



Anno III, N. 1 - MARZO 2004

LE VARIABILI ESTERNE ALL'UEM

SITUAZIONE ATTUALE

Economia internazionale

L'incremento del PIL reale degli **USA** nel quarto trimestre del 2003 (0,3% su base congiunturale e 4,3% su base tendenziale) ha consolidato il processo di ripresa iniziato nei tre trimestri precedenti. Questo risultato è derivato prevalentemente dall'aumento della spesa per consumi (0,7% in termini congiunturali e 3,9% in termini tendenziali) e degli investimenti (3,7% sul trimestre precedente e 7,7% sul periodo corrispondente), mentre le esportazioni nette hanno registrato un contributo alla crescita lievemente negativo, pari a -0,1%, in termini congiunturali e praticamente nullo in termini tendenziali.

La chiave di lettura della fase espansiva del sistema economico statunitense può essere trovata in una politica fiscale espansiva, affiancata da una politica monetaria accomodante, volta a mantenere all'1% il tasso di sconto ufficiale USA.

In tutto ciò, però, non mancano alcuni, uno tra tutti è rappresentato dal mercato del lavoro. Nel mese di febbraio sono stati creati 21.000 posti di lavoro, ben lontani dai 100.000 mensili giudicati necessari per recuperare i due milioni di impieghi persi dal 2001.

Nel quarto trimestre del 2003 il PIL reale del **Giappone** è cresciuto di un 1,7% in termini

PREVISIONI

Nei prossimi mesi si dovrebbe assistere ad una conferma della ripresa **USA**. Le autorità monetarie, dovrebbero continuare ad intraprendere una politica accomodante, almeno per la prima metà dell'anno, seguendo a sostenere gli investimenti privati.

Le esportazioni americane, dal canto loro, dovrebbero risentire positivamente dell'accresciuta competitività portata dal deprezzamento del dollaro e dall'incremento della componente asiatica della domanda estera. Inoltre, ci si aspetta che la produzione industriale inizi a crescere a ritmi al di sopra di quelli attuali (+0,8% congiunturale in gennaio) anche per via di un processo di ricostruzione delle scorte, calate sensibilmente a partire dalla seconda metà del 2003.

In **Giappone** l'allontanamento delle pressioni deflazionistiche e i risultati della ristrutturazione industriale iniziata a metà anni '90, sembrerebbero spingere il sistema economico verso un consolidamento della ripresa.

Anche l'economia dei **Paesi asiatici** dopo aver superato la crisi dovuta alla SARS, mostra segni di ripresa. La **Cina**, dopo aver registrato un tasso di crescita del PIL reale del 9,1% nel 2003, dà l'impressione di andare incontro ad una conferma del momento positivo. Nel 2004 si attende una

congiunturali e di un 3,8% sul trimestre corrispondente, confermando il clima di ripresa registrato nei periodi precedenti. Il ritrovato vigore dell'economia nipponica può essere ascrivibile a due fattori, la domanda estera e la domanda interna. Infatti, nonostante l'apprezzamento dello yen, le esportazioni hanno segnato un incremento, spinte dai flussi commerciali verso la Cina ed il resto dell'Asia. La domanda estera, a sua volta, ha esercitato un effetto stimolante anche sull'economia interna, dando energia ai consumi privati ed alla spesa per investimenti. Il miglioramento in atto sembra anche aver prodotto un affievolimento delle pressioni deflazionistiche, che avevano caratterizzato negli ultimi tempi l'economia giapponese. Una nota di debolezza sembra provenire, anche in questo caso, dal mercato del lavoro e dall'evoluzione dei redditi.

Il commercio mondiale

Il commercio mondiale è tornato a registrare, nella seconda parte dello scorso anno, tassi di crescita incoraggianti. Nel terzo trimestre del 2003, per l'area Mondo, si è registrato un +1,9% in termini congiunturali e un +3,7% in termini tendenziali. I Paesi appartenenti all'OCSE, nel quarto trimestre 2003, segnano un incremento del 2,2% sul periodo precedente e del 3,8% in termini tendenziali. Va peraltro segnalato che nei primi tre trimestri del 2003 a contribuire maggiormente alla ripresa del commercio mondiale sono stati i Paesi non appartenenti all'OCSE, situazione che porta a ritenere che il dato del comparto Mondo risulti, nell'ultimo trimestre del 2003, ancora più incoraggiante di quello registrato nell'area OCSE.

Le materie prime energetiche

Le quotazioni del greggio a partire dagli ultimi mesi del 2003 hanno cominciato a mostrare una tendenza crescente. Questa evoluzione che, sembrava essersi attenuata a gennaio e febbraio del 2004, ha ripreso vigore nelle ultime settimane. Tale situazione è il risultato di una serie di fattori. Innanzi tutto l'annunciata decisione da parte dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio di ridurre la produzione, al fine di fronteggiare il previsto calo stagionale della domanda nel secondo trimestre 2004. In

riprova del buon andamento della produzione industriale, delle esportazioni, degli investimenti fissi lordi e dell'afflusso di capitali dall'estero. Tuttavia, sembra improbabile osservare il PIL espandersi a livelli del 2003, anche perché la People's Bank of China appare molto più prudente nelle scelte di politica monetaria, preoccupata da possibili tensioni inflazionistiche.

I dati in possesso permettono di sostenere la tesi della ripresa del commercio mondiale, spinta soprattutto dall'economia statunitense e dalle economie asiatiche, Cina e Giappone in testa. È dunque ragionevole attendersi nei prossimi trimestri un trend crescente dello scambio internazionale di beni e servizi. Questa evoluzione dovrebbe determinare nella media dell'anno un aumento del commercio mondiale di poco inferiore all'8%. Valore che dovrebbe salire nel 2005 a circa il 9%.

Le quotazioni del greggio dovrebbero rimanere su livelli relativamente elevati per tutto il 2004, solamente per i prezzi dei contratti future si ipotizza una graduale diminuzione entro la fine del 2004.

Dal lato delle materie prime non energetiche, si prospetta una situazione di incremento dei relativi prezzi, a meno che nel breve periodo non si presenteranno adeguamenti nel volume di offerta di questi prodotti.

Tuttavia, si deve tener presente che un fattore di

secondo luogo, all'apprezzamento hanno concorso i bassi livelli delle scorte detenute negli USA e la preoccupazione per la situazione in Venezuela. Infine, la ripresa internazionale in atto, attraverso la produzione industriale, ha fatto sì che la domanda di greggio aumentasse negli Stati Uniti e in Asia.

A partire dalla seconda metà del 2003 si è assistito ad una ripresa della crescita anche per le quotazioni delle materie prime diverse dal petrolio. Questa dinamica ha riflesso una situazione in cui la domanda di questi beni, incoraggiata dal miglioramento delle condizioni economiche, non ha trovato una adeguata risposta dal lato dell'offerta. Inoltre, i rincari possono essere ascritti sia ad interessi speculativi nei confronti di alcune materie prime, dal momento che alcuni fondi di investimento le hanno incluse nei loro portafogli, sia alla debolezza del dollaro, che ha reso le materie prime relativamente meno care per i Paesi diversi dagli USA.

rischio fondamentale per la stabilità delle quotazioni delle materie prime, soprattutto per quanto riguarda il petrolio, è rappresentato dalle tensioni che caratterizzano il contesto geo-politico, che nelle ultime settimane è tornato ad essere scosso da una serie di eventi destabilizzanti, le cui potenzialità sono ancora difficilmente quantificabili.

Le piazze finanziarie

Tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004 i corsi azionari statunitensi hanno conosciuto un momento di espansione, dettato da un miglioramento della redditività delle imprese, che hanno registrato utili al di sopra delle attese, e da un calo dei tassi di interesse reali a lungo termine. Nonostante ciò, a partire dai primi giorni di marzo, è tornata a serpeggiare una dose di incertezza, dovuta, molto probabilmente, alla diffusione di alcuni dati macroeconomici al di sotto delle aspettative.

I tassi di cambio

Gli ultimi mesi del 2003 hanno visto il dollaro svalutarsi ulteriormente nei confronti dell'euro, la stessa dinamica è stata seguita anche dalla valuta cinese, ancorata di fatto al dollaro, e, seppur in misura meno accentuata, da quella giapponese. Un freno al processo di svalutazione del dollaro, anche se in presenza di fluttuazioni, si è osservato nei primi mesi di quest'anno. Questo è il frutto di diversi fattori. In primo luogo ad influenzare la dinamica del tasso di cambio euro/dollaro sono state le dichiarazioni fatte dalle autorità monetarie statunitensi in merito alla politica dei tassi di interesse. In secondo luogo

Il disavanzo "gemelli" degli USA, quello estero e quello interno, non hanno mostrato un miglioramento coerente con le aspettative: alla fine del 2003 il deficit estero si è attestato intorno ai -542 miliardi di dollari (pari al -4,9% del PIL), mentre quello interno ha raggiunto i -546 miliardi di dollari (pari al -5% del PIL). Questi dati potrebbero lasciar pensare che sia venuta meno la componente di risanamento derivante dalla politica di svalutazione della moneta statunitense. Tale supposizione lascia strada all'ipotesi della fine della corsa al ribasso del dollaro, anche per via della ripresa che, a quanto pare, negli USA sta diventando sempre più una

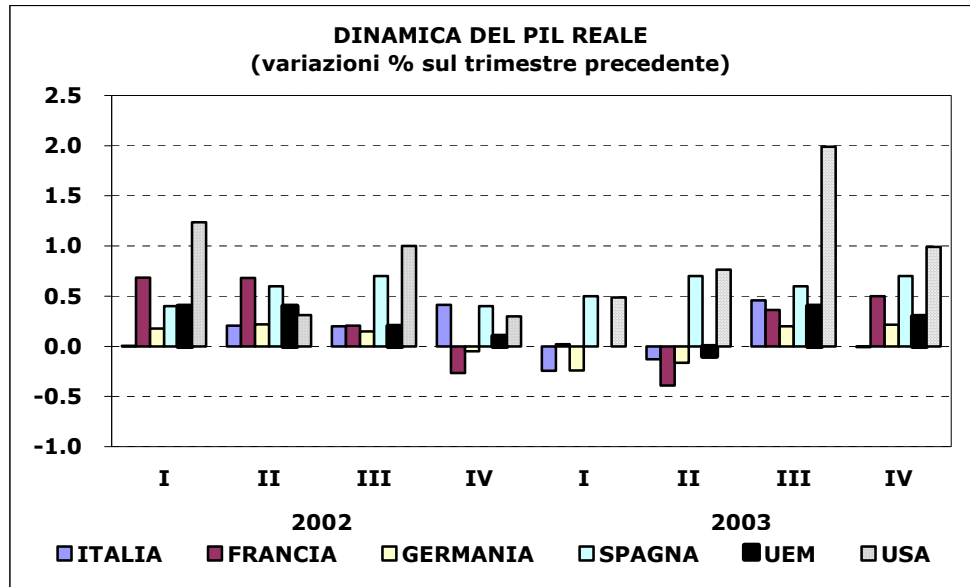
un ruolo importante lo ha giocato l'andamento del disavanzo con l'estero, che non ha rallentato, nella misura prevista, la sua crescita, alimentando dubbi sull'efficacia di una politica svalutativa. Infine, il lieve apprezzamento del dollaro in questo inizio anno è dovuto anche ai segnali di miglioramento che provengono dai dati relativi all'economia statunitense.

realtà.

Inoltre, le autorità monetarie statunitensi sembrano andare verso una sospensione della politica accomodante, e, forse, già a metà anno si potrebbe assistere ad un rialzo dei tassi di interesse.

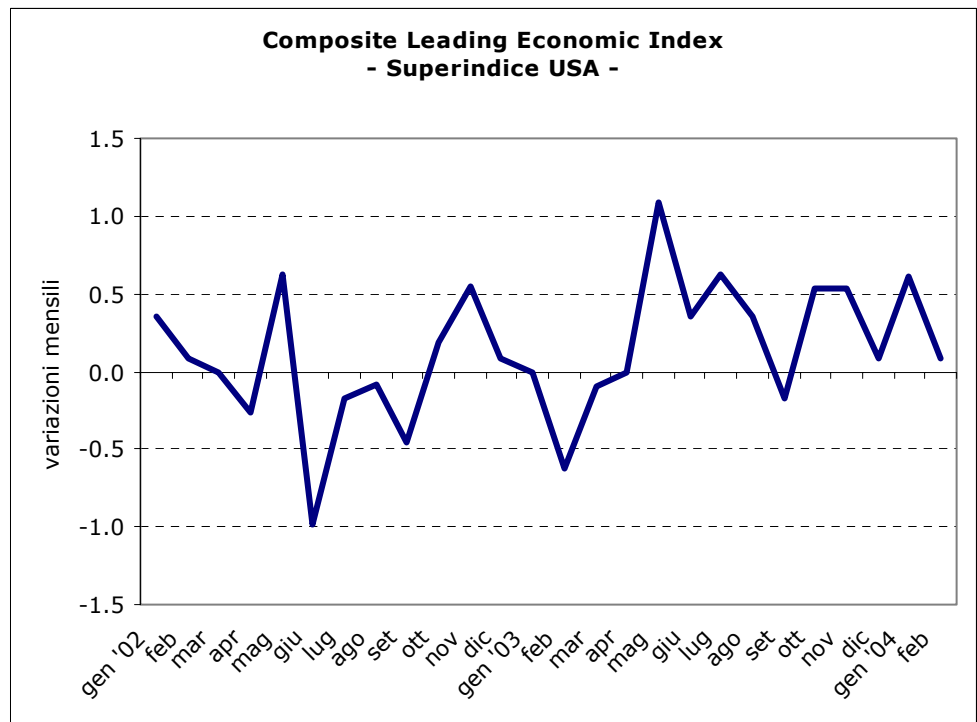
Economia internazionale

Si conferma la ripresa negli USA, mentre più delicata è la situazione nell'UEM



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati BCE

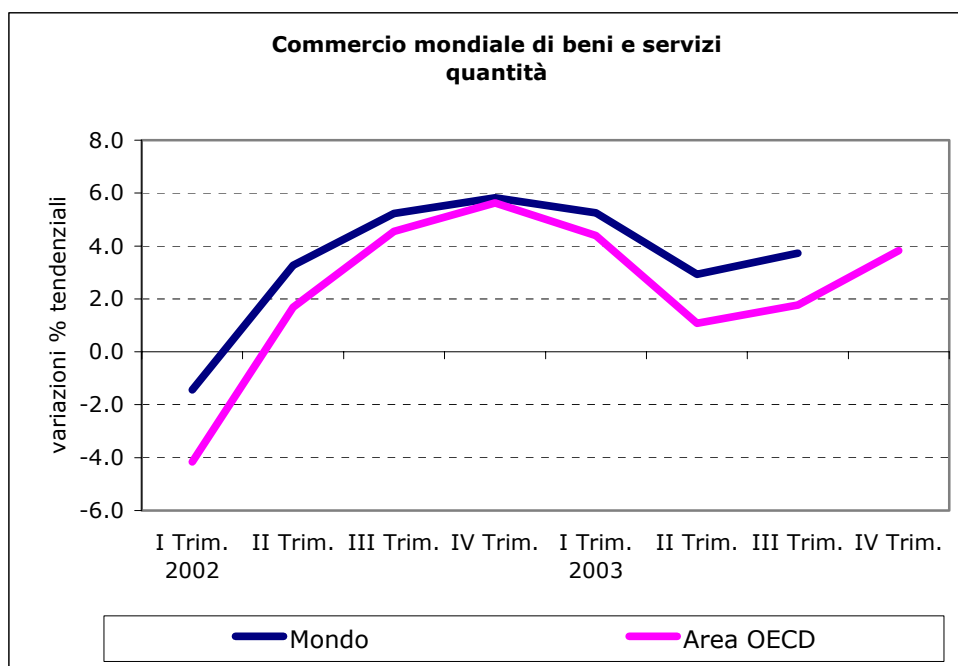
Il superindice statunitense rallenta la sua crescita in febbraio



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati Conference Board

IL COMMERCIO MONDIALE

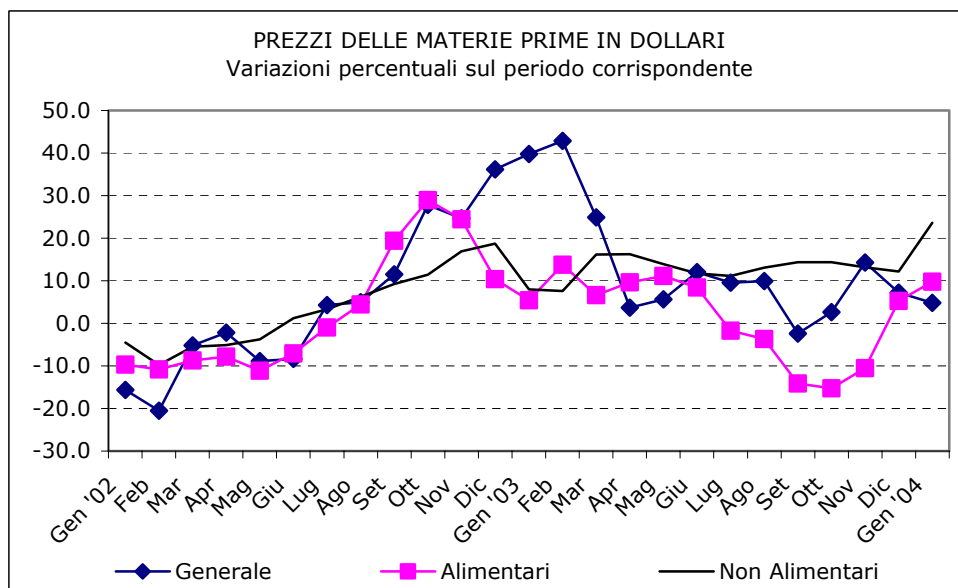
Negli ultimi due trimestri del 2003 migliora il commercio mondiale



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati OECD

LE MATERIE PRIME

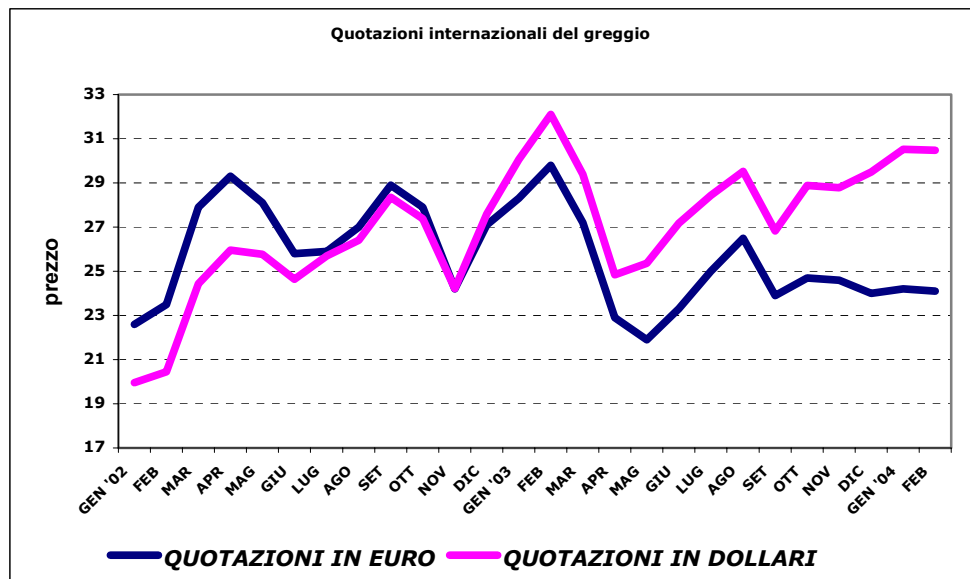
I prezzi delle materie prime in dollari tornano ad aumentare nei mesi a cavallo tra il 2003 e il 2004



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati CONFINDUSTRIA

LE MATERIE PRIME ENERGETICHE

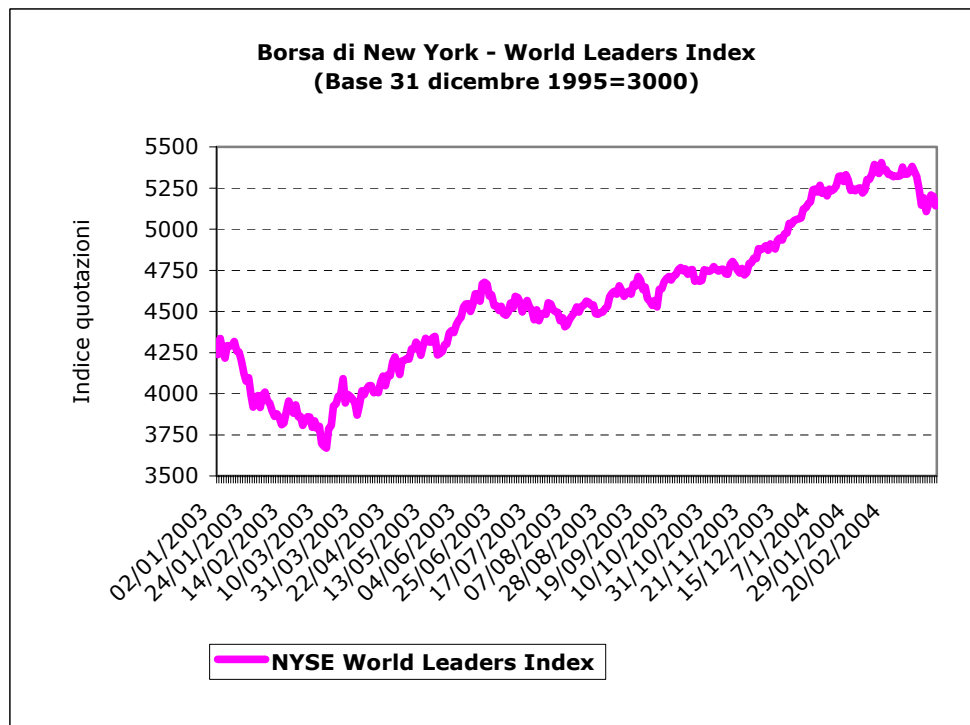
Continuano a salire le quotazioni del greggio



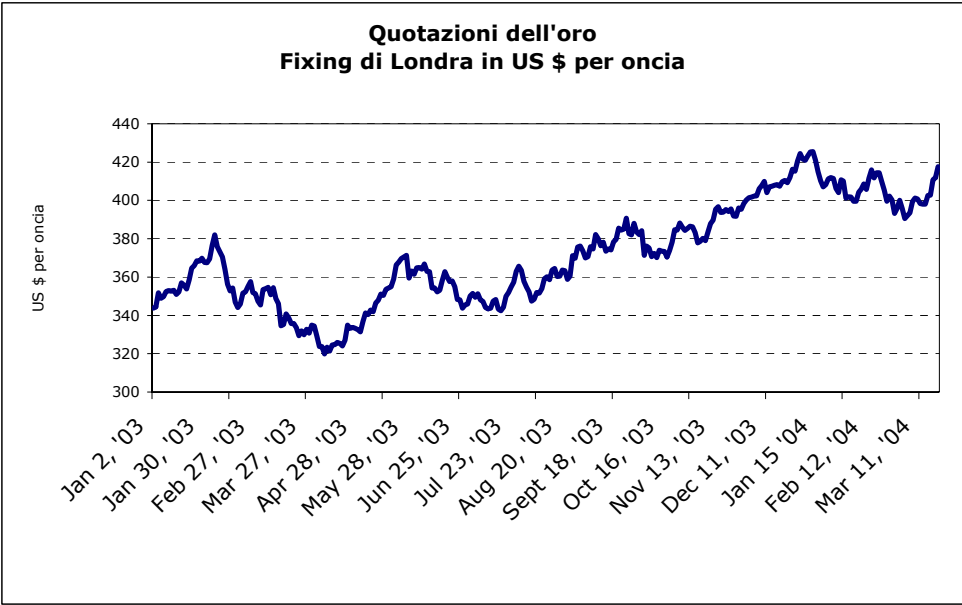
FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati BCE

LE PIAZZE FINANZIARIE

I mercati finanziari mostrano una cauta ripresa del clima di fiducia



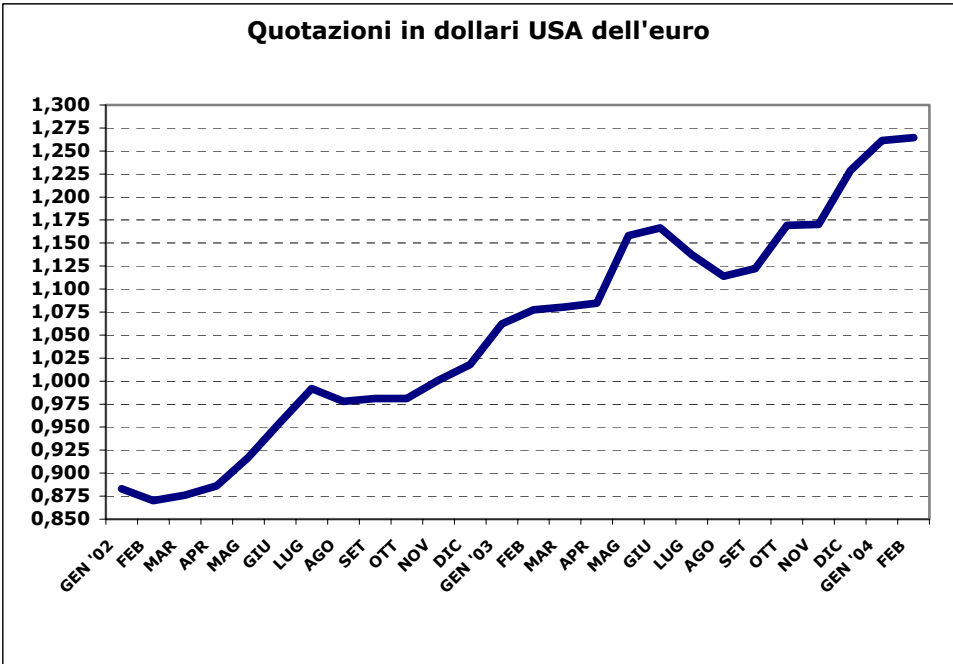
L'oro segue l'andamento positivo dei mercati finanziari



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati London Market Statistics

I TASSI DI CAMBIO

Frena la fase di indebolimento del dollaro nei confronti dell'euro



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati BCE

SITUAZIONE ATTUALE

I dati relativi all'andamento del PIL nel quarto trimestre del 2003 nell'area euro (+0,3 sul periodo precedente, +0,6% su base annua), pur evidenziando la presenza di timidi segnali di miglioramento del ciclo economico sottolineano le difficoltà per l'Europa di recepire pienamente gli effetti delle mutate condizioni mondiali.

Le performance produttive europee continuano ad essere fortemente condizionate dalla presenza di tassi di sviluppo contenuti in Francia, Germania e Italia, economie che non sembrano essere ancora completamente uscite dalla fase di difficoltà che le aveva caratterizzate nella prima parte dello scorso anno.

Decisamente più dinamica, rispetto al dato generale, è risultata l'evoluzione dell'economia spagnola (+0,7% congiunturale, +2,7% tendenziale), trainata anche da una domanda estera in espansione.

Nella media dell'intero 2003 la crescita del PIL nell'area euro è stata dello 0,4%, valore nettamente inferiore a quanto registrato dagli USA e dal Giappone.

Particolarmente critica, all'interno della UEM, è risultata la situazione della Germania (-0,1%) e della Francia (+0,2%). Tra i «grandi» solo la Spagna ha registrato una crescita soddisfacente e pari al 2,4%.

Nella UEM tutto il 2003 è stato caratterizzato, dal lato dei consumi, dal permanere di un atteggiamento particolarmente prudente da parte delle famiglie. Evoluzione determinata dalle preoccupazioni derivanti dall'andamento dell'economia e del mercato del lavoro.

Anche nell'ultimo trimestre dell'anno la crescita della spesa delle famiglie è risultata molto contenuta (+0,1% in termini congiunturali e +0,7% su base annua).

Questo dato ha riflesso andamenti abbastanza articolati nei singoli Paesi in quanto ad una ulteriore riduzione rispetto al trimestre precedente in Germania ed Italia (-0,4% in entrambi i Paesi), ha corrisposto una moderata crescita in Francia ed un incremento abbastanza sensibile in Spagna.

Ciò nonostante solo in Germania si è riscontrata, su base annua, una flessione dei consumi.

PREVISIONI

Crescita

La ripresa internazionale sembra interessare in misura ancora limitata i paesi dell'area dell'euro, come evidenziano i dati sulla produzione industriale, sugli ordini e sul livello di capacità produttiva utilizzata.

Stando alle prime stime effettuate dalla Commissione Europea nel primo trimestre del 2004 la crescita nell'area dell'euro dovrebbe essere compresa tra lo 0,3% e lo 0,7%.

Questa situazione di basso sviluppo continua a coinvolgere in misura più sensibile le economie di Francia, Germania ed Italia, che più avevano risentito del rallentamento del ciclo economico internazionale.

Pur in presenza di una netta accelerazione dei ritmi di sviluppo di questi Paesi nella seconda parte del 2004, risultato di un maggior sostegno della domanda interna e di un recupero della domanda internazionale, l'area dell'euro difficilmente crescerà a tassi superiori all'1,7%; valore che, seppure decisamente migliore di quello registrato nell'ultimo biennio, appare ben distante da quelli attesi per gli USA e per le economie asiatiche.

All'interno della UEM le previsioni indicano per il 2004 una crescita per la Germania dell'1,6% e per la Francia un valore leggermente superiore al 2%.

Consumi

Stando a quanto accaduto negli ultimi mesi dello scorso anno ed al permanere, anche a febbraio del 2004, del clima di fiducia delle famiglie in Europa su livelli bassi è presumibile che in questo inizio di anno la domanda per consumi non abbia mostrato una particolare vivacità.

Tra i consumatori europei continua a prevalere una profonda incertezza e, conseguentemente, un atteggiamento prudente per quanto riguarda gli acquisti.

Questa situazione porta a valutare con estrema cautela la possibile evoluzione dei consumi delle famiglie nel 2004, nonostante a gennaio dall'indice delle vendite emergano indicazioni incoraggianti per alcuni Paesi.

Nella media dell'anno in corso la crescita dovrebbe risultare prossima all'1,2-1,4%.

Sull'andamento di questa variabile continuano a pesare non solo le incognite legate all'effettivo

Nella media dell'intero 2003, in conseguenza di una eredità positiva lasciata dagli ultimi mesi del 2002 soprattutto in Italia, la spesa delle famiglie nella UEM ha registrato una crescita dell'1,0%.

Anche in questo caso il dato di sintesi riflette andamenti articolati, in quanto al -0,1% della Germania si è contrapposto il +2,6% della Spagna.

Investimenti

Solo nell'ultima parte del 2003 la domanda di investimenti all'interno della UEM sembra aver interrotto la lunga fase riflessiva che si protraeva da quasi un triennio. Nel quarto trimestre si è, infatti, registrato un incremento in termini congiunturali dello 0,6%, evoluzione che ha solo in parte attenuato il trend negativo su base annua (dal -1,2% del terzo trimestre al -0,8% del quarto).

Al miglioramento registrato negli ultimi mesi del 2003 ha contribuito in misura significativa l'aumento registrato dagli investimenti in Germania (+1,7%), Paese in cui il ridimensionamento era risultato molto marcato nei periodi precedenti.

Nella media dell'intero 2003 per il complesso della UEM gli investimenti hanno segnalato, per il terzo anno consecutivo, una riduzione (-1,2%). Il dato registrato lo scorso anno, seppure evidenzia un calo di entità inferiore rispetto a quanto registrato nel 2002 (-2,8%), è un ulteriore segnale dei ritardi di competitività di cui soffrono le economie europee.

Il dato di sintesi riflette, peraltro, una situazione generalizzata con riduzioni più ampie in Germania (-2,9%) ed Italia (-2,1%). Solo la Spagna ha continuato a registrare, in linea con una maggior vitalità economica, tassi di crescita degli investimenti significativi (+3,0% nella media del 2003).

Occupazione

La tendenza al deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro che aveva caratterizzato buona parte del 2003, correlata al rallentamento del ciclo economico, sembra essersi attenuata nei mesi più recenti.

A gennaio 2004 il tasso di disoccupazione nella UEM è risultato pari al 8,8%, valore che è rimasto inalterato dall'aprile 2003. Nel confronto con lo stesso mese dello scorso anno si nota, tuttavia, una crescita di circa sei decimi di punto percentuale.

In questo ambito continuano a risultare

sviluppo dell'area, ma anche le incertezze sulle misure di finanza pubblica che potrebbero essere intraprese nel corso del 2004 per contenere la tendenza espansiva dei deficit in molti Paesi dell'Unione.

Il primo trimestre del 2004 dovrebbe aver registrato, stando ai livelli di capacità produttiva utilizzata ed ai risultati delle indagini relative al clima di fiducia delle imprese, una dinamica della domanda per investimenti all'interno della UEM ancora molto contenuta.

Solo a partire dal terzo trimestre dell'anno in corso il miglioramento dell'attività economica all'interno dei singoli Paesi, associato a dinamiche dell'export più positive favorite sia dal miglioramento del commercio mondiale che dalla stabilizzazione del tasso di cambio, dovrebbe produrre una tendenza più significativa al recupero dell'attività di investimento.

Nella media del 2004 gli investimenti nell'area dell'euro dovrebbero crescere ad un tasso di poco superiore al 2%. All'interno dell'area il recupero dovrebbe risultare più sostenuto in Germania, anche se occorrerà quasi un triennio per tornare sui livelli precedentemente raggiunti.

Le indicazioni provenienti dalle indagini condotte presso le industrie manifatturiere ed i responsabili degli acquisti, a livello europeo, lasciano presupporre il permanere, anche nei prossimi mesi, di andamenti del mercato del lavoro modesti.

Stando alle ultime stime della Commissione Europea, l'occupazione nell'area dell'euro dovrebbe registrare nel 2004, in linea con la scarsa dinamicità del ciclo economico, una crescita pari allo 0,3% favorendo il recupero dei livelli raggiunti nel 2002.

abbastanza critiche le situazioni di Germania e Francia Paesi in cui, nonostante da settembre del 2003 non si noti un peggioramento del tasso di disoccupazione, il rapporto tra occupati e forze di lavoro si attesta ancora su livelli storicamente elevati (rispettivamente 9,2% e 9,5%).

Nella media del 2003 si stima che per il complesso dei Paesi della UEM vi sia stata una riduzione degli occupati prossima allo 0,2%, il primo calo dal 1994, pari a circa 200 mila posti di lavoro.

Le perdite dovrebbero essere state concentrate nel settore manifatturiero, mentre nelle costruzioni e nei servizi vi dovrebbe essere stata una crescita moderata.

Il modesto miglioramento non dovrebbe, peraltro, interessare la Germania (-0,3%) e la Francia (-0,1%).

Nonostante le attese di crescita dell'occupazione il tasso di disoccupazione è stimato salire nell'area dell'euro al 9,0%, in quanto le mutate condizioni del mercato del lavoro potrebbero indurre un numero più elevato di persone a ricercare attivamente una occupazione. Solo nel 2005, in linea con uno sviluppo più accentuato del mercato del lavoro, si dovrebbe registrare un ridimensionamento (8,9%).

Prezzi

I primi dati del 2004 sembrano confermare il raffreddamento delle dinamiche inflazionistiche in Europa.

Nel mese di febbraio il tasso di inflazione tendenziale è sceso all'1,6% dall'1,9% di gennaio.

Il ridimensionamento registrato nell'ultimo mese ha riflesso essenzialmente il consolidarsi della tendenza al rientro dei prezzi nel settore alimentare, che sembra aver quasi riassorbito gli aumenti indotti dalle eccezionali condizioni meteorologiche dell'estate scorsa, e le ulteriori diminuzioni riscontrate per l'energia. Al netto di queste due componenti l'inflazione si è attestata sul 2,0%, valore in linea con quanto riscontrato da circa un anno, segnalando come le fluttuazioni più recenti non abbiano carattere strutturale.

Il ruolo assunto dalle componenti volatili nel determinare l'inflazione nell'area dell'euro negli ultimi mesi potrebbe portare, nel breve periodo, ad una moderata ripresa del processo inflazionistico, in conseguenza del riacutizzarsi di tensioni sui prodotti petroliferi.

L'assenza di particolari tensioni dal lato della domanda dovrebbe controbilanciare questa tendenza, garantendo nella media del 2004 il raggiungimento di un tasso di crescita dei prezzi al consumo nella UEM di poco inferiore al 2,0%.

Valore su cui dovrebbe continuare a rimanere attestata anche «*la core inflation*», parametro su cui si basano le scelte di politica monetaria della BCE, favorendo il mantenimento dei tassi sui livelli attuali.

Finanza pubblica

Il permanere di bassi tassi di sviluppo dell'economia europea ha determinato effetti negativi anche sulle finanze pubbliche dell'area. Nel 2003 i Paesi della UEM hanno evidenziato, nel complesso un peggioramento del rapporto deficit/PIL salito al 2,7% dal 2,3% registrato nel 2002.

Ben otto Paesi, su 12, hanno evidenziato lo scorso anno una situazione peggiore di quella riscontrata nel 2002.

In questo contesto Francia (4,1%), Germania (3,9%) ed Olanda (3,0%) si sono trovate a superare i limiti imposti dal Patto di stabilità e crescita. A preoccupare è anche la situazione del Portogallo (2,8) e dell'Italia (2,4%).

Anche il rapporto debito/PIL ha registrato un peggioramento salendo lo scorso anno al 70,4% (69,2% nel 2002).

La presenza di dinamiche produttive meno favorevoli rispetto a quanto stimato nei mesi precedenti dai singoli Governi potrebbe determinare nel 2004, dal lato della finanza pubblica, una situazione nella UEM non molto dissimile da quella registrata nell'ultimo anno.

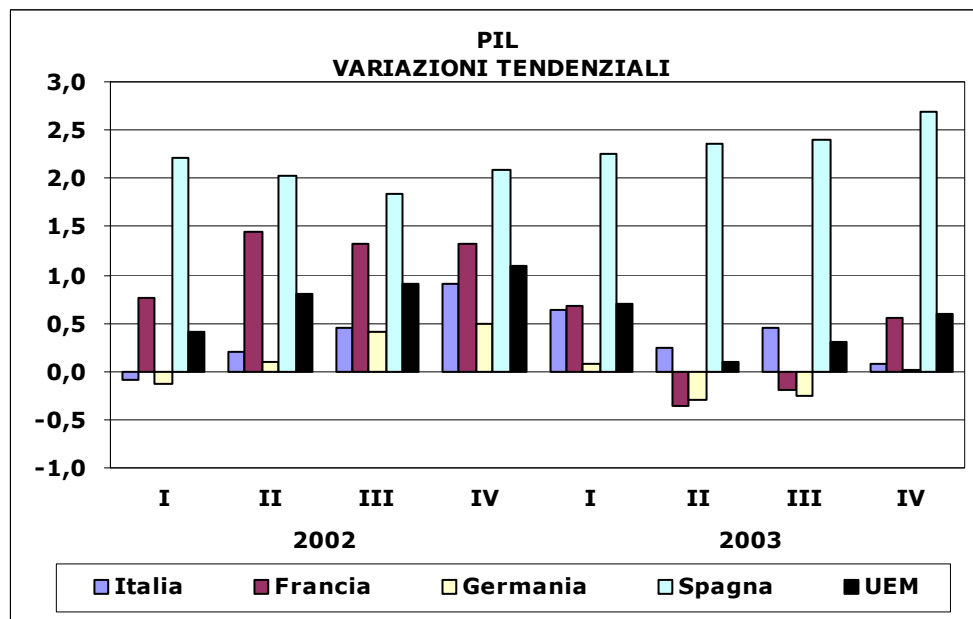
All'interno dell'area dovrebbero permanere anche gli squilibri a livello di singoli Paesi che hanno caratterizzato i periodi più recenti.

In particolare Germania e Francia, malgrado gli interventi di risanamento programmati, difficilmente riusciranno nel prossimo biennio a scendere sotto la soglia del 3%.

D'altra parte le scelte fatte, in materia di disavanzi eccessivi, proprio nei confronti di questi due Paesi negli ultimi mesi del 2003 sembrano preludere a politiche meno stringenti in tutta l'area.

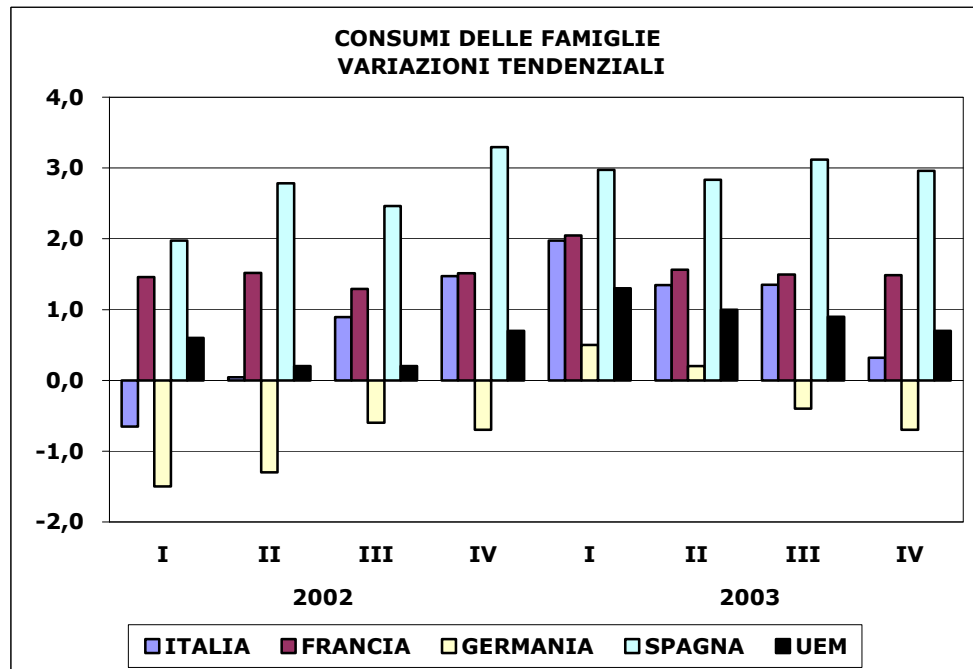
LA CRESCITA

Nella UEM il 2003 si è chiuso con i primi deboli segnali di ripresa



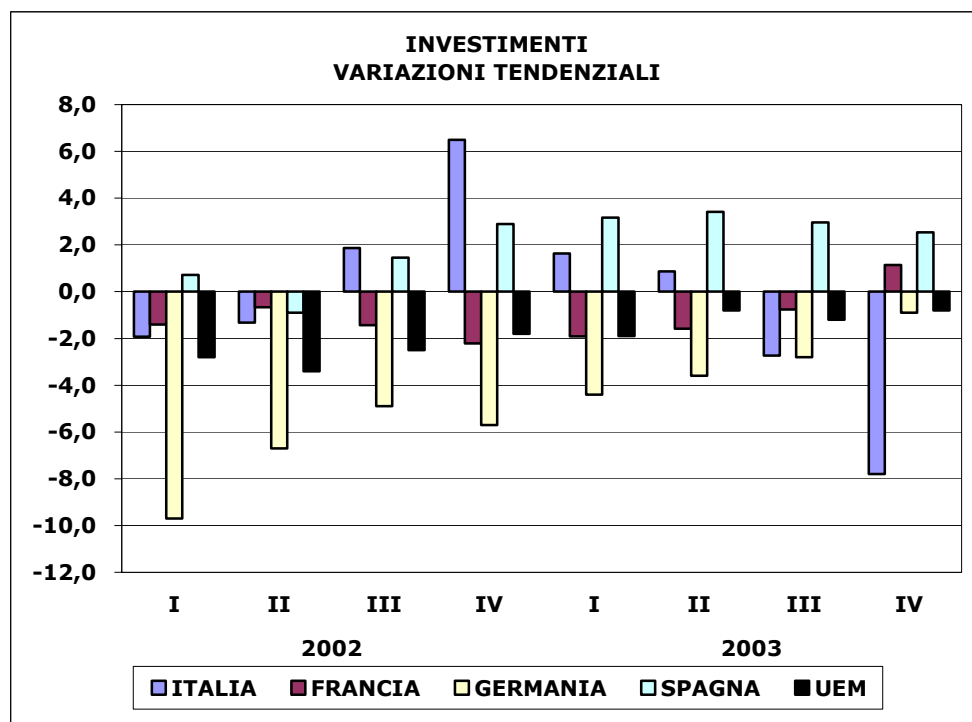
Fonte: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati EUROSTAT e Istituti nazionali di Statistica

Rimane debole la domanda per consumi



Fonte: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati EUROSTAT e Istituti nazionali di statistica

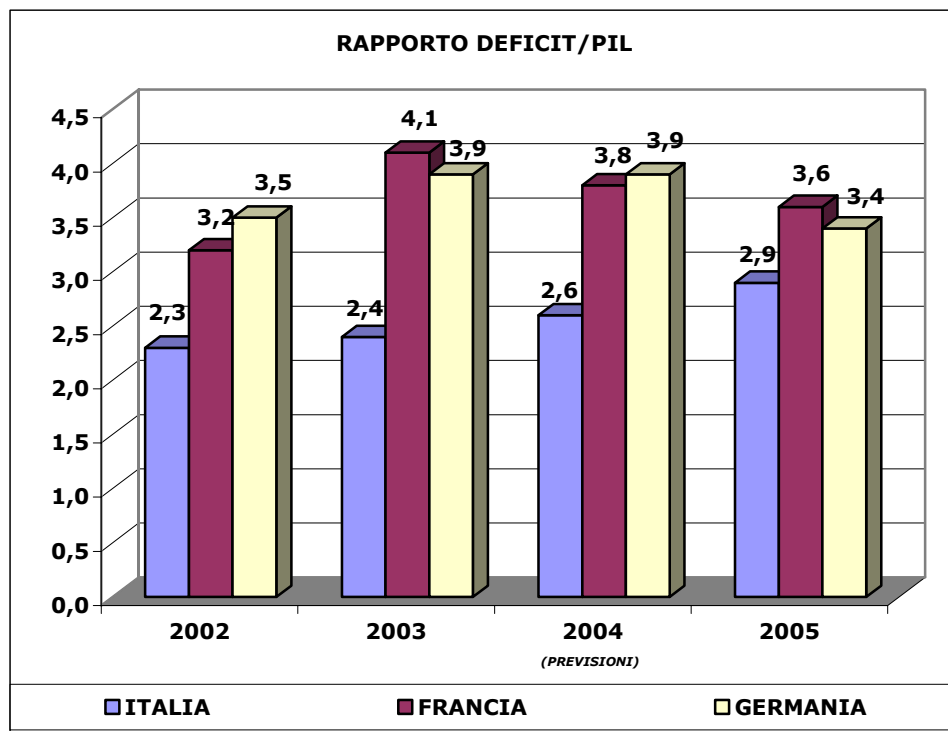
Gli investimenti continuano a risultare in flessione



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati EUROSTAT e Istituti nazionali di Statistica

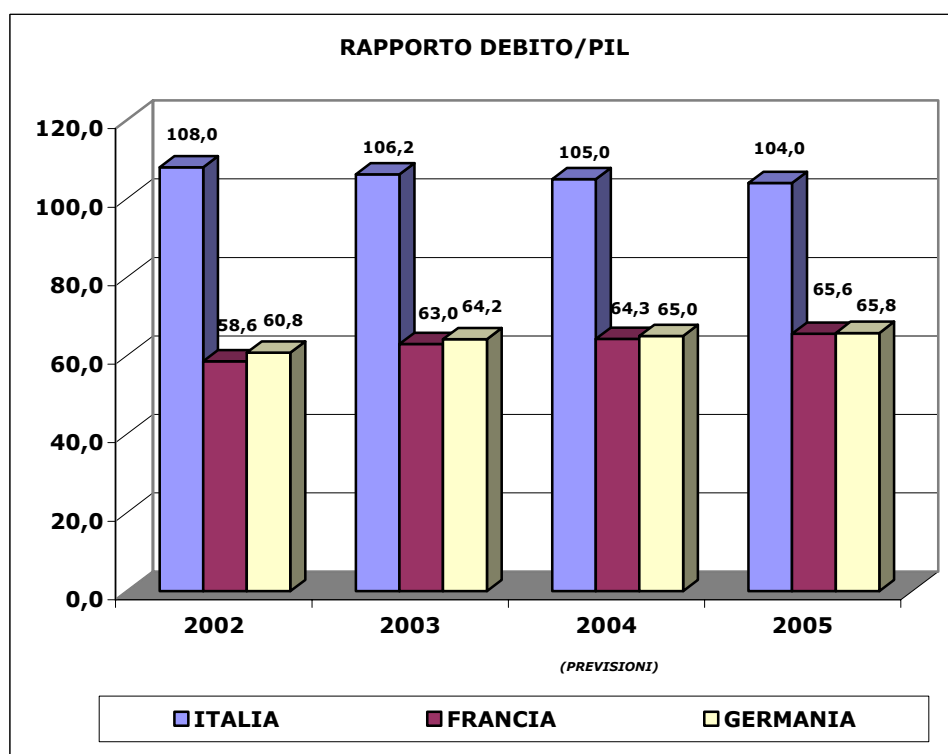
LA FINANZA PUBBLICA

Peggiora il rapporto deficit/PIL



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati COMMISSIONE EUROPEA

In Francia e Germania aumenta anche il rapporto debito/PIL



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati COMMISSIONE EUROPEA

SITUAZIONE ATTUALE

Il 2003 si è chiuso segnalando una nuova battuta d'arresto dello sviluppo italiano, con una variazione del PIL, nel quarto trimestre, nulla rispetto ai tre mesi precedenti e dello 0,1% su base annua.

Il dato registrato nell'ultimo periodo dell'anno è sintesi del peggioramento riscontrato da tutte le variabili (domanda estera e interna), a segnalare come vi sia una difficoltà nell'individuare l'elemento propulsivo in grado di imprimere una svolta al ciclo economico italiano.

Nel complesso dell'intero anno il PIL è aumentato dello 0,4% (0,3% non corretto per i giorni lavorativi), valore sostanzialmente in linea con la media della UEM.

PREVISIONI

Crescita

I segnali di ripresa negli Usa ed in Asia sembrano interessare in misura ancora molto limitata sia l'economia europea, che quella italiana.

Per quanto concerne il nostro Paese le dinamiche in atto dal lato della domanda estera ed interna, che si concretizzano in livelli produttivi ancora contenuti, lasciano ipotizzare come un miglioramento possa registrarsi solo a partire dall'estate.

E' peraltro presumibile che, viste le difficoltà delle nostre esportazioni e la debolezza della domanda per consumi, la ripresa non assuma toni particolarmente accentuati con una crescita nella media del 2004 prossima allo 0,8%.

Anche nel 2005 la tendenza al miglioramento non dovrebbe determinare uno sviluppo particolarmente sostenuto (1,4%), in considerazione del permanere di vincoli strutturali che impediscono al nostro sistema di esplicitare in pieno le proprie potenzialità di crescita.

Consumi

Anche per quanto concerne i consumi delle famiglie il 2003 si è chiuso all'insegna di una evoluzione non positiva. Nel quarto trimestre la spesa delle famiglie residenti ha, infatti, segnalato una riduzione dello 0,4% rispetto al periodo precedente. Lievemente meno negativa è risultata l'evoluzione della spesa effettuata sul territorio nazionale (-0,1%), in conseguenza della modesta tendenza al recupero registrata dal lato della spesa effettuata dagli stranieri in Italia (+0,9%) e del netto ridimensionamento in atto dal lato delle spese sostenute dagli italiani all'estero (-8,5%).

Per entrambe le variabili il dato tendenziale segnala, comunque, una variazione dello 0,3%. Nella media dell'intero anno l'incremento è stato per quanto concerne la spesa delle famiglie residenti dell'1,2% (1,3% non corretto per i giorni lavorativi), e dell'1,0% per i consumi sul territorio.

A comprimere la domanda per consumi nel quarto trimestre è stata soprattutto la componente relativa ai beni (-0,6% rispetto ai tre mesi precedenti), al cui interno si segnala il negativo andamento, in termini congiunturali, dei non durevoli (-0,8%) determinato dal forte

La presenza di un contesto economico meno favorevole rispetto alle stime formulate alla fine dello scorso anno e l'emergere negli ultimi mesi di problematiche legate al risparmio stanno determinando un clima di fiducia delle famiglie sostanzialmente negativo.

Situazione che lascia prevedere come in presenza di una evoluzione non favorevole del reddito disponibile, sia per la componente legata al lavoro che per quella relativa ai capitali investiti, la domanda per consumi da parte delle famiglie continui a segnalare una dinamica molto contenuta, se non negativa, per tutto il primo semestre del 2004.

Anche in presenza di una ripresa nel secondo semestre difficilmente nella media dell'anno in corso si registrerà una crescita superiore allo 0,6%.

Lievemente più positiva dovrebbe risultare l'evoluzione della spesa effettuata sul territorio italiano, in relazione al miglioramento atteso per i flussi turistici stranieri. Su questa variabile pesano, peraltro, le incognite correlate al rischio attentati.

All'interno dei consumi situazioni di difficoltà dovrebbero continuare ad interessare sia

ridimensionamento dei consumi alimentari (-1,6). In termini tendenziali la flessione registrata dai beni (-0,1%) è imputabile in misura quasi esclusiva ai durevoli (-1,7%).

Nonostante l'evoluzione registrata negli ultimi mesi dell'anno nella media dell'intero 2003 la domanda per consumi di beni ha registrato una dinamica moderatamente positiva (+0,8%), conseguenza dell'eredità lasciata dall'ultima parte del 2002.

Per quanto concerne i servizi anche nel quarto trimestre dell'anno la spesa delle famiglie ha mostrato una intonazione positiva sia in termini congiunturali (+0,6%), che tendenziali (+0,8%). All'interno di questo aggregato va segnalato il negativo andamento dei consumi per alberghi e pubblici esercizi, sintesi del calo registrato dalle presenze straniere e la minore domanda degli italiani.

Investimenti

Il permanere di un contesto produttivo sostanzialmente stagnante e l'assenza di concreti segnali di ripresa dell'economia italiana hanno determinato anche nel quarto trimestre del 2003 una riduzione della domanda per investimenti (-1,2% congiunturale).

Situazione che ha portato ad una flessione del 7,8% su base annua. Il ridimensionamento registrato negli ultimi tre mesi del 2003 ha interessato in misura ancora significativa sia la componente relativa alle macchine ed attrezzature (-1,3% congiunturale, -9,5% su base annua), sia i mezzi di trasporto (-5,6% rispetto al trimestre precedente, -21,1% in termini tendenziali). Solo per le costruzioni il dato congiunturale segnala una stazionarietà, legata al miglioramento della domanda per manufatti diversi dalle abitazioni.

Nella media dell'intero 2003 gli investimenti si sono ridotti nel complesso del 2,1%, sintesi di un calo decisamente accentuato per i mezzi di trasporto (-9,8%) e per le macchine e le attrezzature (-3,6%). Solo per le costruzioni si registra un incremento (+1,8%). E' proprio il permanere di un dato negativo per le macchine ed attrezzature e l'entità del calo registrato da questa componente nell'intero 2003 a sottolineare come le imprese non reputino prossima la ripresa economica e di conseguenza non avvertano la necessità di adeguare e migliorare la propria capacità produttiva.

A ciò deve aggiungersi la flessione di quasi il 3% della voce «contributi agli investimenti» nell'ambito del bilancio pubblico, che ha

l'abbigliamento, che alcuni segmenti dei durevoli. Una tendenza lievemente più positiva dovrebbe registrarsi nel 2005, anno in cui si stima una crescita dei consumi delle famiglie prossima all'1,3%, in considerazione del consolidarsi della ripresa e del venir meno di alcuni elementi di incertezza soprattutto per quanto attiene alla tutela del risparmio.

Il permanere di prospettive di sviluppo non favorevoli dovrebbe continuare a scoraggiare, anche nei prossimi mesi, la domanda di investimento da parte delle imprese, soprattutto per la componente relativa alle macchine ed attrezzature.

Solo nella seconda parte del 2004 la necessità di migliorare il livello di competitività delle nostre merci sui mercati, associata a prospettive di un graduale miglioramento del ciclo economico, dovrebbe portare ad un deciso miglioramento degli investimenti.

Il combinarsi di questi andamenti determina una stima di crescita per questa variabile, per l'intero 2004, prossima all'1,3%; valore che non permetterebbe di recuperare le flessioni registrate nel 2003.

Solo nel 2005 si dovrebbe tornare sui livelli di investimento del 2002.

ulteriormente penalizzato le decisioni di investimento delle imprese.

Occupazione

Anche nei mesi finali del 2003 il mercato del lavoro italiano ha continuato ad evidenziare, nonostante il permanere di una stagnazione produttiva, una certa dinamicità. L'incremento registrato ad ottobre dal lato degli occupati (+189 mila unità su base annua), pur segnalando un rallentamento rispetto a quanto riscontrato nei mesi precedenti rappresenta un dato sicuramente positivo se rapportato ai livelli produttivi ed a quanto sta accadendo nelle altre economie europee. Nella media dell'intero 2003 la crescita è risultata di 225 mila unità, fenomeno collegato principalmente alla crescita dei livelli occupazionali tra i dipendenti e nel terziario di mercato. Le dinamiche registrate dal lato dell'occupazione hanno determinato un ulteriore ridimensionamento del tasso di disoccupazione sceso ad ottobre all'8,5%. Nella media dell'intero 2003 il rapporto tra persone in cerca di occupazione e forze di lavoro si è attestato sull'8,7% il valore più basso dell'ultimo decennio. A livello territoriale il miglioramento ha continuato ad interessare in misura ancora più significativa il centro-nord rispetto al mezzogiorno. Questa situazione ha determinato, nella media dell'intero 2003, nonostante la tendenza alla riduzione del rapporto tra persone in cerca di occupazione e forze di lavoro anche nel mezzogiorno, una sostanziale invarianza dei differenziali territoriali esistenti tra centro - nord e mezzogiorno.

Nord – Sud

La fase di stagnazione produttiva ha continuato ad interessare, nel quarto trimestre del 2003, tutte le aree del Paese, in considerazione del permanere di elementi di debolezza per tutte le variabili che concorrono alla formazione della ricchezza nazionale. E' peraltro presumibile, vista la maggior dipendenza dello sviluppo dalle esportazioni, che il nord, ed in particolare il nord est dove la flessione dell'export è risultata particolarmente significativa, abbia registrato una dinamica produttiva meno favorevole rispetto al sud.

Questa evoluzione non sembra, comunque, aver determinato un ridimensionamento dei sensibili divari presenti a livello territoriale sia in termini di ricchezza prodotta, che di occupazione.

Il permanere di una fase di crescita economica molto contenuta dovrebbe produrre nel 2004 un ulteriore ridimensionamento dei tassi di sviluppo del mercato del lavoro. Nella media dell'intero anno l'incremento degli occupati è stimato prossimo alle 100 mila unità.

La crescita dei livelli occupazione dovrebbe continuare a concentrarsi in misura molto accentuata nel settore dei servizi e tra i dipendenti.

Per quanto concerne il settore manifatturiero elementi di difficoltà nel mantenere i livelli occupazionali potrebbero emergere non solo nelle grandi industrie, interessate da tempo da processi strutturali di ridimensionamento della forza lavoro, ma anche le medie imprese esportatrici.

A livello territoriale la moderata crescita dell'occupazione dovrebbe continuare ad interessare in misura lievemente più significativa il centro-nord, anche se il permanere di flussi migratori interni potrebbe contribuire ad accentuare la tendenza al ridimensionamento del tasso di disoccupazione nel mezzogiorno.

In considerazione dei ritardi con cui si trasferiscono gli impulsi dalla produzione all'occupazione solo nella seconda parte del 2005 si dovrebbe tornare sui livelli di crescita dell'occupazione sperimentati negli anni precedenti.

Anche in questa prima parte del 2004 la tendenza ad uno sviluppo molto contenuto dovrebbe continuare ad interessare in misura sostanzialmente omogenea tutte le aree del Paese.

E' peraltro presumibile che il realizzarsi di una inversione del ciclo economico nella parte finale dell'anno porti ad un miglioramento più significativo nel nord del Paese, situazione che lascerebbe ancora una volta inalterati i sensibili divari territoriali esistenti.

Prezzi

La tendenza al rallentamento delle dinamiche inflazionistiche in atto da ottobre del 2003 ha conosciuto nel mese di febbraio dell'anno in corso una contenuta battuta d'arresto. Il tasso di crescita tendenziale dei prezzi al consumo è, infatti, salito al 2,3% dal 2,2% di gennaio. Il dato dell'ultimo mese sembra rappresentare, alla luce anche di quanto sta accadendo alle fasi antecedenti il consumo, più che una inversione della tendenza un aggiustamento nella velocità del processo di rientro.

Per quanto concerne le singole voci vi è da segnalare il riemergere di alcune tensioni dal lato dei prodotti petroliferi raffinati, essenzialmente le benzine aumentate dell'1,5% rispetto al mese precedente, che hanno risentito dei recenti aumenti delle quotazioni del greggio sui mercati internazionali.

Relativamente agli alimentari, che avevano rappresentato nei mesi più recenti una delle voci più dinamiche dal lato dei prezzi, i dati di febbraio segnalano una attenuazione delle forti pressioni provenienti dalla componente fresca, mentre i prodotti trasformati sembrano ancora risentire degli effetti degli aumenti registrati a monte nei mesi precedenti.

I dati degli ultimi mesi sembrano anche confermare la tendenza alla riduzione della forbice esistente tra dinamica dei prezzi dei beni e dei servizi, scesi stabilmente sotto il 3% tendenziale. All'interno dei servizi si continua, peraltro, a confermare una tendenza più accentuata dei prezzi di quelli regolamentati a livello locale (+3,7% tendenziale a febbraio).

Nei prossimi mesi il processo di ridimensionamento del tasso di crescita dei prezzi al consumo dovrebbe conoscere, seppure in modo non continuo, un consolidamento, determinando nella media del 2004 una variazione dell'inflazione del 2,1%.

Al ridimensionamento del tasso di crescita dei prezzi al consumo dovrebbe contribuire soprattutto la decelerazione del tasso di incremento dei prezzi dei prodotti alimentari, attesa nei prossimi mesi, il permanere di una certa stabilità dei prezzi degli altri beni di largo consumo e di una tendenza alla riduzione dei prezzi nel segmento dei prodotti per la telefonia. Qualche elemento di preoccupazione è correlato alla dinamica attesa nel breve periodo per i prodotti petroliferi, che potrebbero continuare ad evidenziare una tendenza all'aumento.

Incertezze sussistono relativamente all'evoluzione dei prezzi di alcuni beni e servizi gestiti a livello locale, viste le difficoltà in cui versano i bilanci di molte amministrazioni.

Import – export

Il permanere di uno sviluppo decisamente modesto nella UE ed il sensibile apprezzamento dell'euro registrato nei mesi finali del 2003 sui mercati hanno determinato un brusco ridimensionamento dei flussi esportativi italiani. Nel quarto trimestre dello scorso anno si è riscontrata, infatti, una riduzione delle quantità esportate (beni e servizi) del 3,8% sia su base congiunturale, che tendenziale. I più penalizzati sono risultati i beni il cui calo è stato pari al -4,4% rispetto al trimestre precedente ed al 4,1% su base annua.

Nella media dell'intero 2003 le esportazioni in quantità hanno segnalato una flessione del 3,9%, valore ancora più negativo di quanto registrato nel 2002 (-3,4%), a segnalare come le difficoltà non derivino solo dall'euro forte.

I dati relativi all'interscambio commerciale di gennaio, che segnalano un ulteriore calo in termini congiunturali (-0,8)%, conseguenza del netto ridimensionamento dell'export verso i Paesi extra UE (Giappone ed USA soprattutto) confermano lo stato di difficoltà delle nostre esportazioni. Il permanere di una scarsa dinamicità della domanda da parte dei Paesi europei, collegata a prospettive di sviluppo della domanda interna ancora contenute, e le difficoltà di competizione delle nostre merci sui mercati lasciano ipotizzare come nella prima parte dell'anno le esportazioni potrebbero continuare a risultare in rallentamento.

Il consolidarsi dello sviluppo negli USA ed in Asia, il miglioramento del trend di crescita del commercio mondiale, correlati anche ad una

Le dinamiche registrate dal lato delle quantità e dei prezzi hanno determinato, peraltro, nel quarto trimestre, un contenuto attivo della bilancia commerciale (701 milioni di euro sulla base dei dati destagionalizzati). Nel complesso del 2003 il saldo commerciale si è attestato su 1.097 milioni di euro con un netto ridimensionamento rispetto ai valori dell'anno precedente. Questi andamenti hanno riflesso soprattutto le difficoltà di esportare verso i Paesi della UE.

A livello territoriale particolarmente penalizzate sono risultate le esportazioni del nord est (-5,5% in valore nell'intero 2003) e del centro (-6,5%).

evoluzione del tasso di cambio meno penalizzante, potrebbero stimolare nella seconda parte del 2004 un miglioramento della domanda proveniente dall'estero.

Questa evoluzione dovrebbe, comunque, solo impedire, nella media dell'intero anno, una nuova diminuzione. Solo nel 2005 si potrà registrare una moderata tendenza al recupero (+2,4%).

Finanza pubblica

Il 2003 si è chiuso segnalando una situazione della finanza pubblica italiana che, seppure non in miglioramento, continua a risultare meno negativa rispetto a quanto sperimentato da molte economie europee.

Il rapporto deficit/PIL si è attestato sul 2,4% mantenendosi in linea con i valori registrati negli ultimi anni, mentre il rapporto debito/PIL ha continuato ad evidenziare una progressiva tendenza al rientro (dal 108,0% del 2002 al 106,2% del 2003).

Questa situazione non è, comunque, priva di elementi di criticità in considerazione sia delle dinamiche registrate da alcune voci di spesa corrente, sia dell'elevato contributo fornito dall'entrate una tantum (condoni e sanatorie fiscali).

Relativamente a quest'ultimo aspetto va segnalato che se l'incremento di 19 milioni di euro di entrate in conto capitale ha permesso di mantenere sotto controllo il deficit ha anche contribuito ad un innalzamento (circa un punto percentuale) della pressione fiscale.

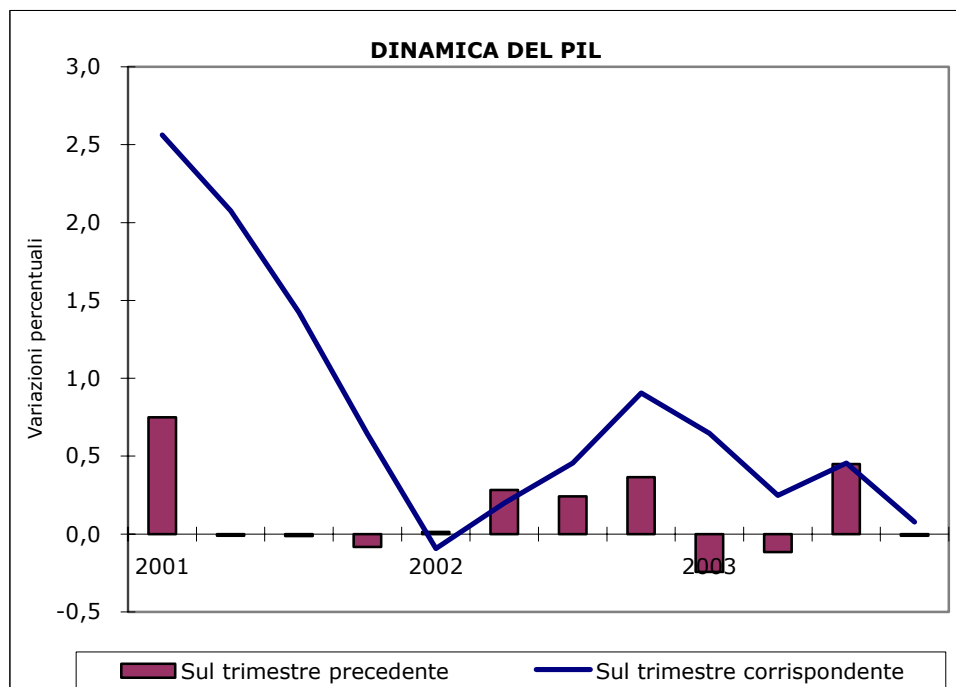
Il peggioramento riscontrato nel primo bimestre dell'anno dal lato del fabbisogno ed il ridimensionamento delle stime di crescita per l'anno in corso portano ad ipotizzare per il 2004 il permanere di un rapporto deficit/PIL su valori prossimi al 2,5%. Questo valore seppure superiore all'obiettivo fissato dal Patto di Stabilità permetterebbe al nostro Paese di rimanere sotto il tetto del 3%.

Va comunque sottolineato come anche per l'anno in corso a mantenere sotto controllo le variabili di finanza pubblica contribuiscano soprattutto le misure di carattere una tantum e la riduzione della spesa per interessi.

Elementi questi che portano a ritenere, come in assenza di interventi realmente strutturali, nel 2005 potrebbero emergere dal lato della finanza pubblica elementi di forte preoccupazione.

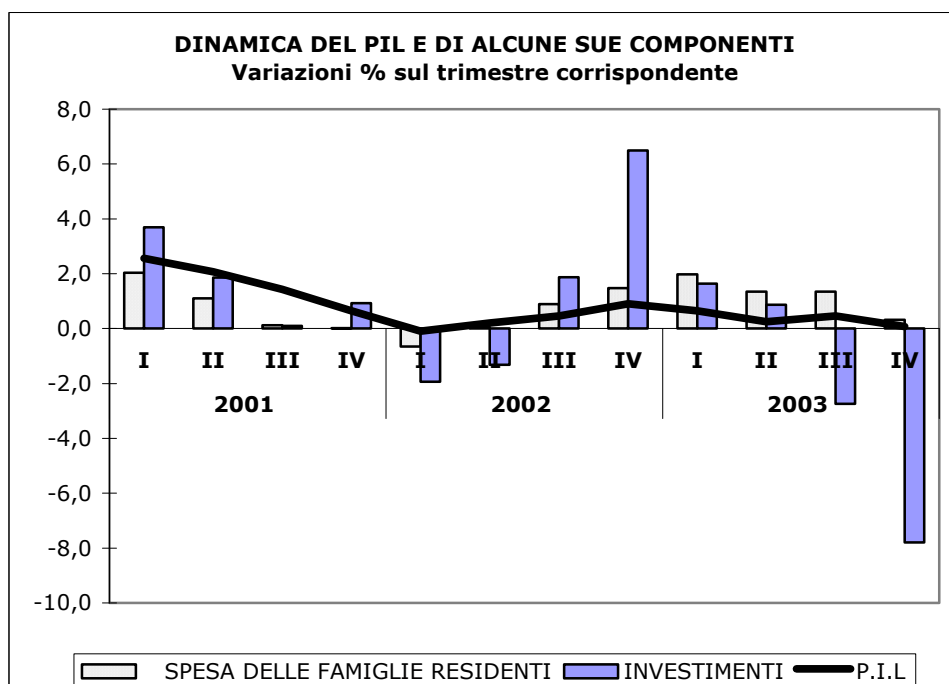
LA CRESCITA

Nel quarto trimestre il PIL è tornato a segnalare una stagnazione



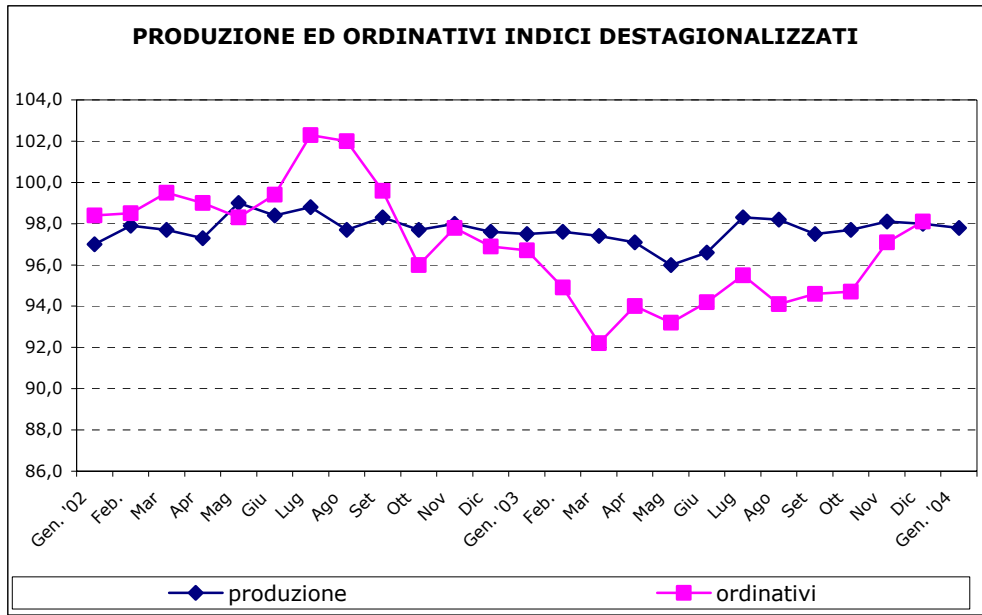
FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

La domanda interna evidenzia un trend su base annua preoccupante, con una stagnazione dei consumi ed una pesante flessione degli investimenti



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

La produzione non sembra ancora risentire del miglioramento degli ordini registrato a fine 2003



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

L'OCCUPAZIONE

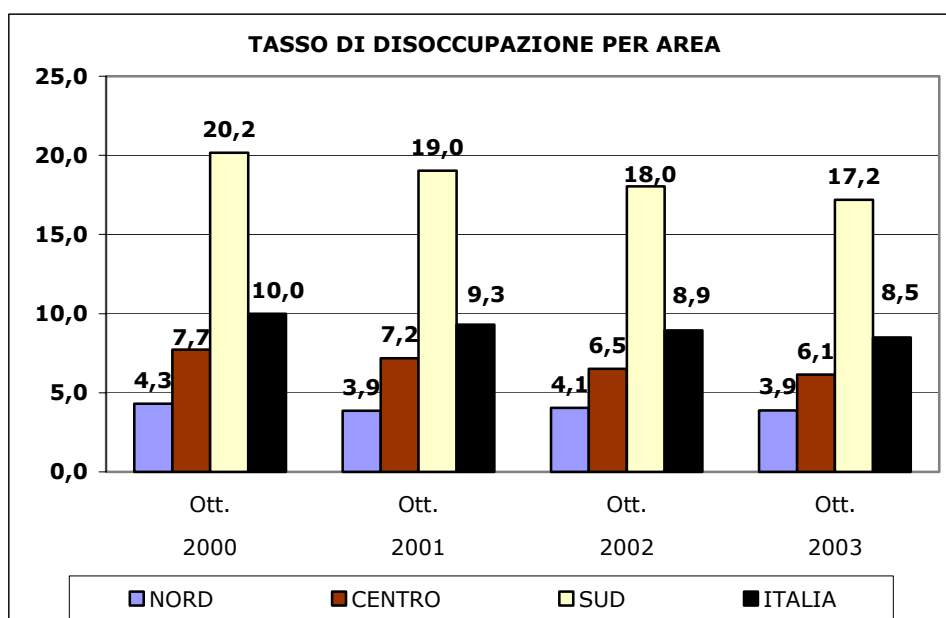
Forze di lavoro Variazioni assolute sul periodo corrispondente (migliaia)

L'occupazione continua a crescere sia pure a ritmi meno sostenuti rispetto ai periodi precedenti

	2002				2003			
	Gen.	Apr.	Lug.	Ott.	Gen.	Apr.	Lug.	Ott.
OCCUPATI	371	384	271	234	180	301	231	189
Maschi	157	200	102	95	63	111	104	109
Femmine	214	184	169	139	117	190	128	80
DISOCCUPATI	-181	-62	-98	-73	-11	-62	-95	-100
Maschi	-85	-45	-39	-29	35	-16	-59	-40
Femmine	-97	-17	-58	-43	-45	-46	-37	-60
FORZE DI LAVORO	190	322	174	161	169	239	133	89
Maschi	73	155	62	66	97	94	43	69
Femmine	117	167	111	95	72	144	91	20

FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

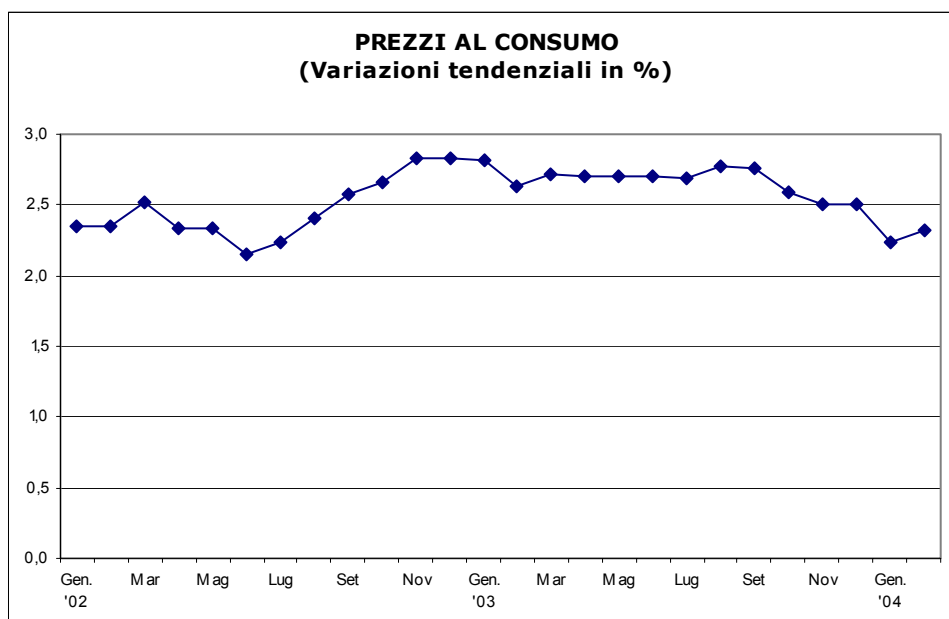
Continua a ridimensionarsi il tasso di disoccupazione, anche se permangono forti differenze tra nord e sud del Paese



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

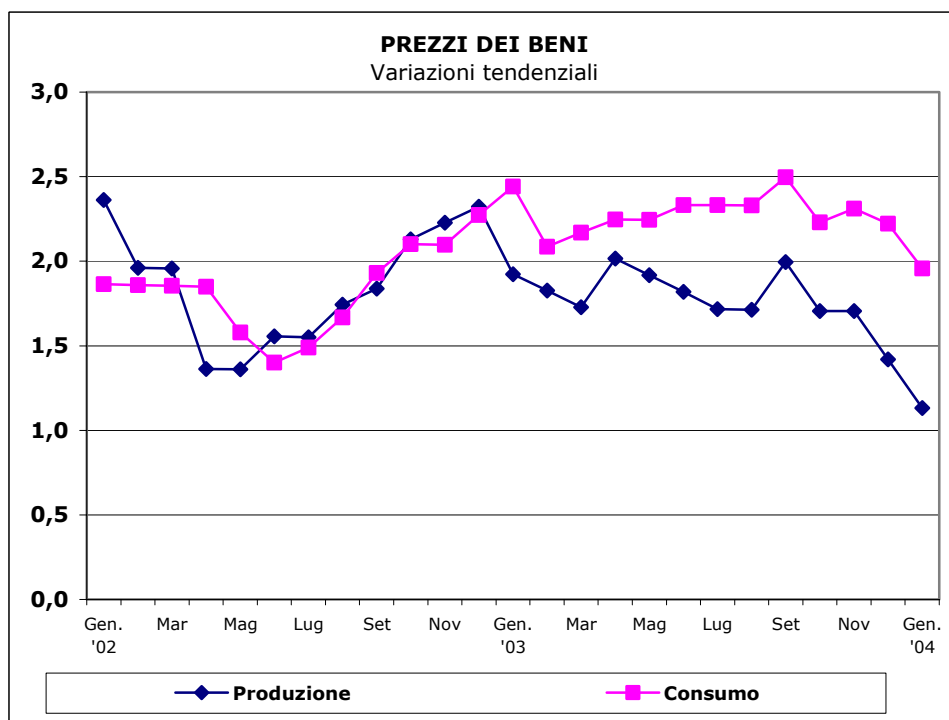
I PREZZI

La contenuta ripresa dell'inflazione a febbraio non sembra interrompere la tendenza al rientro



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

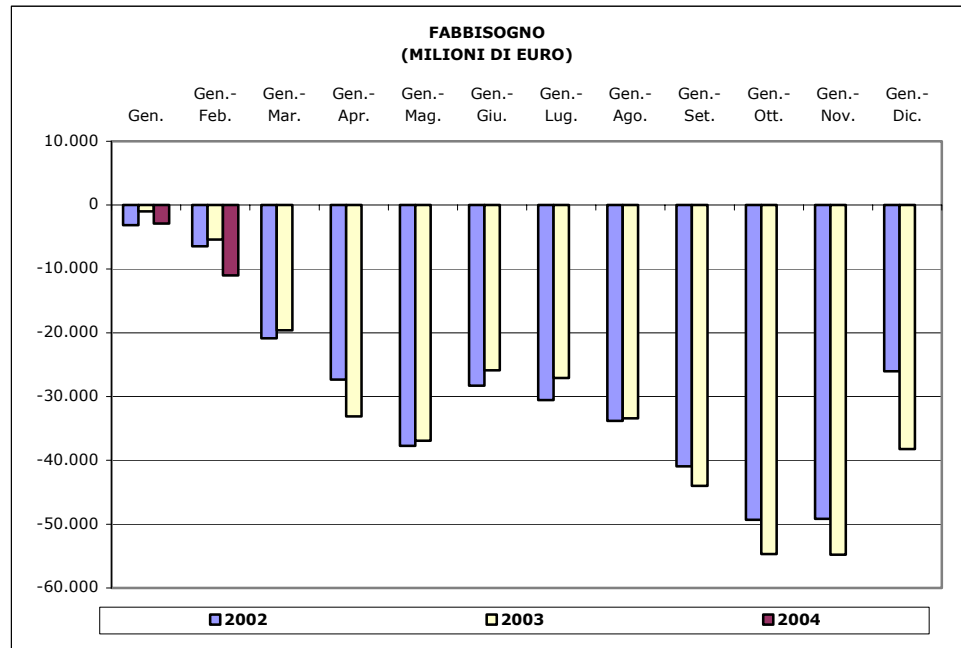
Si attenua la dinamica dei prezzi dei beni



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati ISTAT

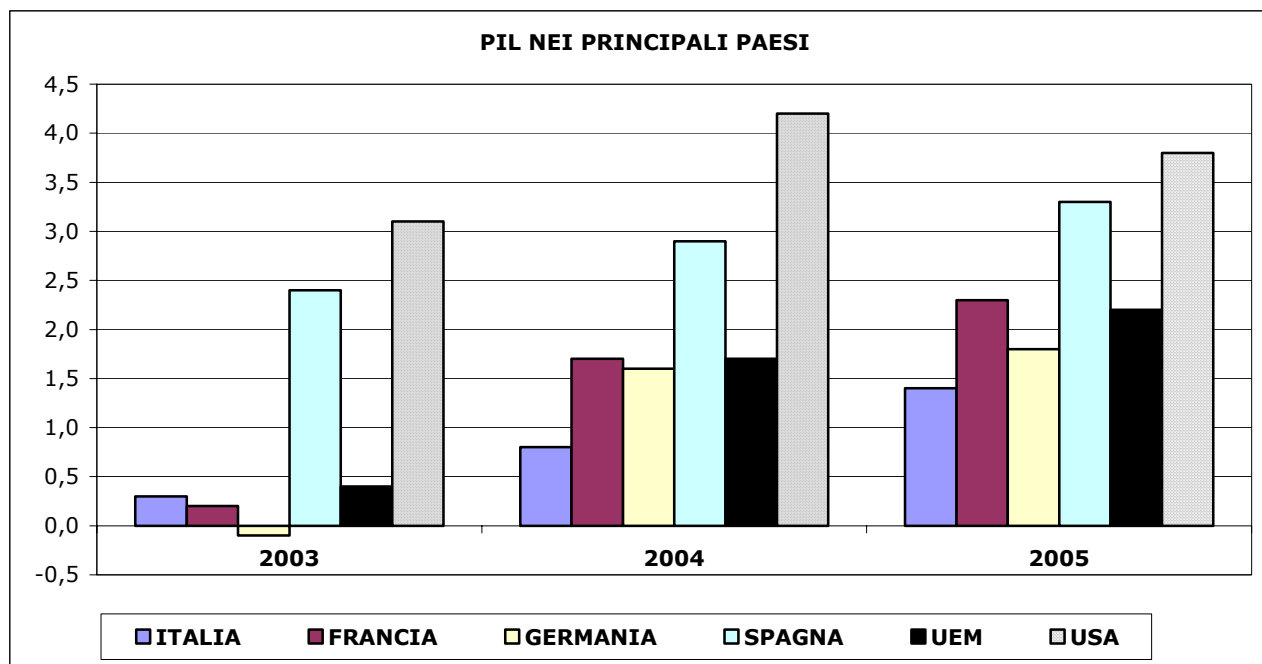
LA FINANZA PUBBLICA

***Il fabbisogno si
mantiene su
livelli elevati***



FONTE: Elaborazioni CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO su dati MINISTERO DELL'ECONOMIA

LE PREVISIONI



Fonte: COMMISSIONE EUROPEA, OCDE E CONFCOMMERCIO PER L'ITALIA

QUADRO MACROECONOMICO ITALIANO

(Dati non corretti per i giorni lavorativi - variazioni percentuali sull'anno precedente)

	2002	2003	2004	2005
PIL	0,4	0,3	0,8	1,4
Importazioni di beni e servizi	-0,2	-0,6	0,9	2,8
Consumi finali interni	0,8	1,5	0,8	1,3
- Spesa delle famiglie residenti	0,5	1,3	0,6	1,3
- Spesa delle AP e delle ISP	1,9	2,2	1,5	1,3
Investimenti fissi lordi	1,2	-2,1	1,3	2,4
Esportazioni di beni e servizi	-3,4	-3,9	0,1	2,4
INFLAZIONE	2,5	2,7	2,1	1,9
OCCUPATI (Migliaia - Var. Assolute)	315	225	98	140

Fonte: ISTAT E PREVISIONI CENTRO STUDI CONFCOMMERCIO

LE MODALITÀ DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI

L'esaurirsi della grande bolla speculativa collegata alla *new economy* e alle cosiddette *dot com*, che partendo dalla borsa americana ha coinvolto successivamente le borse europee in un progressivo crollo dei corsi azionari dall'inizio del 2001 e il susseguirsi di scandali finanziari negli Stati Uniti e in Europa – dalla Enron, a Vivendi per arrivare a Parmalat – che hanno evidenziato seri problemi di trasparenza e di affidabilità delle scritture contabili e dei bilanci, hanno inferto un duro colpo alla credibilità del sistema della raccolta e della allocazione del risparmio delle famiglie.

In tutti i Paesi industriali, l'accumulazione del risparmio rappresenta il grande serbatoio che alimenta e finanzia le capacità di investimento delle imprese produttive, un settore di vitale importanza per lo sviluppo economico che rischia seri contraccolpi negativi in assenza di regole efficaci a tutela del risparmio. Il fine è di assicurare da un lato, il corretto funzionamento dei mercati finanziari, dall'altro, il rafforzamento dei controlli interni, esterni e pubblici sulla veridicità dei bilanci e sulla attendibilità e la coerenza delle informazioni sulla situazione finanziaria delle imprese, in base alle quali gli operatori effettuano le scelte di mercato secondo i diversi profili di rischio.

Sul piano meramente concettuale, il flusso dei risparmi delle famiglie non è altro che la quota del loro reddito disponibile accantonata per impieghi futuri e non destinata ai consumi presenti. Essa rappresenta la componente prevalente dell'offerta sul mercato dei fondi mutuabili, integrata dai capitali provenienti dall'estero.

Per l'Italia, ad esempio, tale flusso è molto variato negli anni, toccando punte massime intorno alla metà degli anni novanta, con i quasi 154 miliardi di euro del 1996, per scendere ai circa 95 miliardi di euro nel biennio 1999-2000 e riportarsi sui 115 miliardi di euro nel 2002.

Su questo andamento hanno influito, da un lato le politiche per la rottamazione degli autoveicoli che hanno accresciuto la spesa delle famiglie per l'acquisto di mezzi di trasporto, dall'altro il forte ridimensionamento di quella componente dei redditi costituita dai proventi finanziari, in particolare dagli interessi sui titoli del debito pubblico.

Questo flusso di attività finanziarie verso le famiglie, che detengono gran parte dello stock delle obbligazioni del Tesoro, è passato da un massimo di circa 86 miliardi di euro del 1996 ad un livello di poco più di 42 miliardi di euro nel 2002, dimezzandosi di fatto per effetto del sensibile calo dei tassi e quindi dei rendimenti.

Ma più in generale come viene impiegato e dove va a collocarsi il risparmio?

In tutte le economie dei paesi industrializzati, il mercato dei capitali e le banche canalizzano il risparmio sostanzialmente verso tre destinatari finali:

- il settore pubblico, per coprire il disavanzo di bilancio;
- le imprese, per finanziare gli investimenti;
- le famiglie stesse, per l'acquisto di beni di consumo durevoli e di abitazioni.

Quando l'economia è ancora nella fase della industrializzazione e dello sviluppo, prevale nettamente la quota di risparmio delle famiglie sotto forma di depositi bancari, che si trasformano a loro volta in prestiti alle imprese, in acquisti di titoli pubblici (detenuti direttamente dalle banche) e in finanziamenti agli enti locali.

In una fase più matura delle economie industriali cresce la quota di risparmio che dalle famiglie affluisce direttamente alle imprese, attraverso il mercato azionario e obbligazionario, così come crescono i flussi di risparmio dall'estero indirizzati verso il fabbisogno del settore pubblico e delle imprese.

PRINCIPALI SETTORI CHE ASSORBONO I FLUSSI DI RISPARMIO

Settori finanziati	1995		2002		Var. %
	Mln. €	Peso %	Mln. €	Peso %	
Stato ed Enti pubblici	82.031	36,1	46.250	17,0	-43,6
Imprese (a)	50.212	22,1	124.102	45,6	147,2
Famiglie	17.354	7,6	28.991	10,7	67,1
Eestero	41.373	18,2	36.387	13,4	-12,1
Altre passività finanziarie	36.567	16,1	36.134	13,3	-1,2
Flusso totale di finanziamenti	227.537	100,0	271.864	100,0	19,5

(a) Imprese non finanziarie e società di finanziamento

FONTE: Banca d'Italia, Audizione Governatore 27 gennaio 2004.

Negli anni tra il 1995 ed il 2002 il totale dei finanziamenti ai principali settori, sotto forma di prestiti bancari, azioni ed obbligazioni e altre forme di impiego del risparmio, è cresciuto di circa 44 miliardi di euro, una variazione cumulata di poco inferiore al 20%.

Il dato rilevante è che si è profondamente modificata la composizione settoriale dei risparmi impiegati, con un fortissimo ridimensionamento del settore pubblico, che ha visto una riduzione dei nuovi finanziamenti di oltre il 43%, contraendo la quota sul totale da poco più del 36% al 17%.

Per contro, si sono sensibilmente accresciuti i flussi verso le imprese, addirittura triplicati, con una crescita cumulata che sfiora il 150%, e quelli verso le famiglie, aumentati di quasi 12 miliardi di euro, pari ad un incremento cumulato del 67%. Le imprese, infatti, assorbivano nel 2002 oltre il 45% dei flussi di finanziamento, contro il 22% del 1995, e le famiglie accrescevano la quota a quasi l'11% rispetto al 7,6% del 1995.

Dalla seconda metà degli anni novanta ad oggi, dopo la liberalizzazione nei movimenti di capitale e la riforma della normativa sugli intermediari finanziari, l'accesso delle imprese produttive al mercato dei fondi mutuabili si è via via caratterizzato per il crescente ricorso all'indebitamento obbligazionario, che avrebbe dovuto favorire l'espansione degli investimenti produttivi, avvicinando la struttura finanziaria nazionale a quella dei partner comunitari.

FLUSSI DI FINANZIAMENTO VERSO LE IMPRESE ITALIANE PER SETTORI FINANZIATORI

(milioni di euro)

Settori finanziatori	1995				2002			
	Non azionari		Azionari	Totale	Non azionari		Azionari	Totale
	Altri	Obbligaz.			Altri	Obbligaz.		
Famiglie	57	-560			-76	8.937		
Banche	23.348	-1.326			38.586	-1.966		
Imprese finanziarie	2.993	340			8.615	6.562		
Eestero e altri	4.200	-223			5.148	21.893		
Totale settori	30.598	-1.769	21.383	50.212	52.273	35.426	36.403	124.102

FONTE: Elaborazioni Centro Studi CONFCOMMERCIO su dati Banca d'Italia, Audizione Governatore 27 gennaio 2004.

Il flusso complessivo di finanziamenti verso le imprese, nell'arco di soli sette anni, è passato da poco più di 50 miliardi di euro ad oltre 124 miliardi di euro.

Al suo interno, nel corso di questo periodo, l'emissione di obbligazioni da parte delle imprese produttive ha conosciuto un boom, passando da una fase in cui si procedeva alla restituzione dei prestiti contratti, per un ammontare di poco inferiore ai 2 miliardi di euro, ad una in cui i nuovi prestiti obbligazionari sono

ascesi ad oltre 35 miliardi di euro, cioè più del 28% di quei 124 miliardi affluiti alle imprese sotto forma di finanziamenti complessivi.

Oltre due terzi delle nuove emissioni è stato collocato sull'estero, ma una quota rilevante, poco meno di 9 miliardi di euro corrispondenti al 25% circa, è stata assorbita dalle famiglie italiane.

LA CAPITALIZZAZIONE DELLE PRINCIPALI BORSE MONDIALI

(miliardi di euro)

	1995				2003			
	Società quotate N.	Valore di mercato	PIL nominale	Valore/PIL	Società quotate N.	Valore di mercato	PIL nominale	Valore/PIL
Giappone	2.263	3.115,6	4.109	75,8%	2.132	1.778,0	3.802	46,8%
Regno Unito	2.724	3.978,2	878	453,1%	2.692	4.839,6	1.590	304,4%
Stati Uniti (*)	2.907	7.342,4	6.239	117,7%	2.750	15.205,1	9.711	156,6%

(*) Per gli USA i dati si riferiscono al 1996.

FONTE: Elaborazioni Centro Studi CONFCOMMERCIO su dati ufficiali delle Borse e degli Istituti Nazionali di Statistica.

In realtà, il mercato finanziario italiano è ancora poco sviluppato. L'insufficiente capitalizzazione della borsa ed il ridotto numero di società quotate sono all'origine della modesta dimensione del mercato obbligazionario.

LA CAPITALIZZAZIONE DELLE PRINCIPALI BORSE EUROPEE

(miliardi di euro)

	2000				2003			
	Società quotate N.	Valore di mercato (a)	PIL nominale	Valore/PIL	Società quotate N.	Valore di mercato (a)	PIL nominale	Valore/PIL
Francia (b)	1.185	1.540,8	1.420	108,5%	1.047	1646,2	1.552	106,1%
Germania	989	1.352,9	1.970	68,7%	866	855,5	2.129	40,2%
Italia	254	818,4	1.167	70,1%	279	487,5	1.301	37,5%
Spagna	1.036	537,0	610	88,1%	3.223	575,8	743	77,5%
Svizzera	416	845,9	260	324,8%	419	576,5	281	205,2%

(a) La capitalizzazione del mercato è relativa alle azioni delle imprese nazionali.

(b) Il dato del 2003 delle società quotate è relativo alle sole imprese nazionali.

FONTE: Elaborazioni Centro Studi CONFCOMMERCIO su dati ufficiali delle Borse e degli Istituti Nazionali di Statistica.

Dalla composizione delle passività finanziarie delle imprese produttive, escludendo cioè le società che erogano servizi finanziari, emerge che in Italia tra il 1995 ed il 2001 il valore delle obbligazioni si è sistematicamente mantenuto inferiore al 2% del totale dei debiti finanziari. È un dato simile a quello della Germania, ma assai più ridotto di quello Francia (in media poco più del 5%), del Regno Unito (7,6% medio), del Giappone (9,5%) e degli Stati Uniti (13%).

Questo modesto ricorso al finanziamento diretto sui mercati obbligazionari ed azionari si spiega essenzialmente con la ridotta dimensione delle imprese italiane, essendo quello della PMI il modello prevalente nel nostro Paese.

Se si guarda alla capitalizzazione, cioè al valore di mercato, delle principali piazze finanziarie si verifica facilmente come l'Italia rappresenti il fanalino di coda tra le economie avanzate.

Il primo dato che colpisce è quello del numero delle società quotate, il più basso in assoluto tra i Paesi appartenenti al G-7, che dalla fine degli anni ottanta oscilla stabilmente tra le 260 e le 290 unità. Si tratta di un numero dieci volte inferiore alle società quotate sulle piazze finanziarie più importanti del mondo, cioè New York, Tokyo e Londra.

Pur limitando l'analisi all'Europa continentale il ritardo è enorme non solo verso Paesi tradizionalmente più strutturati dell'Italia sotto il profilo finanziario, come Francia e Germania, ma anche verso la Spagna,

che negli ultimi vent'anni ha saputo colmare con rapidità il gap di sviluppo che la separava dal resto dell'Europa, dotandosi di un mercato finanziario assai fluido e dinamico dove, nell'arco di un solo triennio, tra il 2000 ed il 2003, il numero delle società quotate si è triplicato, superando le 3.200 unità.

L'altro elemento da considerare relativamente alla debolezza e all'insufficienza del mercato finanziario nazionale, è il rapporto tra capitalizzazione del mercato azionario e prodotto interno lordo. Si tratta, in realtà, di un indicatore piuttosto rozzo per due ordini di motivi, l'uno di tipo metodologico, l'altro di tipo interpretativo:

- perché confronta una consistenza, la capitalizzazione del mercato, con un flusso, il PIL;
- perché il valore della capitalizzazione è soggetto ad amplissime oscillazioni derivanti dall'andamento dei corsi azionari, con enormi apprezzamenti nelle fasi *bullish* del mercato, come la bolla speculativa del 2000, e altrettanto drastici ridimensionamenti del valore di mercato nelle fasi *bearish* degli scambi di borsa, come la fase successiva agli eventi del 2001.

Nonostante questi limiti, il rapporto capitalizzazione/PIL è un indicatore valido per misurare il grado di «finanziarizzazione» di un sistema economico, come dimostrano i valori che esso assume nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Svizzera, Francia e Spagna e che confermano il ritardo del nostro Paese.

Con l'introduzione della moneta unica, il mercato finanziario dell'eurozona si è modificato in misura notevole, evidenziando una crescita sostenuta, guidata essenzialmente dall'aumento delle emissioni sul mercato obbligazionario.

Fra il 1998 ed il 2002, le obbligazioni a medio e lungo termine emesse da aziende italiane sull'euromercato hanno raggiunto la consistenza di oltre 586 miliardi di euro, passando dal 28% al 47% del PIL.

La gran parte di queste emissioni riguarda le banche e le altre società finanziarie, per le quali il valore dello stock obbligazionario è passato dal 25% al 39% del PIL, collocate quasi totalmente sul mercato interno. Ciò spiega anche la minor quota, rispetto al PIL, di obbligazioni collocate sul mercato internazionale, inferiore della metà rispetto all'area dell'euro. Per le imprese non finanziarie, invece, l'ammontare è passato dal 3% al 7% del PIL, attestandosi nel 2002 sui 93 miliardi di euro.

Sotto questo profilo, la consistenza di obbligazioni delle imprese produttive italiane è in linea con l'area euro, ma molto diversa dagli Stati Uniti, dove le società non finanziarie hanno emesso obbligazioni per un valore complessivo pari al 29% del PIL.

Per l'Italia, il ricorso ancora modesto nel complesso al mercato obbligazionario da parte delle imprese non finanziarie è spiegato in parte dalla struttura stessa del tessuto produttivo nazionale, a cui già si è accennato per spiegare la ridotta dimensione del mercato azionario, ma soprattutto dal fatto che su 100 obbligazioni emesse da imprese produttive, oltre 53 riguardano gruppi che operano nelle telecomunicazioni, 17 risultano emesse da aziende del comparto automobilistico e 12 da società del comparto alimentare. Il rimanente 18% si frammenta, con quote trascurabili, nelle altre branche dell'industria.

**CONSISTENZA DELLE OBBLIGAZIONI DI SOCIETÀ ITALIANE,
DELL'AREA DELL'EURO E DEGLI STATI UNITI**
(miliardi di euro)

VOCI	Consistenze		Quota % del PIL	
	1998	2002	1998	2002
Italia				
Banche	265,9	402,3	25%	32%
Altre società finanziarie	2,0	90,9	0%	7%
Società non finanziarie	28,4	93,0	3%	7%
Totale	296,3	586,2	28%	47%
di cui: <i>mercato internazionale</i>	39,7	248,2	4%	20%
<i>Per memoria</i> : settore pubblico	939,5	1.038,5	88%	83%
Area dell'euro				
Banche	2.176,7	3.047,3	36%	43%
Altre società finanziarie	169,7	566,5	3%	8%
Società non finanziarie	273,4	536,0	5%	8%
Totale	2.619,8	4.149,8	44%	59%
di cui: <i>mercato internazionale</i>	931,3	2.808,0	16%	40%
<i>Per memoria</i> : settore pubblico	3.053,3	3.601,4	51%	51%
Stati Uniti				
Banche	141,3	333,9	2%	3%
Altre società finanziarie	4.487,3	8.286,3	60%	83%
di cui: <i>agenzie governative</i>	2.827,6	5.271,6	38%	53%
Società non finanziarie	1.849,8	2.926,0	25%	29%
Totale	6.478,5	11.546,2	87%	116%
di cui: <i>mercato internazionale</i>	939,0	2.806,3	9%	26%
<i>Per memoria</i> : settore pubblico	4.396,1	3.836,4	43%	35%

FONTE: Banca d'Italia, Bollettino Economico - N. 41, Novembre 2003.

Si tratta, dunque, di ricorso allo strumento obbligazionario concentrato in quelle grandi imprese che hanno subito in misura più rilevante i contraccolpi del mercato, l'una per effetto della privatizzazione e la liberalizzazione del settore delle telecomunicazione, l'altra per la serrata concorrenza del comparto automobilistico che sta operando una selezione tra le case costruttrici a livello mondiale.

Nel complesso, l'insieme delle passività finanziarie in rapporto al PIL delle società non finanziarie italiane risulta crescente negli anni tra il 1995 ed il 2001, passando da poco più del 120% a circa il 185%. Tale incidenza è tuttavia la più bassa tra quelle osservate nei principali paesi industriali, fatta eccezione per la Germania che presenta valori inferiori.

Le società europee sono quelle che, nel periodo considerato, hanno ridotto maggiormente il peso delle passività correnti (debiti a breve e verso i fornitori), scese in quota sul totale delle passività dal 19,1% al 14,0%, mentre gli Stati Uniti ed il Giappone sono rimasti sostanzialmente stabili intorno rispettivamente al 25% ed 20% delle passività totali.

Diversa, invece, la composizione delle passività rispetto alla cosiddette *passività consolidate*, cioè i debiti di finanziamento a medio e lungo termine (mutui, obbligazioni), che evidenzia una sostanziale diversità tra Europa, Giappone e Stati Uniti.

L'emissione di titoli obbligazionari si presenta in quota modesta, meno del 4%, rispetto al totale delle passività per le società non finanziarie europee, particolarmente bassa, meno del 2%, in Italia ed intorno al 2% in Germania, mentre per la Francia raggiunge un peso che sfiora il 6%.

In Giappone, invece, tale forma di finanziamento raggiunge circa il 10% delle passività complessive e tocca il 14% negli Stati Uniti.

Al contrario, i prestiti bancari rappresentano la modalità di finanziamento prevalente in Germania ed in Giappone, intorno al 40%, più ridotta, ma sempre elevata, in Italia, passata dal 40,1% del 1995 al 30,5% del 2001, in Francia, diminuita dal 28% circa al 19% e nel Regno Unito intorno al 26%.

Negli Stati Uniti, invece, il ricorso ai prestiti bancari è inferiore al 10% delle passività, anche perché il capitale azionario (azioni e partecipazione) rappresenta quasi il 52% delle passività finanziarie complessive.

PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

(consistenze di fine periodo in miliardi di euro)

Paesi	<i>Anni</i>	<i>Titoli</i>	<i>Prestiti</i>	<i>Azioni (a)</i>	<i>Debiti (b)</i>	Passività finanziarie	<i>PIL</i>	Passività in % PIL
FRANCIA	1995	150	723	1.222	495	2.590	1.188	218%
	2000	249	910	3.945	548	5.652	1.420	398%
	2001	295	973	3.264	560	5.092	1.476	345%
Germania	1995	61	895	870	280	2.106	1.880	112%
	2000	51	1.272	1.671	416	3.410	2.030	168%
	2001	64	1.344	1.542	410	3.360	2.074	162%
Giappone	1995	1.118	4.952	3.711	2.506	12.287	4.055	303%
	2000	1.323	5.129	4.433	2.755	13.640	5.147	265%
	2001	1.143	4.469	3.591	2.344	11.547	4.656	248%
Italia	1995	17	407	364	226	1.015	839	121%
	2000	24	655	1.202	324	2.206	1.167	189%
	2001	41	688	1.174	354	2.257	1.219	185%
Regno Unito	1995	113	438	1.148	150	1.849	868	213%
	2000	360	1.025	3.011	222	4.618	1.560	296%
	2001	388	1.165	2.634	225	4.411	1.598	276%
Stati Uniti	1995	1.244	961	4.863	2.356	9.425	5.610	168%
	2000	2.870	2.074	13.723	5.451	24.118	10.624	227%
	2001	3.267	2.147	12.065	5.857	23.336	11.273	207%
Euro 4 (c)	1995	253	2.219	2.777	1.239	6.487	4.354	149%
	2000	351	3.215	7.770	1.679	13.015	5.227	249%
	2001	428	3.447	6.945	1.761	12.581	5.423	232%

(a) Azioni e partecipazioni.

(b) Debiti commerciali e altre passività.

(c) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna.

FONTE: Elaborazioni Centro Studi CONFCOMMERCIO su dati Banca d'Italia.