termini annui. Il rallentamento maggiore

<sup>1</sup> Nel mese di dicembre è continuata la crescita delle esportazioni italiane verso i paesi esterni all'area UE (+6,9 per cento rispetto al mese di novembre). Ma sono in deciso aumento anche le importazioni italiane da tali paesi (+4,1 per cento).

si registra nel capitolo dell'abitazione (sceso dal 4,7 al 3,9 per cento), in gran parte per un effetto statistico di confronto con l'accelerazione del mese di gennaio dello scorso anno. È proseguito inoltre il rallentamento dei prezzi alimentari (2,6 per cento tendenziale) per l'esaurirsi delle tensioni sui prezzi degli alimentari freschi. Rallentamenti si sono avuti pure in vari comparti dei servizi (ricettivi e di ristorazione, ricreativi, di istruzione) e per alcolici e tabacchi, che restano comunque il capitolo con la dinamica più sostenuta (4,6 per cento). Stabili i prezzi dei beni industriali (mobili, abbigliamento) e dei trasporti. Una spinta al rialzo è invece venuta da comunicazioni (+0,4 per cento in un mese) e servizi sanitari, che mostrano comunque entrambi ancora un calo dei prezzi in termini annui.

Sebbene nella media del 2006 l'inflazione italiana (sulla base degli indici armonizzati) sia risultata pari a quella media dell'area dell'euro (2,2 per cento), negli ultimi cinque mesi si è mantenuta più elevata, anche se solo dello 0,1 per cento a gennaio. La divergenza è da attribuire soprattutto al nuovo ampliarsi, da settembre 2006, del differenziale tra la *core inflation* dell'area (ferma da tempo all'1,6 per cento) e quella italiana che, dopo il significativo calo del 2005, lo scorso anno ha registrato delle nuove tensioni (1,9 per cento a dicembre; Fig. 1).

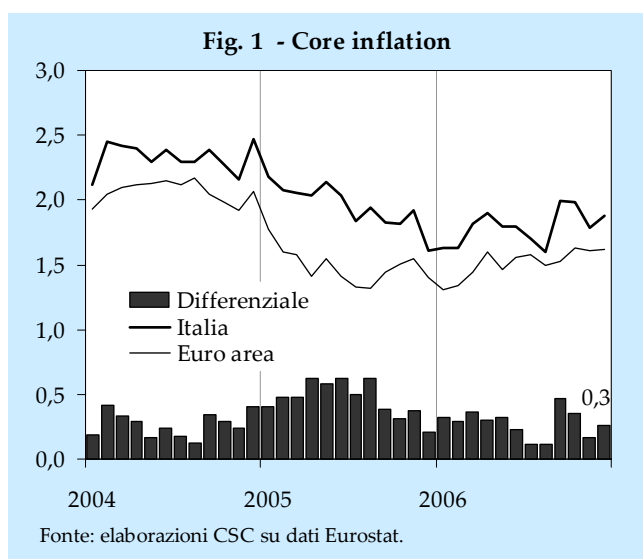
Il nuovo *gap* di *core inflation* è dovuto in gran parte agli alimentari conservati e al tabacco (+0,7 il *gap* a sfavore dell'Italia a dicembre), oltre che ai beni industriali non energetici (+0,5). È risultato viceversa negativo in tutta la seconda metà del 2006 il differenziale nei servizi, che invece aveva pesato molto nel recente passato. Quanto alle componenti

volatili, il minor calo della componente energetica italiana è stato, nella media degli ultimi mesi, compensato da una minore accelerazione degli alimentari freschi in Italia.

Quanto alle prospettive di medio termine, per l'inflazione di fondo italiana il quadro resta sostanzialmente positivo. Da un lato, infatti, la dinamica dei prezzi alla produzione per i beni di consumo si è stabilizzata intorno al 2 per cento tendenziale nella seconda metà del 2006, livello elevato rispetto agli scorsi anni. Dall'altro, gli effetti restrittivi della stretta di politica monetaria in corso e dell'euro ancora forte dovrebbero attutire l'impatto del progressivo rafforzarsi della domanda interna, limitando lo scaricarsi sulla fase del consumo dei rialzi registrati alla produzione. Perciò, nei prossimi mesi la dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe restare moderata, a condizione che nuove spinte non vengano dalla componente energetica.

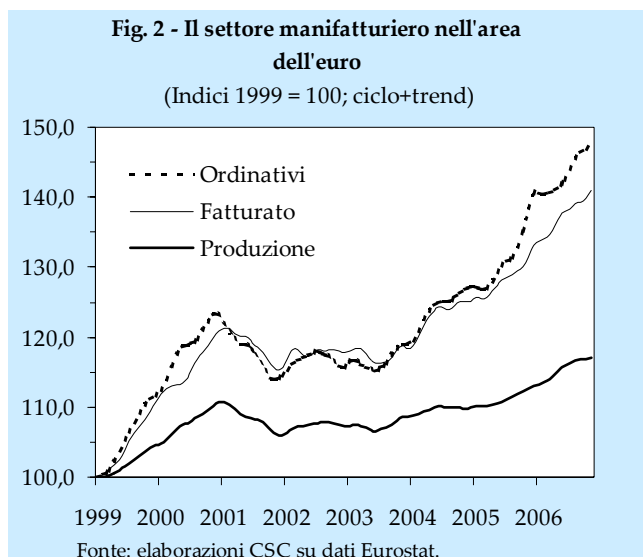
## L'economia internazionale

**Accelera la crescita del Pil nell'area euro e torna a crescere la produzione industriale.** Nel quarto trimestre del 2006 il Pil dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,9 per cento congiunturale. Un dato significativamente sopra le attese, in gran parte attribuibile agli andamenti registrati in



Germania (0,9 percento) ed Italia (1,1 percento). Ciò porta la crescita dell'Area al 2,7 percento nella media del 2006, circa mezzo punto percentuale sopra il potenziale.

Torna a crescere a novembre, dopo due mesi di contrazione, la produzione industriale dell'area dell'euro (+0,2 percento rispetto ad ottobre). La ripresa è principalmente attribuibile ai settori dei beni di capitale (+1,2 percento) e dell'energia (+0,9 percento), i più penalizzati nei mesi precedenti. Nei settori dei beni intermedi e dei beni di consumo non durevole, invece, la produzione è rimasta pressoché stabili. In termini tendenziali la produzione industriale cresce del 2,5 percento e i settori più dinamici sono quelli dei beni capitale e dei beni di consumo durevole, la cui produzione è aumentata, per entrambi, del 4,9 percento. Si contrae invece del 3,3 percento la produzione industriale del settore energetico, il più penalizzato dall'impennata del prezzo del petrolio. Al di sotto della media la dinamica della produzione industriale del settore dei beni di consumo non durevole, aumentata dell'1,9 percento (Fig. 2).



Riprendono anche gli ordinativi, tornati a crescere a novembre dell'1,4 percento rispetto ad ottobre, dopo due mesi di contrazione. Rispetto allo stesso periodo del 2005 però il tasso di crescita degli ordinativi si è dimezzato, passando dal 12,8 percento di ottobre al 6,2 percento di novembre. I settori i cui ordinativi crescono di più in termini tendenziali restano l'industria di base e la meccanica (rispettivamente 18,8 percento e 12,9 percento). Si contrae invece la produzione dei mezzi di trasporto (-2 percento).

A novembre continua a migliorare il saldo di bilancia commerciale dell'Area: il surplus passa infatti a 3,1 miliardi di euro rispetto ai 3 miliardi di ottobre. A novembre rallentano sia le esportazioni, passando dal +16 tendenziale registrato ad ottobre al +12 percento, sia le importazioni (dal +13 percento, al +7 percento di novembre). Si dimezza il tasso di crescita degli scambi intra-area, che passa dal +14 percento di ottobre ad un più modesto 5 percento.

Nel complesso dei primi 11 mesi dell'anno rimane però un disavanzo della bilancia commerciale di 12 miliardi rispetto al surplus pari a 17,4 miliardi del 2005. A pesare sulla bilancia commerciale dell'area restano i prodotti primari, per i quali il deficit cresce da -179 miliardi di euro nel periodo gennaio-ottobre del 2005 a ben -226,6 miliardi nello stesso periodo del 2006, penalizzato dall'impennata del prezzo del petrolio. Migliora invece la bilancia commerciale per i manufatti, ma non alla stessa velocità (da 188,5 miliardi a 199,8 miliardi di euro), nonostante il cambio forte dell'euro.

Diminuisce di 0,6 punti a gennaio l'*Economic sentiment indicator* elaborato dalla Commissione Europea. Nel dettaglio, cala la fiducia delle imprese, mentre rimane sostanzialmente stabile quella degli operatori del commercio e quella delle famiglie. Ciononostante, gli indicatori restano al di sopra dei valori medi degli ultimi anni e, soprattutto, si posizionano su di un *trend* chiaramente crescente a conferma che restano positive le aspettative degli operatori sullo stato di salute dell'economia europea.



**La corsa della moneta spinge i rialzi dei tassi nell'area dell'euro.** L'inflazione nell'area è rimasta stabile a dicembre, all'1,9 per cento, per la compensazione tra la spinta al rialzo della componente energetica (risalita al 2,9 per cento tendenziale in gran parte per un effetto statistico di confronto con lo scorso anno) e il rallentamento degli alimentari freschi al 3,7 per cento. La *core inflation*, invece, è rimasta ancora ferma all'1,6 per cento, una stabilità frutto a dicembre di lievi cali nei servizi e negli alimentari conservati e di una lieve accelerazione dei beni industriali non energetici. Nella media del 2006 l'inflazione è stata del 2,2 per cento.

Eurostat stima a gennaio un'inflazione stabile - e per il quinto mese consecutivo sotto la soglia BCE - nonostante l'aumento delle aliquote Iva in Germania, uno degli elementi di rischio esplicitamente citati dalla Banca. Peraltro, sta proseguendo la moderazione dei prezzi alla produzione per i beni di consumo (scesi a dicembre all'1,4 per cento tendenziale) e, lentamente, anche il raffreddamento della dinamica dei prezzi alla produzione energetici (+6,2 per cento). Inoltre, il cambio, stabilizzatosi sugli 1,30 dollari per euro dall'inizio del 2007 e che sarà sostenuto ancora dalla prevista riduzione del gap nei tassi di interesse rispetto agli Usa, dovrebbe continuare a moderare le pressioni di origine esterna. Nel corso dell'anno l'inflazione dovrebbe restare vicino alla soglia del 2 per cento come previsto dalla stessa BCE, che pur insiste sui rischi al rialzo.

Come previsto, la BCE ha lasciato invariato a febbraio il tasso ufficiale di interesse, ma ha chiaramente annunciato un rialzo di un quarto di punto a marzo (al 3,75 per cento). A inizio febbraio l'Euribor è già salito al 3,78 per cento. La Banca, che giudica la *stance* ancora espansiva, resta preoccupata per i rischi al rialzo sui prezzi provenienti dagli andamenti monetari. La nuova significativa accelerazione in corso della moneta M3 (9,7 per cento a dicembre) e la decelerazione troppo lieve dei prestiti al settore privato (10,7 per cento), infatti, stanno accrescendo il problema posto da una liquidità già troppo abbondante. Problema ancor più preoccupante se valutato nel contesto di un aumento delle aspettative di inflazione dei consumatori e di una crescita del PIL sui livelli potenziali con una capacità utilizzata vicina al picco. Una recente dinamica delle retribuzioni più forte delle attese potrebbe rafforzare tali timori. Inoltre, l'obiettivo della Banca è l'inflazione nel medio termine, più che nel 2007. Lo scenario più probabile è quindi che la BCE prosegua la fase di rialzi di un quarto di punto ogni tre mesi, operando un rialzo dei tassi di interesse a giugno (al 4 per cento), per poi fermarsi. Nella seconda metà del 2007 la BCE dovrebbe infatti decidere una pausa nella stretta di politica monetaria. Stretta che potrebbe comunque non esaurirsi, se gli andamenti monetari proseguiranno sui livelli attuali.

**Nuovo rialzo del prezzo del Brent e delle altre materie prime.** Proseguendo nella sua estrema volatilità, dalla metà di gennaio il prezzo del Brent è di nuovo significativamente rimbalzato (di 7 dollari al barile), tornando a 58,3 dollari a inizio febbraio. Spinte al ribasso continuano a venire dal clima invernale mite e dall'assottigliarsi del "premio speculativo". Tuttavia, insieme al persistere di fattori extra-economici, quali le tensioni in Iraq, la decisione di un nuovo taglio di 0,5 milioni di barili al giorno (mbg) nella produzione OPEC-10 a partire da febbraio ha contribuito a sostenere i prezzi. A seguito del precedente taglio, la produzione OPEC è scesa ancora a dicembre, a 30,2 mbg, portando già ad un equilibrio del mercato nel complesso del quarto trimestre. Il 2006, comunque, si è chiuso con un surplus d'offerta di 0,6 mbg e le scorte OCSE sono salite su un livello del 7,9 per cento superiore alla media di lungo periodo.

Inoltre, la graduale diminuzione del potere di mercato OPEC verso cui stavano spingendo i tagli dell'OPEC e la continua crescita della produzione non-OPEC ha subito un'improvvisa inversione con l'ingresso dell'Angola nell'OPEC a partire dal gennaio 2007. L'Organizzazione sale così a 12 paesi, compreso l'Iraq (che è ancora fuori dal sistema di quote produttive) e la quota OPEC sull'estrazione mondiale di greggio si rafforza (al 36,5 per cento nel 2006). Al tempo

stesso le previsioni di crescita della produzione non-OPEC si moderano per il venir meno del contributo del paese africano. La produzione dell'Angola (quasi interamente esportata) è stata in effetti di ben 1,5 mbg nel 2006, superiore a quella dell'Algeria e appena inferiore a quella della Libia. Inoltre, negli scorsi anni la produzione del paese africano è rapidamente cresciuta (1 mbg nel 2004). Inoltre, con i recenti tagli l'OPEC ha un maggior margine per incrementare la produzione in caso di necessità. Il rafforzato potere di mercato dell'OPEC potrebbe aver già reso più facile per l'OPEC ostacolare la tendenza di fondo alla discesa delle quotazioni.

### Prosegue la debolezza dello Yen giapponese

Le quotazioni dello yen dalla seconda metà del 2005 mostrano un processo di deprezzamento rispetto all'euro (di ben il 18 per cento dal giugno 2005 al gennaio 2007) e alla sterlina, mentre rimangono sostanzialmente stabili rispetto al dollaro (Fig. A). Guardando al tasso di cambio effettivo reale dello yen, comunque, risulta che la divisa giapponese si sta nel complesso deprezzando (del 14 per cento tra il febbraio 2005 e il gennaio 2007).

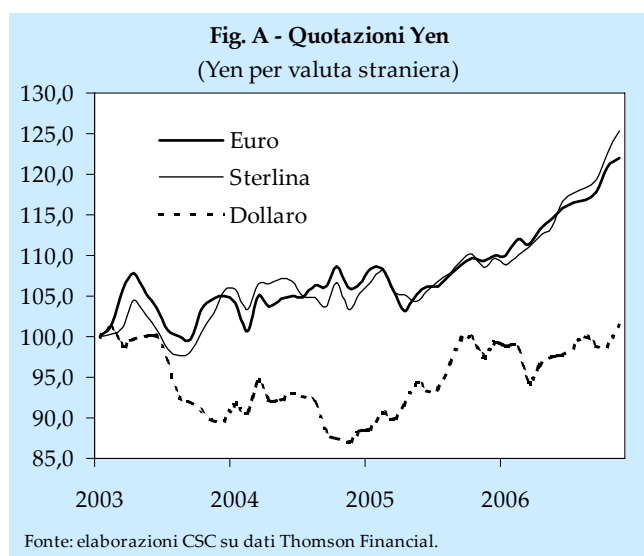
Mentre i ministri delle finanze europei sono preoccupati dalla debolezza dello yen imputandola al fatto che la sua quotazione è al momento distorta dai flussi finanziari, secondo l'amministrazione Usa lo yen è una valuta guidata da normali forze competitive di mercato. Ovviamente la diversa interpretazione economica comporta una visione differente circa l'opportunità di un intervento da parte delle Banche Centrali delle principali economie. Nell'ultima conferenza stampa dell'8 febbraio, Trichet ha confermato la posizione BCE già

espressa al meeting di Singapore sullo yen giapponese nel settembre 2006, secondo cui lo yen dovrebbe riflettere l'abbandono da parte della Banca del Giappone di una politica monetaria di tasso di interesse pari a zero e la ripresa ormai solida dell'economia del Giappone. Trichet ha tenuto a precisare come finora il dibattito non abbia esercitato pressioni, né sulla BCE né su altre banche centrali. E che quindi si sia trattato di semplici discussioni tra partner nel contesto di un sistema di cambi "liberamente fluttuanti" tra Euro e Yen.

I principali dati sull'economia giapponese farebbero in effetti ritenere che un rafforzamento dello yen possa essere del tutto sostenibile per l'economia asiatica, senza determinare un serio rischio di ritorno alla deflazione, visti anche i sensibili aumenti in corso nei prezzi delle materie prime.

Infatti, anche se nell'ultimo *Monetary Policy Meeting* del 18 Gennaio la Banca del Giappone non ha toccato i tassi di interesse, lasciando il tasso di riferimento allo 0,25 per cento, il tasso interbancario a 3 mesi è in lieve risalita fin dal maggio 2006 ed è giunto allo 0,6 per cento a gennaio 2007. Inoltre l'inflazione giapponese è risultata pari a 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2006 ma soprattutto rimane positiva da nove mesi, dopo anni di deflazione. Da notare che la Moneta M2 è di recente risultata in decelerazione, attestandosi su una crescita dello 0,7 per cento nel quarto trimestre.

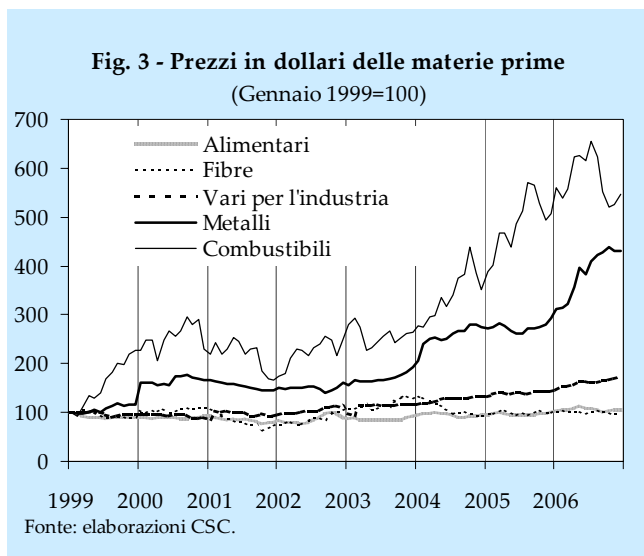
Sul fronte reale, inoltre, il PIL giapponese è cresciuto dell'1,7 per cento tendenziale nel terzo trimestre 2006. Sebbene in rallentamento da alcuni trimestri, il dato principale è che dal 2002 la crescita rimane costantemente positiva.





Nel 2007, infine, la crescita della sola produzione non-OPEC (pur rivista al ribasso di 0,2 mbg e priva del contributo dell'Angola), dovrebbe lievemente superare quella della domanda mondiale, di 0,2 mbg. La richiesta di petrolio OPEC sarà quindi in calo. Ma se il taglio di febbraio verrà pienamente implementato e sarà esteso a tutto l'anno, nel complesso del 2007 si potrebbe arrivare dopo anni ad una carenza d'offerta.

Un rialzo molto maggiore di quello registrato a fine anno dalle materie prime combustibili (+8,1 per cento tendenziale nel dicembre 2006) è stato registrato lo scorso anno dai prezzi delle materie prime non alimentari non energetiche (+31,9 per cento, secondo l'indice CSC dei prezzi in dollari delle materie prime). La gran parte di tale aumento si deve alla nuova impennata delle quotazioni dei metalli, cresciute ancora del 47,4 per cento, toccando un nuovo massimo storico a ottobre (Fig. 3). In particolare, sono più che raddoppiati i prezzi di nickel (+158,6 per cento) e zinco (+124,2 per cento). Significativi rialzi si sono avuti anche per rame e stagno. A crescere meno tra i metalli è stato l'acciaio (+19,9 per cento), quello con il maggior peso negli scambi, che ha però comunque superato ad ottobre 2006 il precedente massimo storico di fine 2004. Le quotazioni delle fibre sono invece rimaste ferme, mentre rialzi si stanno registrando per le materie varie per l'industria (+19,5 per cento), in particolare per gomma, cellulosa e legno. Quanto alle quotazioni alimentari, anch'esse sono risultate in aumento (+7,3 per cento), proseguendo lungo il trend in atto dal 2002.



**Famiglie e export trainano l'economia americana nel quarto trimestre del 2006.** Secondo le stime preliminari del *Bureau of economic analysis* il PIL degli Stati Uniti è cresciuto dello 0,9 per cento congiunturale nel quarto trimestre del 2006, con un incremento di 0,4 punti percentuali rispetto alla crescita del trimestre precedente. A contribuire all'accelerazione è stato il miglioramento del settore estero (+0,4 per cento in termini di contributo alla crescita del PIL). Dai dati di contabilità nazionale, infatti, si nota come le esportazioni sono cresciute nell'ultimo trimestre dell'anno del 2,4 per cento in termini congiunturali, a fronte di un calo dello 0,8 per cento delle importazioni<sup>2</sup>.

Inoltre, continuano a crescere ad un tasso sempre più alto i consumi delle famiglie (+1,1 per cento, rispetto allo 0,7 del terzo trimestre). Sebbene non siano sui livelli record del primo trimestre del 2006, i consumi hanno contribuito alla crescita del PIL nell'ultimo trimestre per ben lo 0,8 per cento. Perdura invece la fase di contrazione degli investimenti fissi lordi (-1,9

<sup>2</sup> I dati mensili confermano questa tendenza: diminuisce a novembre 2006 per il quarto mese consecutivo il deficit di bilancia commerciale, raggiungendo i 58 miliardi di dollari. Le esportazioni continuano a crescere più delle importazioni, sebbene nell'ultimo mese la forbice tra i tassi di variazione si sia leggermente ridotta.

per cento congiunturale) a causa sia del crollo degli investimenti residenziali (-5,2 per cento) che di un ulteriore calo di quelli non residenziali (-0,1 per cento).

Complessivamente l'economia americana è cresciuta nel 2006 del 3,4 per cento, in lieve accelerazione rispetto al 2005, quando il tasso di crescita del PIL era stato del 3,2 per cento. Gran parte della crescita è attribuibile ai consumi delle famiglie (+2,25 per cento in termini di contributo), in particolare alla spesa in servizi (+1,05 per cento). Meno importante il contributo degli investimenti fissi lordi (0,49 per cento), fortemente penalizzati dallo scoppio della bolla immobiliare che ha inciso negativamente su quelli in immobili (-0,26 per cento). Quasi nullo il contributo alla crescita delle esportazioni nette nel 2006, ma comunque in miglioramento rispetto al -0,26 per cento del 2005. In lieve aumento infine il contributo del settore pubblico (0,4 per cento, a fronte del +0,2 per cento del 2005). Nel 2006 migliora anche il deficit federale sceso da 318 miliardi (pari al 2,5 per cento del PIL) del 2005 a 209 miliardi di dollari (1,6 per cento del PIL).

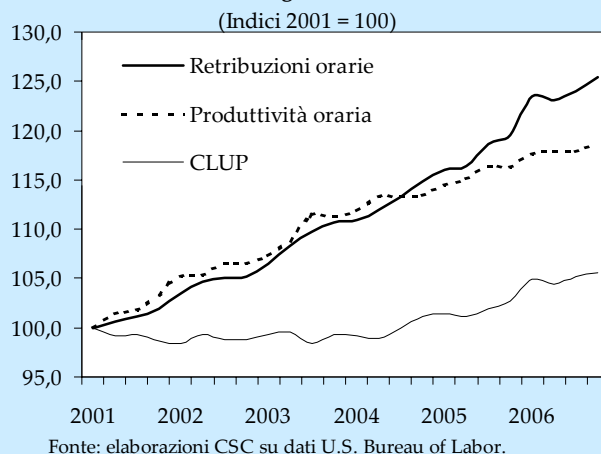
Dal lato dell'offerta va sottolineata la crescita della produttività del lavoro, aumentata nel quarto trimestre del 2006 del 3 per cento, ben oltre le aspettative degli operatori. L'importanza della produttività del lavoro è evidenziabile nella figura 4 dove la si confronta con la dinamica delle retribuzioni orarie e del costo del lavoro per unità di prodotto (Clup). Nonostante i bassi tassi di disoccupazione (4,5 per cento nel quarto trimestre 2006) e la conseguente impennata delle retribuzioni, il Clup non ha alimentato spinte inflazionistiche. Il brusco aumento del tasso di inflazione registrato a partire dal 2004 è attribuibile esclusivamente ad inflazione importata.

Nel quinquennio 2001-2006 grazie alla crescita della produttività oraria del lavoro (+18,8 per cento) è stato possibile garantire aumenti salariali dell'ordine del 25 per cento. Anche così (oltre che con il contributo della bolla immobiliare ai consumi) si spiega perché il principale contributo alla crescita del PIL americano in questi ultimi anni sia venuto dalle famiglie. L'effetto finale sul Clup è stato nel corso di tale periodo pari al 5,6 per cento<sup>3</sup>.

La buona *performance* in termini di produttività e il progressivo esaurirsi dell'impennata dei prezzi dei beni importati (+0,9 per cento nel quarto trimestre 2006) hanno determinato un improvviso calo del tasso di inflazione. Il tasso di crescita dei prezzi al consumo in termini tendenziali è passato, infatti, dal 3,3 per cento registrato nel terzo trimestre, all'1,9 per cento del quarto.

Diminuisce la produzione industriale dello 0,1 per cento nel quarto trimestre, scendendo al +3,7 per cento tendenziale (rispetto all'5,1 per cento del terzo) soprattutto a causa della contrazione del settore manifatturiero (-0,3 per cento rispetto al periodo precedente), mentre tengono il

Fig. 4 - Produttività, Costo del lavoro e Inflazione negli USA



<sup>3</sup> Il costo del lavoro per unità di prodotto è equivalente al rapporto tra costo del lavoro unitario e produttività del lavoro.

settore minerario e quello energetico. A fronte di un continuo aumento della capacità produttiva, gli effetti si sono fatti sentire anche sul tasso di utilizzazione degli impianti, calato di mezzo punto percentuale.

A gennaio si è leggermente deteriorata la fiducia delle imprese (l'indice ISM passa da 51,4 di dicembre a 49,3) mentre risulta sostanzialmente stabile quella delle famiglie (il *Consumer Confidence Index* passa da 110 a 110,3 a gennaio). Più della situazione attuale, ad incidere in entrambi i casi negativamente sono state le aspettative sullo stato dell'economia. Il calo del tasso di inflazione non dovrebbe però portare ad un aumento nel medio termine dei tassi di interesse da parte della Fed. Al contrario, la necessità di sostenere l'industria americana, sia riducendo il costo del denaro sia rendendo le esportazioni più competitive, potrebbe rendere plausibile un calo dei tassi ufficiali.

## Glossario

**Ciclo-trend:** rappresenta la somma del trend di lungo periodo e delle fluttuazioni cicliche, per le serie storiche in cui non è possibile scomporre tali due componenti.

**Clima di fiducia delle imprese:** (manifatturiere ed estrattive, costruzioni, servizi di mercato, commercio) è un indicatore sintetico del pessimismo-ottimismo degli operatori elaborato mensilmente dall'ISAE. Quello relativo alle imprese manifatturiere ed estrattive (campione di 4000 imprese) ha una valenza anticipatrice dell'andamento della produzione industriale di circa un trimestre.

**Clima di fiducia dei consumatori:** è un indicatore sintetico del pessimismo-ottimismo dei consumatori elaborato mensilmente dall'ISAE intervistando (telefonicamente) un campione di 2000 consumatori (abbonati al telefono).

**Costo del lavoro per unità di prodotto (Clup):** è misurato dal rapporto tra costo del lavoro e produttività, ovvero dalla relazione tra "Redditi da lavoro dipendente per unità standard di lavoro dipendente" e "Valore aggiunto al costo dei fattori per unità standard di lavoro".

**Core inflation:** variazione tendenziale dell'indice generale dei prezzi al consumo al netto degli alimentari freschi e dei prodotti energetici, cioè le due componenti più volatili e maggiormente legate a quotazioni internazionali. E' una misura della dinamica di fondo (interna) dei prezzi al consumo.

**Dati corretti per i giorni lavorativi:** dati depurati dagli effetti del diverso numero di giorni lavorativi tenendo conto della diversa durata dei mesi e delle festività religiose e civili.

**Dati destagionalizzati:** dati depurati delle fluttuazioni stagionali dovute a fattori meteorologici, consuetudinari, legislativi, ecc..

**Domanda interna:** la parte del PIL che è ottenuta senza contatti (scambi) con gli altri Paesi; corrisponde alla somma di consumi, investimenti e spesa pubblica. Il suo andamento misura la capacità del Paese di crescere a prescindere da stimoli che possano provenire dall'esterno.

**Grado di utilizzo degli impianti:** Indica l'intensità di utilizzo degli impianti (macchinari e attrezzature) in percentuale dell'impiego massimo. È utilizzato come proxy della pressione della domanda sull'offerta.

**Indice CSC dei prezzi delle materie prime:** è una misura sintetica della variazione del costo delle materie prime importate. L'indice realizzato al CSC (completamente ristrutturato nel 2003) raccoglie le quotazioni sui vari mercati internazionali di circa 60 merci aventi mercato internazionale. Viene calcolato sia in dollari che in euro, utilizzando per il calcolo della media ponderata dei diversi prezzi (per l'indice totale e i diversi sub-indici) sia le quote del commercio mondiale che le quote del commercio italiano.

**M3:** indicatore di liquidità monetaria comprendente: circolante e depositi a vista, depositi con cadenza fissa fino a due anni e depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, pronti contro termine, obbligazioni con scadenza fino a due anni, quote di fondi di investimento monetario e titoli di mercato monetario.

**Produttività del lavoro:** è il rapporto tra l'intero valore della produzione realizzata e il volume o la quantità del lavoro (numero degli occupati e/o ore lavorate) impiegato nella produzione.

**Trascinamento:** spiega quanta parte della variazione media annua di una serie storica in un certo anno si è determinata nell'anno precedente, ovvero l'eredità che ogni anno lascia al successivo. E' definito come la crescita in media d'anno che si registrerebbe se la crescita fosse nulla in ciascun periodo dello stesso anno, ovvero se la variabile in esame restasse ferma sul livello raggiunto nell'ultimo periodo dell'anno precedente.

**Variazione congiunturale:** variazione percentuale rispetto al periodo precedente.

**Variazione tendenziale:** variazione percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.