



Anno II – Numero 3 – 21 marzo 2007

#### L'ECONOMIA ITALIANA

- L'economia italiana ha chiuso il 2006 con una crescita del PIL pari a 1,9 percento, la crescita più elevata degli ultimi sei anni. Particolarmente brillante è risultato l'ultimo trimestre (+1,1 percento rispetto al trimestre precedente)
- In linea con la ripresa dell'attività economica, dopo il calo del 2005, l'occupazione totale è tornata a crescere nel 2006 a tassi molto sostenuti (+1,6 percento). Anche la produttività del lavoro nell'industria è aumentata (+1,2 percento) per la prima volta dal 2001.
- Il balzo del quarto trimestre del 2006 si rifletterà favorevolmente sullo sviluppo dell'attività economica nell'anno in corso. Inoltre, gli indicatori qualitativi indicano che nei primi mesi del 2007 l'economia sta proseguendo la fase nel complesso positiva.
- In particolare, nel mese di febbraio la fiducia delle imprese ha registrato una moderata ripresa rispetto al progressivo calo fatto segnare sin dal mese di ottobre 2006 e quella delle famiglie si mantiene su livelli elevati.
- La produzione industriale mostra qualche segnale di debolezza nel mese di gennaio, dopo il forte aumento di dicembre. Su base annua, comunque, la produzione risulta ancora in aumento.
- A gennaio le esportazioni italiane di beni in termini nominali hanno arrestato il loro ritmo di crescita, riducendosi di ben tre punti percentuali rispetto a dicembre. La riduzione ha interessato solo l'export verso i paesi extra europei.
- L'inflazione italiana è lievemente risalita a febbraio, all'1,8 percento, risultando più elevata di quella media dell'area dell'euro (di 0,3 punti percentuali). La *core inflation* italiana ha infatti registrato un nuovo improvviso balzo (2,1 percento). Con prezzi petroliferi che restano più moderati rispetto allo scorso anno, il quadro di medio termine rimane comunque favorevole.

#### L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

- Gli ultimi dati sull'andamento della crescita mondiale sembrano confermare che l'atteso riequilibrio nei tassi di crescita tra le varie aree geo-economiche sia ormai in corso. Nel corso degli ultimi trimestri, infatti, alla decelerazione della crescita americana si è contrapposta un'accelerazione in Giappone e nell'area dell'euro.
- Nel quarto trimestre 2006 nell'area dell'euro la crescita ha interessato tutti i maggiori paesi: 0,9 percento congiunturale in Germania, 0,6 percento in Francia e 1,2 in Spagna. A gennaio la produzione industriale dell'area è leggermente scesa dopo il forte balzo di dicembre. Il mantenimento dei livelli attuali dovrebbe comunque assicurare un contributo molto positivo dell'industria alla crescita del primo trimestre 2007.
- A febbraio l'inflazione nell'area dell'euro è rimasta stabile all'1,8 percento, per il sesto mese consecutivo sotto la soglia BCE. Tuttavia, come previsto, la BCE ha rialzato ancora a marzo il tasso ufficiale di interesse (3,75 percento) ed è probabile che rialzi di un quarto di punto i tassi anche a giugno. Sostenuto dalla riduzione in corso del gap nei tassi di interesse, il cambio è risalito a 1,32 dollari per euro.
- Sebbene la crescita degli Stati Uniti nel 2006 sia risultata leggermente superiore rispetto a quella del 2005, negli ultimi tre trimestri del 2006 l'economia americana è cresciuta costantemente al di sotto del suo potenziale. La politica monetaria seguita fin qui dalla Fed è in linea con l'aspettativa di un proseguimento di una crescita più moderata. La Banca non sembra al momento intenzionata ad intervenire sui tassi.

## L'economia italiana

Nei primi mesi del 2007 si intravede il proseguire di un buon andamento. Il balzo del quarto trimestre del 2006 si rifletterà favorevolmente sullo sviluppo dell'attività economica nell'anno in corso. La crescita acquisita per il 2007, quella cioè che si avrebbe se il PIL rimanesse invariato nell'anno in corso ai livelli di fine 2006, è infatti pari all'1,2 per cento.

Gli indicatori qualitativi disponibili, inoltre, indicano che in questi primi mesi del 2007 l'attività economica stia proseguendo la fase positiva. Stando alle indagini qualitative condotte dall'ISAE, infatti, al buon andamento della domanda estera si associa una sostanziale tenuta di quella interna che, anche nei primi mesi dell'anno in corso, appare stabilizzarsi su livelli elevati, benché vi sia una persistente variabilità dovuta alla mutevolezza delle aspettative dei consumatori. L'indice che misura la fiducia delle famiglie ha, infatti, registrato nel mese di febbraio il valore più elevato da agosto 2002, eccezion fatta per il picco di dicembre 2006, grazie in particolare al consistente miglioramento delle opinioni sul quadro economico generale e delle attese a breve termine.

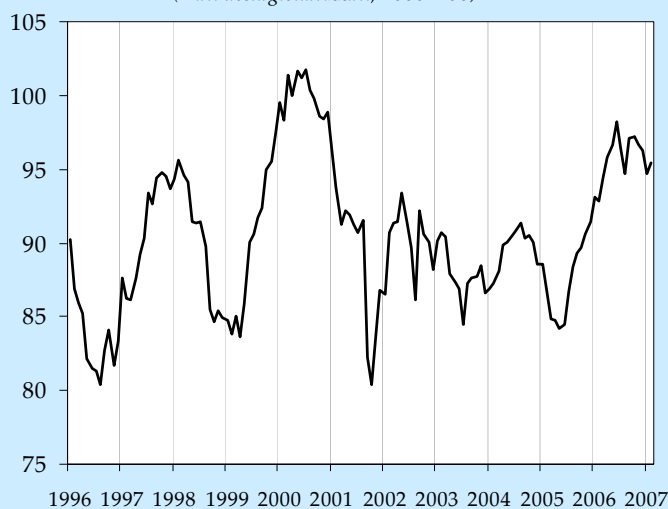
Nella stessa direzione vanno anche le informazioni provenienti dalle indagini qualitative svolte presso le

imprese manifatturiere ed estrattive: la fiducia ha registrato nel mese di febbraio una moderata ripresa rispetto al progressivo calo fatto segnare sin dal mese di ottobre 2006 (Fig.1). Coerentemente con l'andamento degli ordini, i giudizi sul livello della produzione corrente sono in miglioramento in particolare presso le imprese che producono beni di investimento. Tuttavia, queste stesse imprese, in controtendenza con quanto emerso negli altri settori, si dimostrano pessimiste rispetto ad ordini e produzione dei prossimi mesi.

**Lieve correzione della produzione industriale a gennaio.** Dopo il balzo di dicembre, la produzione industriale mostra qualche segnale di debolezza nel mese di gennaio (-1,4 per cento nel mese). Su base annua, comunque, la produzione risulta ancora in aumento dell'1,3 per cento. Rimangono positivi, in particolare, gli andamenti della manifattura tradizionale: il settore tessile sta espandendo la quantità prodotta a ritmi sostenuti (8 per cento la variazione tendenziale dell'indice a parità di giornate lavorative); i prodotti in metallo, inoltre, confermano il trend di crescita dell'anno passato (6,6 per cento la variazione tendenziale).

**Fig. 1 - Clima di fiducia delle imprese manifatturiere ed estrattive**

(Dati destagionalizzati, 2000=100)



Fonte: ISAE.

### Il 2006: un anno di ripresa da consolidare

**Lo slancio del quarto trimestre 2006.** Nel quarto trimestre del 2006 il PIL è risultato in forte accelerazione facendo registrare un tasso di variazione pari all'1,1 per cento rispetto al trimestre precedente (dato corretto e destagionalizzato). Nel dettaglio, le esportazioni hanno registrato nel quarto trimestre del 2006 un aumento congiunturale del 4,5 per cento, il valore più elevato dal primo trimestre del 1995, al termine delle ultime due grosse svalutazioni della lira. Il forte rimbalzo delle esportazioni si è riflesso sull'andamento della produzione industriale, aumentata dell'1,6 per cento nel quarto trimestre; ciò ha indotto le imprese ad incrementare notevolmente, dopo due trimestri di crescita sostanzialmente piatta, la spesa per gli investimenti (+1,8 per cento rispetto al trimestre precedente) in macchinari e in nuove costruzioni. Sul fronte interno, è stato invece relativamente deludente l'andamento dei consumi delle famiglie, risultati in moderata decelerazione dallo 0,6 per cento del terzo trimestre allo 0,2 per cento del quarto. In termini di contributi alla crescita, risultano particolarmente significative sia la forte ripresa degli investimenti fissi lordi, passati dal -0,1 per cento del terzo trimestre allo 0,4 del quarto, sia quella della domanda estera netta che ha contribuito alla crescita del PIL nel quarto trimestre per lo 0,7 per cento, in vigoroso recupero rispetto al contributo negativo (-1,1) offerto nel trimestre precedente.

**Il positivo quadro del 2006.** Complessivamente l'economia italiana ha chiuso il 2006 con una crescita del PIL pari a 1,9 per cento in termini reali (non corretto per gli effetti di calendario). Si tratta della crescita più elevata degli ultimi sei anni, che ha posto fine a un lungo periodo di quasi stagnazione.

La crescita, inoltre, è risultata piuttosto equilibrata nelle sue componenti: al buon andamento delle esportazioni, aumentate del 5,3 per cento, si è infatti accompagnata una ripresa sia dei consumi delle famiglie (+1,5 per cento) che degli investimenti (+2,3 per cento).

Quanto ai contributi alla crescita, dopo il risultato negativo del 2005, è tornato positivo quello della domanda estera netta (+0,3 per cento). Tra le voci che compongono la domanda interna, notevoli, specialmente se confrontati con quelli degli anni precedenti, sono stati i contributi sia dei consumi delle famiglie (0,9 per cento) sia degli investimenti (0,5 per cento).

Il settore più dinamico è risultato quello dell'industria in senso stretto, il cui valore aggiunto è aumentato del 2,5 per cento. Un dato peraltro ampiamente anticipato dall'andamento della produzione industriale che nel 2006 è cresciuta dell'1,8 per cento (2,3 secondo i dati corretti). La ripresa della produzione nel 2006, pur generalizzata a tutti i settori, ha interessato con maggiore intensità la manifattura, che è cresciuta ad un tasso superiore rispetto alla media dell'industria (2 per cento; 2,5 secondo i dati corretti).

In linea con la ripresa dell'attività economica, dopo il calo del 2005, l'occupazione totale, espressa in unità di lavoro al netto della cassa integrazione guadagni, è tornata a crescere nel 2006 a tassi molto sostenuti (+1,6 per cento). L'incremento è risultato ancora più elevato se si considera la sola occupazione dipendente (+2,0 per cento). A livello settoriale, l'occupazione è notevolmente aumentata nel settore dei servizi (-1,9 per cento) e, dopo tre anni consecutivi di contrazioni talvolta anche notevoli (ad esempio, -2,2 per cento nel 2005), ha ripreso a crescere anche nell'industria in senso stretto (+1,3 per cento), trainata dal forte recupero della produzione industriale.

Nel 2006 anche la produttività del lavoro nell'industria è aumentata (+1,2 per cento) per la prima volta dal 2001. Ciò ha determinato un significativo rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto (dal 2,9 per cento, all'1,3 per cento) nonostante si sia registrata un'accelerazione delle retribuzioni lorde pro capite (dal 2,8 per cento del 2005 al 3,2 per cento). Il rallentamento del Clup ha interessato anche il settore dei servizi dove, tuttavia, al rallentamento delle retribuzioni (da 3,6 per cento nel 2005 a 2,7 per cento) non è corrisposto nessun miglioramento di produttività.

Nel 2006 le esportazioni italiane di beni in valore sono aumentate del 9 per cento rispetto all'anno precedente, il risultato migliore dell'ultimo quinquennio (Tab. 1).

**Tab. 1 - Performance delle esportazioni italiane**  
(Variazioni percentuali)

	Prezzi		Quantità		Valori	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Intra UE-25	5,1	4,9	-0,9	2,6	4,4	7,5
Extra UE-25	8,1	9,3	-0,7	2,5	7,2	11,4
Mondo	6,3	6,6	-0,8	2,7	5,5	9,0

Fonte: ISTAT.

**Flessione dell'export a gennaio, ma prosegue il buon andamento verso i paesi UE.** A gennaio le esportazioni italiane di beni in termini nominali hanno arrestato il loro ritmo di crescita, riducendosi di ben tre punti percentuali rispetto a dicembre. La riduzione è stata concentrata nell'export verso i paesi extra europei, che ha registrato un calo del 7,9 per cento congiunturale. La lieve crescita della domanda di prodotti italiani dai paesi europei (+0,5 per cento congiunturale) non è riuscita a compensare tale contrazione.

A livello settoriale gli incrementi più marcati in termini nominali delle esportazioni italiane verso l'extra-UE a gennaio si sono registrati per i prodotti petroliferi raffinati (33 per cento), per le macchine ed apparecchi meccanici (19,1 per cento), per i metalli e prodotti in metallo (15,3 per cento) e per gli articoli in gomma e materie plastiche (12,5 per cento). Le macchine e i prodotti in metallo sono i primi due settori per ordine di importanza delle esportazioni italiane nel mondo. Le esportazioni di mezzi di trasporto, terzo settore in ordine di importanza, hanno invece subito nel mese di gennaio una significativa riduzione. Per quanto riguarda le importazioni, i più elevati aumenti in valore si sono avuti per i metalli e prodotti in metallo (in particolare per gli acquisti dovuti alla siderurgia), per le macchine ed apparecchi meccanici, per i mezzi di trasporto, per i prodotti alimentari e per gli articoli in gomma e materie plastiche. L'avanzo commerciale di gran lunga maggiore si è registrato per le macchine ed apparecchi meccanici, seguito dai prodotti petroliferi raffinati e dai prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi.

Le importazioni italiane complessive si sono invece stabilizzate sul livello dello scorso dicembre.

Nel mese di gennaio il deficit commerciale complessivo destagionalizzato si è così quasi triplicato rispetto a dicembre. A gennaio è peggiorato anche il deficit della bilancia commerciale per gli scambi con i paesi extra europei superando i 2 miliardi di euro. I fattori che hanno

determinato il peggioramento del deficit sono stati, da un lato, la contrazione delle esportazioni in valore verso gli Stati Uniti - il più importante acquirente dei prodotti italiani tra i Paesi extra-UE - e verso l'area del Mercosur e, dall'altro, il consistente aumento delle importazioni italiane dalla Cina. A gennaio le esportazioni italiane in valore sono aumentate principalmente verso i paesi dell'OPEC (+35 per cento), dai quali si sono contemporaneamente ridotte le importazioni.

**Lieve risalita dell'inflazione.** L'inflazione italiana è lievemente risalita a febbraio, all'1,8 per cento, come media di andamenti sempre molto differenziati nei singoli capitoli di spesa. La spinta maggiore al rialzo è venuta dai servizi ricreativi e sanitari, i quali ultimi mostrano comunque ancora un calo dei prezzi in termini annui). In lieve accelerazione anche i prezzi dei beni industriali non energetici (mobili, abbigliamento). Rallentamenti dei prezzi, invece, si registrano nei due capitoli legati alle quotazioni petrolifere (trasporti ed abitazione) e in altri comparti dei servizi (istruzione, comunicazioni). È proseguito inoltre il raffreddamento dei prezzi alimentari (2,5 per cento tendenziale).

Sulla base degli indici armonizzati, a febbraio l'inflazione italiana risulta più elevata di quella media dell'area dell'euro di ben 0,3 punti percentuali (0,1 nel mese precedente). 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. La *core inflation* italiana, molto moderata negli ultimi mesi, ha infatti registrato un nuovo improvviso balzo (2,1 per cento a febbraio), portando nuovamente a un differenziale dello 0,2 per cento a sfavore del nostro paese, dovuto ai beni industriali non energetici (+0,6 il gap) e agli alimentari conservati e al tabacco (+0,4). Resta invece favorevole il differenziale nei servizi (-0,2).

Con prezzi petroliferi che restano più moderati rispetto allo scorso anno, per l'inflazione italiana il quadro di medio termine rimane nel complesso favorevole. Sul fronte interno, la dinamica dei prezzi alla produzione per i beni di consumo ha accelerato ancora a gennaio (2,3 per cento tendenziale) e, dato il rafforzarsi della domanda interna, tale rialzo potrebbe scaricarsi più fortemente di quanto visto finora sulla fase del consumo. Tuttavia, la stretta di politica monetaria in corso e l'euro rafforzatosi di nuovo sul dollaro dovrebbero attutire l'impatto sui prezzi finali. L'inflazione dovrebbe quindi restare sostanzialmente stabile.

## L'economia internazionale

Gli ultimi dati sull'andamento della crescita mondiale sembrano confermare che l'atteso e per molti versi auspicato riequilibrio nei tassi di crescita tra le varie aree geo-economiche sia ormai in corso. Il rallentamento previsto per gli Stati Uniti, dove la crescita dovrebbe scendere dal 3,3 per cento del 2006 al 2,5 per cento del 2007 non dovrebbe riflettersi, se non marginalmente, sulle altre economie avanzate e su quelle dei paesi emergenti di Asia, America Latina ed Europa Centro-Orientale. Nel corso degli ultimi trimestri, infatti, alla decelerazione della crescita americana si è contrapposta un'accelerazione nell'area dell'euro ed in Giappone, mentre continuano a registrare tassi di crescita molto sostenuti sia i paesi emergenti dell'Asia e dell'America Latina che quelli del Centro Europa.

**Nuovo rialzo del prezzo del Brent e delle altre materie prime.** Nella prima metà di marzo il prezzo del Brent si è riportato intorno ai 60,5 dollari. La volatilità delle quotazioni resta elevata, nonostante il mercato sia ben rifornito. Difatti, sebbene nel quarto trimestre 2006 si sia registrata una lieve carenza d'offerta (-0,2 mbg), l'anno si è chiuso con un surplus di 0,5 milioni di barili al giorno (mbg) e le scorte OCSE sono salite su un livello più che soddisfacente. Persistono, in effetti, fattori extra-economici, quali le tensioni in Iran e in Iraq, ma anche l'impatto sui prezzi

delle variabili condizioni climatiche. Inoltre, sebbene la produzione complessiva OPEC sia rimasta stabile a febbraio (30 mbg), il calo di 0,3 mbg in quella OPEC-10 a seguito dell'annunciato taglio (di 0,5 mbg) ha senz'altro contribuito a sostenere i prezzi. Il rafforzato potere di mercato OPEC con l'ingresso dell'Angola e il maggior margine per incrementare la produzione in caso di necessità, acquisito con i nuovi investimenti ed i recenti tagli (la capacità inutilizzata OPEC è pari al momento a ben il 13,9 per cento) potrebbero aver pesato sulle quotazioni. Nel complesso del 2007 la crescita della sola produzione non-OPEC dovrebbe coprire quella della domanda mondiale e la richiesta di petrolio OPEC sarà quindi invariata rispetto al 2006. Ma se la produzione OPEC resterà al livello raggiunto a inizio 2007, nel complesso dell'anno si arriverebbe ad una non trascurabile carenza d'offerta.

**Forte e diffusa la crescita dell'Area dell'euro.** Il PIL dell'area dell'euro ha chiuso il 2006 in forte accelerazione mettendo a segno nel quarto trimestre un +0,9 per cento rispetto al trimestre precedente. Il risultato ha portato la crescita media annua del PIL dell'area nel 2006 al 2,6 per cento (2,7 per cento il dato corretto). Nel quarto trimestre la crescita ha interessato tutti i maggiori paesi: 0,9 per cento rispetto al trimestre precedente in Germania, +1,1 per cento in Italia, 0,6 per cento in Francia e 1,2 per cento in Spagna.

In termini di componenti del PIL, la ripresa è stata sostenuta dagli investimenti (+1,2 per cento) e, soprattutto, dalle esportazioni (+3,7 per cento). I consumi si sono mantenuti su un sentiero di crescita ancora moderato (+0,6 per cento) in attesa che gli effetti benefici sul reddito dell'aumento dell'occupazione e del rallentamento dell'inflazione si facciano pienamente sentire. Dopo due trimestri piuttosto deludenti, con contributi negativi o nulli, il settore estero è tornato a fornire un contributo largamente positivo alla crescita del PIL (+0,8 per cento) peraltro parzialmente compensato da quello significativamente negativo delle scorte (-0,5 per cento).

La produzione industriale è leggermente scesa a gennaio (-0,2 per cento) dopo il forte balzo fatto registrare a dicembre (+1,2 per cento). Il buon andamento degli ordini alle imprese, saliti del 2,8 per cento in un mese a dicembre ed il forte decumulo di scorte di prodotti finiti cui si è fatto ricorso nell'ultima parte dello scorso anno, dovrebbero peraltro scongiurare un calo generalizzato della produzione industriale in questi primi mesi del 2007. Il mantenimento dei livelli di produzione attuali dovrebbe da solo assicurare un contributo significativamente positivo dell'industria alla crescita del primo trimestre 2007.

Note positive continuano a giungere dal mercato del lavoro: nel quarto trimestre del 2006 il numero di occupati è aumentato di ben 423.000 unità (+0,3 per cento sul terzo trimestre). Complessivamente, nel 2006 il numero di occupati nell'area è aumentato dell'1,4 per cento rispetto al 2005 (quasi 2 milioni di persone in più). Il tasso di disoccupazione, che era pari all'8,3 per cento a gennaio 2006, è progressivamente sceso nel corso degli ultimi 12 mesi raggiungendo il 7,4 per cento a gennaio di quest'anno.

L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere si è stabilizzato a febbraio sui livelli molto elevati del mese precedente. In particolare, mentre migliorano i giudizi delle imprese sugli ordini e sul livello delle scorte, peggiorano le attese a breve termine sull'attività produttiva.

Continua a migliorare a febbraio la fiducia dei consumatori grazie alle minori incertezze sul mercato del lavoro e alle aspettative positive sul fronte dei prezzi. L'ottimismo dei consumatori, alimentato da oggettivi miglioramenti sul fronte dell'occupazione e dell'inflazione, dovrebbe nei prossimi trimestri riflettersi sui consumi e sulla domanda interna, rendendo così l'area meno vulnerabile ad un eventuale rallentamento della domanda estera.

Sebbene in rallentamento, nel 2007 la crescita dell'area dell'euro manterrà un ritmo ancora superiore al suo potenziale. In un contesto di prezzi energetici relativamente stabili, i rischi



maggiori per la crescita dell'economia europea sono legati all'andamento dell'economia americana e del cambio. Oltre che dall'ormai cronica necessità di correggere gli squilibri di parte corrente americani, un ulteriore indebolimento del dollaro potrebbe, infatti, essere determinato dal previsto rallentamento economico negli Stati Uniti. Insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli europei relativamente a quelli americani, ciò potrebbe infatti portare ad una significativa riduzione dell'afflusso di capitali verso gli Stati Uniti. Il conseguente, ancorché graduale, rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro avrebbe serie conseguenze sulle esportazioni europee.

**I rialzi dei tassi nell'area dell'euro non sono ancora finiti.** A febbraio l'inflazione nell'area dell'euro è rimasta stabile all'1,8 per cento, per il sesto mese consecutivo sotto la soglia BCE. Sia la componente energetica (0,8 per cento tendenziale) che gli alimentari freschi hanno spinto al ribasso. La *core inflation* però è risalita ancora, all'1,9 per cento. Ma le prospettive sono positive. Difatti, la dinamica dei prezzi alla produzione per i beni di consumo è rimasta stabile a gennaio (1,5 per cento tendenziale).

Inoltre, sostenuto dalla riduzione in corso del gap nei tassi di interesse, il cambio è risalito a 1,32 dollari per euro; ciò dovrebbe aiutare a contenere le pressioni sui prezzi di origine esterna, insieme alla moderazione delle quotazioni petrolifere. La stessa BCE prevede che nel 2007 in media l'inflazione dovrebbe risultare dell'1,8 per cento, per poi salire al 2 per cento nel 2008.

Tuttavia, come previsto, la BCE, il cui obiettivo è l'inflazione nel medio termine più che nel 2007, ha rialzato ancora a marzo il tasso ufficiale di interesse (3,75 per cento). Per di più, vista la crescita del PIL oltre i livelli potenziali, la Banca giudica la *stance* ancora espansiva e resta preoccupata per i rischi al rialzo sui prezzi provenienti dagli andamenti monetari (9,8 per cento a gennaio la crescita della moneta M3). A ciò si sono affiancati l'aumento delle aspettative di inflazione dei consumatori e una dinamica delle retribuzioni lievemente più forte delle attese. Perciò, è probabile che la BCE prosegua nei rialzi di un quarto di punto ogni tre mesi, aumentando i tassi a giugno (al 4 per cento). Un rialzo peraltro quasi preannunciato e atteso dai mercati: a metà marzo l'Euribor è già al 3,9 per cento. Dopo giugno, infine, la BCE dovrebbe decidere una pausa, in attesa di vedere gli effetti della stretta, in particolare sugli andamenti monetari.

**Si materializza il graduale rallentamento negli Stati Uniti.** Sebbene leggermente superiore rispetto a quella dell'anno precedente, la crescita degli Stati Uniti nel 2006 è stata in gran parte determinata dalla forte espansione dell'attività economica nel corso del primo trimestre, quando il PIL fece registrare un tasso di crescita dell'1,4 per cento rispetto al trimestre precedente (Fig.2). Nei successivi tre trimestri del 2006 l'economia americana è cresciuta costantemente al di sotto del suo potenziale, passando dallo 0,6 per cento del secondo trimestre allo 0,5 per cento del terzo e del quarto. Nel quarto trimestre, alla buona *performance* dei consumi delle famiglie che, sostenuti dal buon andamento dell'occupazione e da prezzi energetici in calo, hanno addirittura intensificato il loro ritmo di crescita (+1,0 per cento), si è contrapposto il forte calo degli investimenti (-2,2 per cento), in particolare di quelli residenziali (-5,2 per cento), in progressivo peggioramento da oltre un anno. Sostenute da un cambio favorevole e dalla crescita della domanda internazionale, in Asia ed Europa in particolare, le esportazioni nette hanno fornito un contributo significativamente positivo (+0,4 per cento) alla crescita del PIL.

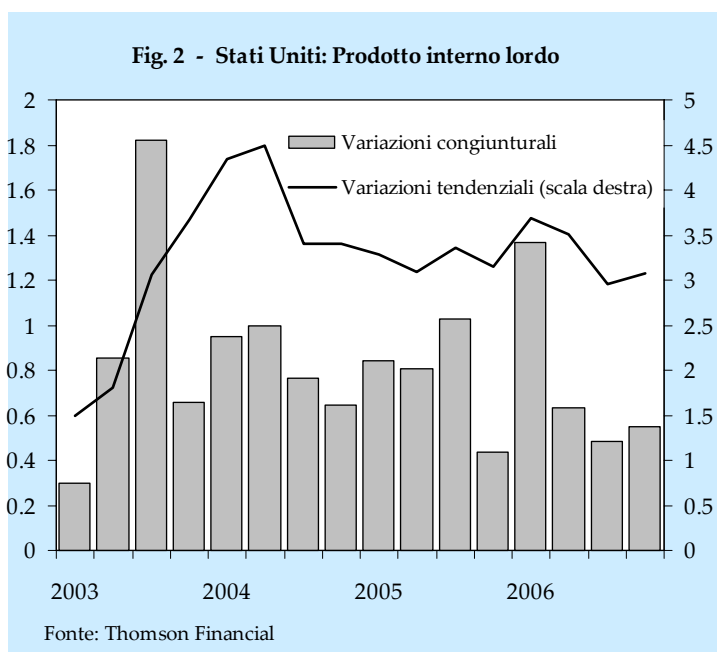
Negli ultimi mesi, si sono intensificati i segnali di un rallentamento più forte del previsto dell'economia americana. La crisi del settore immobiliare non sembra, infatti, né circoscritta, né conclusa. Il problema dei prestiti *subprime*, esploso recentemente con una pesante ricaduta sugli indici azionari, potrebbe estendersi anche ad altri settori e portare ad ulteriori strette creditizie nei confronti di famiglie ed imprese con il rischio che il deterioramento del mercato immobiliare

americano possa avere effetti significativamente depressivi anche sul resto dell'economia. La crisi dell'immobiliare si sta, peraltro, acuendo in un momento di relativa debolezza del settore manifatturiero.

La produzione industriale è scesa dello 0,5 percento a gennaio, dopo tre mesi di sostanziale stagnazione. Secondo l'indice ISM, le stesse aspettative degli imprenditori, pur rimanendo complessivamente positive ed al di sopra della soglia che separa una fase espansiva da una recessiva, non mostrano da mesi alcun miglioramento. Gli imprenditori sembrano, in realtà, orientati ad un cauto ottimismo e si aspettano che la crescita dell'economia continui, sebbene a ritmi inferiori rispetto al recente passato. Un'aspettativa, peraltro, giustificata dal fatto che l'effetto della caduta dei valori immobiliari e dei più recenti cali del mercati azionari sui consumatori non si è ancora concretizzato.

L'indice di fiducia delle famiglie, misurato dal *Conference Board* è, infatti, ulteriormente migliorato a febbraio, sostenuto da un andamento ancora soddisfacente dell'occupazione e da aumenti dei salari reali determinati dal calo dei prezzi energetici. L'andamento dell'occupazione dipendente nei settori non agricoli, che ha mostrato un incremento di 97.000 unità a febbraio - l'aumento mensile più basso dal gennaio 2005 - sembra, peraltro, perfettamente in linea con l'aspettativa di un proseguimento della crescita a

ritmi più moderati e, pertanto, del tutto coerente con la politica monetaria seguita fin qui dalla FED che non sembra al momento intenzionata ad intervenire sui tassi.





## Glossario

**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.

**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.