



NOTE ECONOMICHE

Numero 2 – 30 giugno 2006

Analisi congiunturale - *Riparte l'economia italiana - Buon andamento dell'economia internazionale, ma continua il rischio petrolio*
Approfondimenti - *Debito pubblico, titoli di Stato e ricchezza finanziaria delle famiglie italiane*

Sezione 1. ANALISI CONGIUNTURALE

- Nel primo trimestre 2006 l'attività economica italiana è stata alimentata da entrambe le componenti della domanda, sebbene lo stimolo maggiore sia derivato dalla domanda nazionale al netto delle scorte (0,8% il contributo alla crescita) rispetto a quella estera netta (0,2%).
- Nell'ambito della domanda nazionale, si riscontra un bilanciamento quasi perfetto tra l'apporto dei consumi nazionali (0,5% il contributo) e quello degli investimenti (0,4%).
- Secondo le stime del CSC, la produzione industriale si troverebbe ora in una fase di crescita moderata.
- I dati preliminari ISTAT mostrano per giugno un'inflazione italiana in lieve accelerazione (+2,3%). In Italia i margini delle imprese industriali stanno assorbendo gran parte dei rincari delle materie prime.
- La ripresa internazionale, diffusa ormai a pressoché tutte le aree, rimane ancora solida in un quadro complessivamente positivo. I rincari delle materie prime, i rialzi dei tassi di interesse e, in Europa, gli effetti di un cambio forte potrebbero, tuttavia, incominciare ad incidere negativamente sulla fiducia delle imprese e dei consumatori.
- Il prezzo del Brent resta intorno ai 70 dollari per barile ed è da ritenersi probabile che le quotazioni si mantengano elevate nella seconda metà dell'anno. L'apprezzamento della moneta unica sul dollaro, sebbene ridottosi nelle ultime due settimane, dovrebbe aiutare a contenere le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. A maggio l'inflazione nell'area dell'euro è salita al 2,5%, mantenendosi da un anno sopra la soglia BCE.
- La BCE ha proseguito a giugno il processo di normalizzazione della politica monetaria rialzando il tasso ufficiale di interesse di un quarto di punto, al 2,75%. Per la seconda metà dell'anno i mercati prevedono nuovi ritocchi del tasso ufficiale di un quarto di punto a trimestre.

L'economia italiana

Con la diffusione dei conti economici trimestrali relativi al primo trimestre 2006, l'ISTAT ha sostanzialmente confermato quanto previsto dal CSC nel precedente numero delle Note Economiche circa le componenti che potevano aver innescato la recente fase di ripresa.

Come già anticipato dall'ISTAT con la stima preliminare diffusa a maggio, nel corso **del primo trimestre 2006 il PIL** è cresciuto dello 0,6% rispetto al quarto trimestre del 2005 (1,5% la variazione nel confronto tendenziale). L'elemento positivo che emerge dal dettaglio del conto delle risorse e degli impieghi è che l'attività economica è stata alimentata da entrambe le componenti della domanda, sebbene lo stimolo maggiore sia derivato dalla domanda nazionale al netto delle scorte (0,8% il contributo alla crescita) rispetto a quella estera netta (0,2%). Questo si spiega con il fatto che alla forte crescita delle esportazioni (6% rispetto allo stesso periodo del 2005) si è accompagnata una dinamica delle importazioni alquanto sostenuta (4,8% la

variazione tendenziale). Ma sul fronte estero quel che preoccupa di più è la perdita delle nostre ragioni di scambio: nel primo trimestre il deflatore delle importazioni, una misura dei prezzi all'import, è cresciuto del 10,7% (5,7% la crescita del deflatore delle esportazioni).

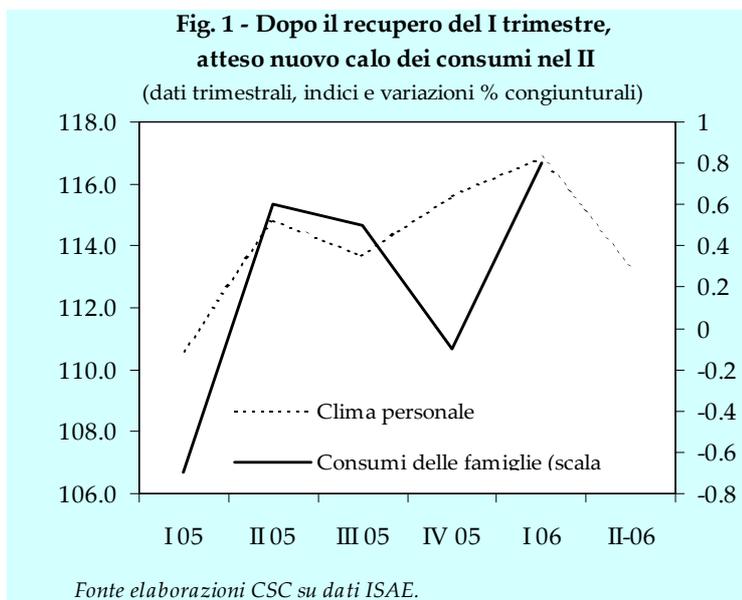
Ritornando alle componenti, le **scorte** di prodotti finiti sono diminuite sottraendo così 0,5 punti percentuali alla crescita del PIL. Il contributo negativo delle scorte nel periodo gennaio-marzo significa che i beni prodotti nel periodo in esame sono stati interamente venduti e che addirittura si è dovuto attingere alle giacenze di magazzino far fronte all'incremento della domanda.

Se si scompone la **domanda nazionale**, si riscontra un bilanciamento quasi perfetto tra i consumi nazionali (0,5%) e gli investimenti (0,4%). Nell'ambito dei consumi nazionali, l'intero contributo alla crescita del PIL è venuto dalla spesa delle famiglie residenti (0,8% la variazione congiunturale) a fronte di un apporto nullo della spesa pubblica.

La crescita dei consumi privati rilevata dall'ISTAT risulta in contrasto con l'andamento altalenante del clima di fiducia dei consumatori rilevato dall'ISAE. Verosimilmente, l'impulso alla spesa delle famiglie è venuto dal miglioramento della situazione personale rilevato dal "clima personale", sottoindice del clima di fiducia dei consumatori (ISAE). Quest'ultimo, relativo unicamente alla situazione degli intervistati, sembra però anticipare un nuovo calo dei consumi nel secondo trimestre dell'anno (Fig.1).

Quanto ai **valori aggiunti settoriali**, emerge il favorevole momento dell'industria in senso stretto (0,8% la crescita rispetto al IV trimestre del 2005) ma anche dei servizi che, dopo la battuta d'arresto del IV trimestre, hanno ripreso a crescere a ritmi sostenuti (0,8% rispetto al IV 2005). L'incremento del valore aggiunto industriale è coerente con la dinamica della produzione industriale rilevata nello stesso periodo e già diffusa dall'Istat, benché di recente rivista al ribasso (1,1% la crescita dell'indice rispetto agli ultimi tre mesi del 2005, 1,4% nel precedente comunicato di maggio).

Il forte calo della **produzione industriale grezza** rilevato ad aprile dall'ISTAT (-8,3% la variazione tendenziale) non va interpretato come conseguenza di una decelerazione della domanda di prodotti industriali. Per calendario, aprile 2006 ha due giornate in meno rispetto ad aprile 2005, la variazione della produzione corretta per questo fattore mostra quindi un decremento molto più contenuto (-2,6% rispetto ad aprile 2005). Ma la produzione di aprile è stata penalizzata dalla presenza di un numero effettivo di giornate di lavoro di gran lunga minore rispetto a quello dello scorso aprile: oltre alle due giornate di calendario in meno, ci sono state le elezioni politiche, la Pasqua e il ponte del 25 aprile. Se si fosse potuto tener conto di tutti i giorni lavorativi in meno la produzione del mese di aprile avrebbe potuto registrare una variazione di segno positivo. Infine, per effetto di un rimbalzo tecnico, il volume della



produzione dell'aprile dello scorso anno aveva registrato un livello piuttosto elevato che nel confronto penalizza, in parte, l'aprile 2006.

Alla luce del buon andamento registrato tra la fine del 2005 e i primi mesi di quest'anno, ci si chiede come identificare correttamente l'attuale **fase congiunturale** della produzione industriale, tenuto conto dell'episodio di falsa partenza della primavera dello scorso anno. La questione è: si tratta di espansione vera e propria, di una lenta ripresa o ancora una volta di recessione?

Tab. 1 - Datazione classica del ciclo industriale italiano

Numero cicli	minimo iniziale	massimo	minimo finale	Durata in mesi		
				espansione	recessione	ciclo completo
I	luglio 1987	novembre 1989	aprile 1991	28	17	45
II	aprile 1991	novembre 1991	agosto 1993	7	21	28
III	agosto 1993	settembre 1995	novembre 1996	25	14	39
IV	novembre 1996	ottobre 1997	marzo 1999	11	17	28
V	marzo 1999	dicembre 2000	dicembre 2001	21	12	33
VI	dicembre 2001	febbraio 2004	marzo 2005*	26	13	39

* Stima CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISAE.

A questo proposito l'ISAE ha effettuato di recente una cronologia del ciclo industriale dal 1980 ad oggi. Il CSC, sulla falsariga della datazione ciclica classica dell'ISCO (che pubblicava per compito istituzionale sin dal dopoguerra), ha ricostruito la tabella con la successione temporale del ciclo industriale italiano.

In particolare, dal 1987 a oggi si sono succeduti sei cicli completi con una durata media delle fasi espansive (20 mesi) maggiore di quella delle fasi recessive (16 mesi), benché il divario tra le due durate sia di entità ridotta rispetto al passato. L'ultima fase espansiva "vera", contrassegnata da ritmi di crescita sostenuti, si è registrata tra marzo 1999 e dicembre 2000 ed è durata complessivamente 21 mesi (Tab. 1). Secondo la tecnica classica di datazione un'altra fase espansiva avrebbe avuto luogo tra dicembre 2001 e febbraio 2004.

Il limite della metodologia classica è che identifica meccanicamente le fasi positive (da un minimo iniziale ad un massimo) come espansioni e quelle negative (da un massimo a un minimo finale) come recessioni. Ma l'ISAE, di recente, ha elaborato una nuova metodologia con cui si riescono a cogliere anche le intensità delle espansioni e delle recessioni. Con questa tecnica si individuano preliminarmente tre "regimi": "regime I" - recessione; "regime II" - crescita moderata/stagnazione; "regime III" - espansione. Per ogni mese, viene calcolata la probabilità di transizione della produzione industriale da un regime all'altro e la probabilità di permanenza nello stesso regime¹. In base a questa seconda metodologia, dunque, l'intensità della fase espansiva, innescatasi dopo il punto di svolta inferiore del dicembre 2001, non sarebbe stata tale da far posizionare la produzione industriale nel regime III di espansione. In altri termini, le accelerazioni dell'indice della produzione riscontrate tra il 2001 e i primi mesi del 2004 sarebbero episodiche e comunque insufficienti a far transitare l'indicatore nel regime III, quello che identifica le "vere" fasi espansive dell'attività produttiva, caratterizzate da ritmi di crescita particolarmente sostenuti. Alla luce di queste evidenze empiriche e del miglioramento a maggio e giugno del clima di fiducia delle imprese industriali, la contrazione

¹ Si veda Rapporto Trimestrale ISAE - Le previsioni per l'economia Italiana - Febbraio 2006 (pp. 78-83 e 235-248).

di aprile risulterebbe isolata, grazie al recupero dei ritmi produttivi previsto per maggio dall'indagine rapida del CSC. Considerato che per giugno il CSC stima una sostanziale stazionarietà della produzione sui livelli di maggio, la produzione industriale si troverebbe attualmente in una fase ciclica favorevole ma contrassegnata da una intensità di crescita ancora moderata.

I dati preliminari ISTAT mostrano un'inflazione italiana in lieve risalita a giugno, al 2,3%. I diversi capitoli di spesa continuano a presentare sviluppi contrastanti e, al tempo stesso, estremamente volatili. A giugno rallentamenti si sarebbero registrati tra i beni industriali non energetici (abbigliamento e calzature, mobili), in una parte del settore dei servizi (servizi ricettivi e di ristorazione, comunicazioni, servizi sanitari) e nel capitolo dell'abitazione che resta comunque quello con la dinamica dei prezzi più sostenuta (5,7%). I prezzi degli alimentari hanno invece proseguito la loro accelerazione, pur restando ancora moderati (1,3% tendenziale). Tra i servizi, accelerazioni hanno registrato i trasporti e i ricreativi. Stabili come l'indice generale risultano sia il capitolo delle bevande alcoliche e tabacchi sia l'istruzione. Nel complesso, la *core inflation* dovrebbe risultare in lieve calo dall'1,8% toccato il mese precedente, così come la componente energetica (intorno al 10% tendenziale). Resta, così, evidente che le elevate quotazioni delle materie prime energetiche e metallifere si sono finora trasferite solo in piccola misura, lungo le varie fasi della filiera, alle componenti di fondo dei prezzi. In particolare, a fronte di un aumento del 43,1% tendenziale a maggio del prezzo internazionale del petrolio, la componente energetica dei prezzi alla produzione interni è cresciuta del 23,1% e, più a valle, i prezzi alla produzione per i beni di consumo - sebbene in graduale e costante accelerazione negli ultimi mesi - rimangono molto più moderati (1,8% tendenziale). Data una domanda interna risultata a lungo debole, con una ripresa che solo ora si va consolidando, i margini delle imprese industriali hanno assorbito gran parte dei rincari energetici. Considerato anche che i rinnovi salariali non hanno, fino ad oggi, generato eccessivi effetti petroliferi di *second round*, lo scenario di medio termine per i prezzi al consumo resta complessivamente benevolo.

Secondo i dati della Banca d'Italia il **fabbisogno della PA** (Amministrazioni centrali, enti territoriali e previdenziali), è risultato fino a marzo in crescita del 20,6% rispetto allo stesso trimestre del 2005, raggiungendo 32,3 miliardi circa di euro (pari a 2,2 punti percentuali di PIL). Le entrate delle Amministrazioni centrali contabilizzate fino ad aprile in bilancio² ammontano complessivamente a 103,5 miliardi di euro, in aumento dell'8,6% rispetto al I quadrimestre del 2005. Tale aumento è dovuto principalmente alla dinamica sostenuta delle entrate tributarie che, a fine aprile, hanno superato di circa 6 miliardi di euro (+6,8%) le entrate dello stesso periodo dell'anno scorso. Nel 2005, però, le entrate dei primi quattro mesi hanno rappresentato solo il 25% delle entrate tributarie dell'anno. Rispetto al I quadrimestre del 2005, le spese risultano, invece, in diminuzione del 4,8%. Esse, tuttavia, ammontano a fine aprile complessivamente a 113,2 miliardi di euro.

Un dato positivo (fonte Ministero dell'Economia e delle Finanze) giunge dal fabbisogno cumulato del settore statale che continua a migliorare rispetto al 2005: fino a maggio ammonta a 49 miliardi di euro, circa 6 in meno rispetto al corrispondente periodo dell'anno scorso. Tale risultato è in buona parte dovuto ai maggiori introiti riscossi in questa prima parte dell'anno. Le previsioni contenute nella Relazione Trimestrale di cassa (Rtc) dell'aprile scorso, stimano per l'anno in corso un aumento del fabbisogno statale di circa 6,5 miliardi di euro. Al momento il

² Da maggio 1998 la contabilizzazione in bilancio non avviene più contestualmente al versamento. A partire da tale data i principali tributi erariali sono prima versati in tesoreria (nei "Fondi della Riscossione") e successivamente contabilizzati nei relativi capitoli del bilancio dello Stato.

quadro appare più favorevole. Da ultimo, la Commissione istituita per la ricognizione sui conti pubblici (*Due diligence*) ha rilevato che, a fronte dell'obiettivo del 3,8% indicato nella Rtc, l'indebitamento potrebbe attestarsi tra il 4,1 e il 4,6% del PIL. La forchetta è di ben 0,5 punti percentuali: 0,3 punti di PIL sono dovuti alla differenza nelle stime degli effetti di alcune delle misure contenute nella Finanziaria, anche nel caso in cui fossero attuate; gli altri 0,2 punti deriverebbero da rischi di mancata o incompleta attuazione. Il peggioramento in atto è di tipo strutturale e questo è evidenziato dall'erosione dell'avanzo primario: sceso dall'1,3% del PIL nel 2004 allo 0,45 nel 2005. Per il 2006, la Commissione prevede inoltre un aumento per il secondo anno consecutivo del debito pubblico che potrebbe raggiungere il 108,3% del PIL (quasi 2 punti percentuali in più rispetto al 2005). A conferma di ciò, secondo gli ultimi dati di Banca d'Italia, da gennaio a marzo di quest'anno il debito è aumentato dello 0,7%. Le valutazioni della *Due diligence* confermano le stime dei principali organismi e istituti di ricerca pubblicate tra maggio e giugno: in assenza di interventi correttivi l'indebitamento netto peggiorerebbe in un *range* che varia tra 0,2 e 0,6 punti percentuali rispetto all'obiettivo della Rtc³. È previsto in crescita anche il **debito** della PA su valori compresi in una forbice molto ampia che va dal 106,9% al 108,8% del PIL.

L'economia internazionale

Dopo aver rallentato significativamente nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno scorso, il PIL dell'**area dell'euro** è rimbalzato fortemente nel corso del primo trimestre del 2006 (+0,6%). Al netto delle scorte, che hanno sottratto due decimi di punto alla crescita del trimestre, il risultato sarebbe stato ancora migliore. Rispetto al primo trimestre del 2005, il PIL dell'area è cresciuto dell'1,9%. La crescita media annua era stata dell'1,3% nel 2005.

La crescita dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2006 è stata sostenuta principalmente dai consumi delle famiglie, in forte recupero rispetto al quarto trimestre del 2005 (+0,7%), quando si erano sostanzialmente arrestati (+0,1%). Più modesto del previsto è stato il contributo degli investimenti (+0,3%), frenati dal rallentamento dell'attività nel settore delle costruzioni penalizzato da condizioni climatiche alquanto sfavorevoli. Significativo è stato il contributo alla crescita del settore estero (+0,3%) con le esportazioni in forte recupero (+3,1%). Nel corso del trimestre, la ripresa si è estesa pressoché a tutte le maggiori economie dell'area ed è stata particolarmente sostenuta anche in Germania (+0,4%) ed in Italia (+0,6%), i due paesi in cui il PIL era rimasto fermo nel quarto trimestre del 2005, ed ha accelerato in Francia (+0,5% dal +0,3% del quarto trimestre 2005).

La forte espansione del commercio mondiale è stata sicuramente uno dei fattori principali che hanno contribuito al forte miglioramento - in atto dalla metà del 2005 - del clima di fiducia delle imprese, che ha toccato a giugno il punto più elevato dell'attuale fase ciclica. L'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro nella prima metà del 2006 (da 1,19 dollari per euro a febbraio a 1,28 dollari a maggio) non ha frenato questa risalita della fiducia. A giugno, peraltro, il tasso di cambio si è di nuovo moderato, stabilizzandosi intorno quota 1,25-1,26. Per il momento le imprese sembrano essere ancora fiduciose (Fig. 2), soprattutto per la domanda estera ancora in espansione. Infatti, nonostante il calo congiunturale registrato a marzo (-2,4%), gli ordini alle imprese si mantengono su livelli molto elevati (+12,1% rispetto all'anno precedente) e continuano a sostenere l'attività del settore manifatturiero. La produzione industriale è calata

³ Per la Commissione europea e l'OCSE l'indebitamento risulterebbe pari al 4,1% del PIL, per il Fondo Monetario Internazionale al 4,0%, per il CER al 4,4%, per l'ISAE potrebbe attestarsi tra il 4,2-4,4% del PIL.

dello 0,6% ad aprile, ma resta in crescita rispetto ad un anno prima (al confortante ritmo dell'1,9%) e ci si attende che torni a mostrare un profilo congiunturale sostenuto nei prossimi mesi.

Pur restando fermo a giugno, anche il **clima di fiducia dei consumatori** risulta in tendenziale miglioramento a partire dalla seconda metà del 2005, sebbene in misura minore rispetto a quello delle imprese.

A maggio **l'inflazione nell'area dell'euro** è salita ancora di un decimo di punto, al 2,5%. A sostenere l'inflazione, come negli ultimi mesi, è stata soprattutto la componente energetica,

spinta dalle quotazioni del greggio. La *core inflation* - che era di recente lievemente risalita a seguito di rinnovate tensioni in alcuni comparti dei servizi e dei beni industriali non energetici - è, invece, leggermente scesa di un decimo di punto all'1,5% (Fig. 3). La dinamica generale dei prezzi, ad ogni modo, si è mantenuta (per il dodicesimo mese consecutivo) sopra l'obiettivo della BCE.

L'istituto di Francoforte ha di conseguenza proseguito a giugno il suo processo di normalizzazione della politica monetaria, operando un rialzo del **tasso ufficiale di interesse** di un quarto di punto che lo ha portato al 2,75%. Per la seconda metà dell'anno, il mercato e la maggior parte degli analisti prevedono nuovi ritocchi del tasso ufficiale, lungo il percorso intrapreso da fine 2005 di rialzi di un quarto di punto a trimestre. L'Euribor è già salito al 3,06% a fine giugno.

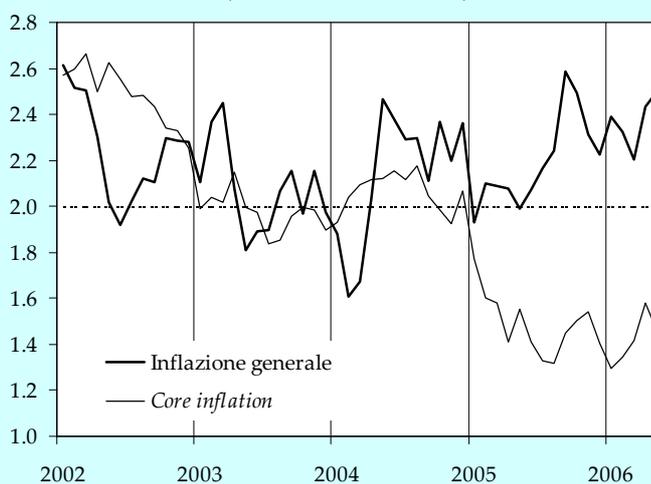
Secondo la BCE, infatti, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine restano elevati. La combinazione delle elevate quotazioni di petrolio e altre materie prime con una ripresa economica ormai consolidata nell'area, in un contesto di liquidità sempre più abbondante (+8,8% la crescita della moneta M3 ad aprile), potrebbe determinare un maggiore trasferimento dei rincari alla fase del consumo rispetto a quanto osservato finora. I prezzi alla produzione per

Fig. 2 - Area euro: clima di fiducia delle imprese e produzione industriale



Fonte: Thomson Financial.

Fig. 3 - Area euro: inflazione e core inflation (variazioni % tendenziali)



Fonte: EUROSTAT.

i beni di consumo hanno già lievemente accelerato (1,5% tendenziale ad aprile), pur rimanendo ampiamente più moderati della corrispondente componente energetica (+17,6%). Ma soprattutto, effetti petroliferi di *second round* potrebbero determinarsi nella dinamica salariale, al momento ancora stabile. L'euro, ancora forte rispetto al dollaro, dovrebbe comunque, contribuire a contenere le pressioni delle materie prime sui prezzi interni all'area.

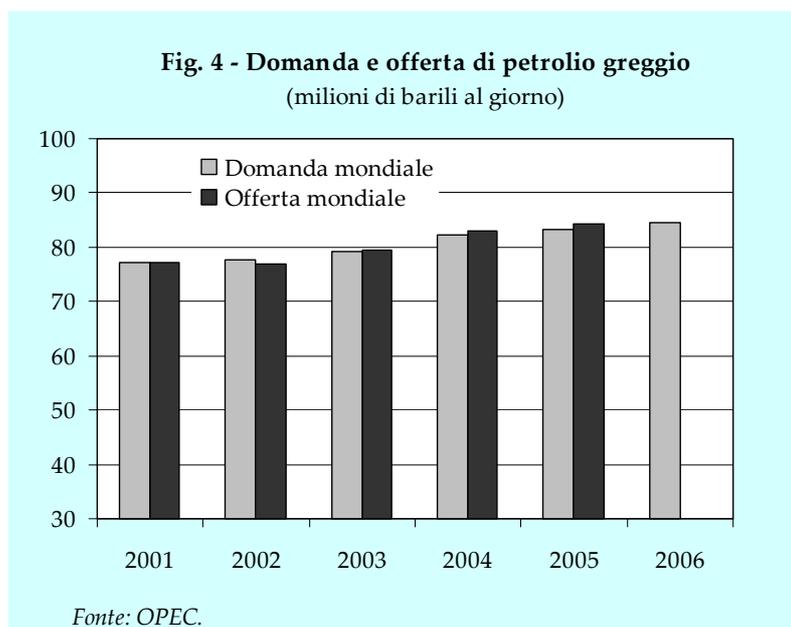
La convinzione da parte dei mercati che la fase dei rialzi dei tassi di interesse USA fosse ormai giunta al termine e che la Banca Centrale Europea avrebbe invece proseguito la sua politica di normalizzazione dei tassi di interesse aveva determinato un rapido rafforzamento del **cambio dell'euro**, che sembrava aver intrapreso quel trend al rialzo che molti avevano da tempo previsto. In tale contesto, infatti, il differenziale di interesse a favore del dollaro si sarebbe progressivamente ridotto rendendo gli investimenti in dollari meno attraenti. Tuttavia, la Federal Reserve⁴ ha proseguito la sua politica di rialzi dello 0,25% al mese. Con l'intervento di fine giugno - il diciassettesimo consecutivo - ha portato il tasso di interesse al 5,25%. Quest'ultima decisione è stata presa in base al fatto che la crescita dell'economia sta rallentando verso un ritmo più sostenibile in seguito al raffreddamento del mercato immobiliare, agli alti prezzi dell'energia e all'effetto stesso dei rialzi dei tassi d'interesse; oltre che per tenere sotto controllo le aspettative di inflazione. Per il breve periodo ci si attende pertanto un modesto apprezzamento del dollaro; ma per il medio-lungo periodo dovrebbero contare di più la necessità di correggere il deficit di parte corrente USA e la prevista decelerazione dell'economia americana, portando a un nuovo rafforzamento dell'euro.

Complessivamente, l'economia dell'area dovrebbe continuare a crescere a ritmi soddisfacenti anche nei prossimi due trimestri. La probabile decelerazione dell'economia americana (verso cui va circa il 15% delle esportazioni dell'area) avrebbe soltanto effetti marginali sulla crescita europea. I paesi emergenti dell'Asia, i paesi dell'Est Europeo e la Russia, i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, verso cui sono dirette gran parte delle esportazioni europee al di fuori dell'area, dovrebbero invece continuare ad espandersi a ritmi molto sostenuti. Se la domanda mondiale rappresenta al momento un rischio tutto sommato modesto, per l'ultima parte dell'anno e per il 2007, tuttavia, gli elevati costi degli approvvigionamenti energetici ed un eccessivo apprezzamento dell'euro potrebbero ridurre drasticamente i margini delle imprese, con conseguenze negative per l'occupazione e gli investimenti.

Il **prezzo del Brent** sta oscillando dalla metà di maggio intorno ai 70 dollari per barile. Le quotazioni restano elevate e molto volatili a causa soprattutto delle preoccupazioni circa l'adeguatezza della capacità mondiale di raffinazione e dei diffusi dubbi riguardo alla capacità dell'offerta di tenere il passo della prevista crescita della domanda. Le attività speculative sui mercati *future* del greggio e le tensioni geopolitiche contribuiscono ad ampliare la volatilità dei prezzi; nelle ultime settimane un particolare impatto sulle quotazioni del greggio stanno avendo le notizie relative all'Iran, secondo estrattore di greggio nell'OPEC con una produzione pari al doppio di quella irachena.

⁴ Il 5 giugno scorso il Presidente della FED Bernanke aveva nuovamente sottolineato che la stabilità dei prezzi è l'obiettivo principale della banca centrale, ribadendo che le preoccupazioni per i rischi di un'inflazione al rialzo sono maggiori di quelle relative a un rallentamento eccessivo della crescita. La Fed deve "continuare a contrastare in ogni modo l'eventualità che aumenti dei prezzi di energia e altre materie prime si trasmettano permanentemente sulla *core inflation*".

L'andamento dei fondamentali del mercato del greggio negli ultimi anni, invece, terrebbe le quotazioni su livelli molto più contenuti e stabili di quelli correnti. Nel mercato fisico del greggio, infatti, l'offerta ha decisamente superato il livello della domanda mondiale in tutto il biennio 2004-2005 (Fig. 4). Nel primo trimestre 2006 si è registrato un perfetto equilibrio (a 29,7 milioni di barili al



giorno) e già ad aprile si è avuto un nuovo surplus d'offerta (di circa 1,5 mbg) per l'atteso calo stagionale della domanda. Di conseguenza, le scorte dei paesi OCSE sono ormai su livelli più che sufficienti. Visto il sussistere di tali condizioni favorevoli, a inizio giugno l'OPEC ha deciso di tenere invariate le sue quote produttive (28 mbg). Quanto alle prospettive di medio termine, dovrebbe alla lunga rassicurare i mercati anche il fatto che gli investimenti realizzati di recente nei paesi OPEC hanno portato la capacità produttiva del cartello a ben 32,5 mbg, con un grado di capacità inutilizzata pari al momento all'8,6% (un livello storicamente del tutto confortante).

Ad ogni modo, stante la prevalenza al momento di fattori extra-economici, è da ritenersi probabile che le quotazioni del Brent non mostrino più di una parziale moderazione nella seconda metà dell'anno, restando sopra i 60 dollari al barile.

Negli **Stati Uniti** la crescita congiunturale del PIL del primo trimestre 2006 è stata rivista al rialzo all'1,4%. L'accelerazione della crescita rispetto alla fine del 2005 è stata determinata principalmente dai consumi di beni durevoli (+4,7%) che hanno quasi del tutto recuperato il crollo fatto registrare nell'ultimo trimestre del 2005 (-4,4%). Ma anche dal buon andamento degli investimenti (+2,4%) specialmente in macchinari e software (3,5%) e dalle spese del governo federale (+2,5%). Nonostante il notevole recupero delle esportazioni (+3,5%), il contributo del settore estero alla crescita del PIL è risultato di nuovo, seppur leggermente, negativo (-0,2%) a causa del contemporaneo aumento delle importazioni (+2,6%).

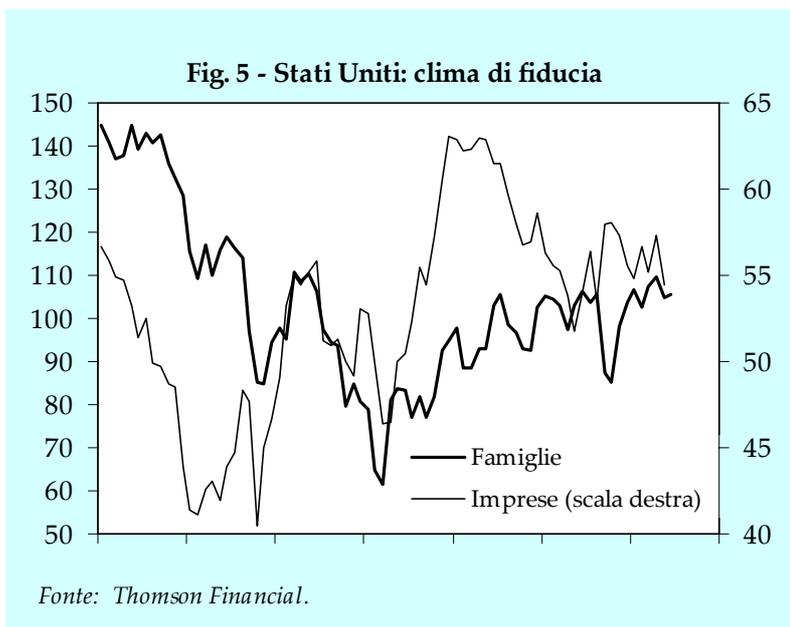
I segnali di crescita sono rimasti positivi nel secondo trimestre: dopo essere aumentata del 5,4% nei primi tre mesi dell'anno, la produzione industriale è cresciuta ulteriormente ad aprile (+0,8%). Sebbene in flessione a maggio (-1,8% rispetto ad aprile), gli ordini alle imprese sono su livelli elevati e dovrebbero assicurare un buon andamento della produzione anche nei prossimi mesi.

Dal lato della domanda, i consumi dovrebbero giovare degli incrementi di aprile e maggio nelle retribuzioni orarie e nelle ore effettivamente lavorate. Insieme all'aumento del numero degli occupati (+75,000 unità a maggio), questi fattori dovrebbero almeno parzialmente compensare l'effetto negativo sul consumo del rallentamento del mercato immobiliare. A conferma di ciò, il clima di fiducia dei consumatori è risalito nuovamente a giugno.

Il buon andamento delle esportazioni e dei profitti - aumentati del 23,8% nel primo trimestre rispetto allo stesso trimestre del 2005 - ed un grado di utilizzo degli impianti

molto elevato (81,9%) dovrebbero inoltre favorire un'ulteriore espansione degli investimenti nei prossimi trimestri. Qualche segnale di raffreddamento sembra però incominciare ad affiorare. L'indice ISM che misura il clima di fiducia delle imprese manifatturiere, pur rimanendo abbondantemente oltre il 50% - la soglia che indica il passaggio da una fase recessiva ed una espansiva - è sceso a maggio a quota 54,4% (dal 57,3% di aprile; Fig. 5).

Ad aprile il deficit di bilancia commerciale USA è risultato di 1,6 miliardi di dollari più alto rispetto a quello di marzo. Ma soprattutto, nei primi quattro mesi del 2006 il deficit è risultato di oltre 29 miliardi di dollari più elevato di quello registrato nello stesso periodo del 2005. Inoltre, nonostante il buon andamento delle esportazioni, un ulteriore peggioramento del saldo commerciale americano sembra inevitabile nel corso dell'anno a causa degli esborsi per gli approvvigionamenti petroliferi.



Glossario

Variazione congiunturale: variazione percentuale rispetto al periodo precedente.

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

Effetti petroliferi di second round: impatti differiti nel tempo sull'inflazione al consumo di un iniziale rialzo del prezzo del petrolio. Si determinano principalmente attraverso progressivi aumenti del costo del lavoro, dei prezzi alla produzione e dei prezzi al consumo dovuti ai tentativi dei diversi agenti economici di recuperare i maggiori costi petroliferi.

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.

Crescita acquisita: crescita annuale che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

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..

Valori concatenati: rappresentano la nuova misura delle variazioni di volume e di prezzo degli aggregati di Contabilità Nazionale, ottenuta con l'utilizzo degli indici a catena in sostituzione dei tradizionali indici a base fissa (finora l'anno base era il 1995).

Indici a catena: utilizzano come base per il calcolo delle variazioni di volume e di prezzo i valori dell'anno precedente, assicurando così l'aggiornamento annuale delle ponderazioni sottostanti le misure in volume. Questa nuova metodologia è stata adottata dall'Istat in accordo con gli standard definiti dai regolamenti comunitari a partire da marzo 2006.

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).

Indagine Congiunturale Rapida del CSC: fornisce una previsione della variazione della produzione industriale del mese in corso con due mesi di anticipo rispetto alla diffusione del dato ISTAT. L'indagine viene effettuata mensilmente su un panel di 380 imprese medio-grandi, in termini di fatturato, rappresentative dell'industria in senso stretto.

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.

APPROFONDIMENTI**Debito pubblico, titoli di Stato e ricchezza finanziaria delle famiglie italiane ¹****1. Debito pubblico e Titoli di Stato in Italia**

I conti pubblici dell'Italia destano da tempo preoccupazione: nel 2005 l'indebitamento è salito al 4,1% del PIL e potrebbe peggiorare nell'anno in corso.

Ma sotto i riflettori è soprattutto il debito pubblico italiano, che è quello che più conta per la sostenibilità di medio-lungo termine delle finanze pubbliche. Nel 2005 si è attestato al 106,4% in rapporto al PIL, aumentando per la prima volta dal 1994.

A partire dal 1995 si era avuta, infatti, una graduale riduzione del debito, rispetto al picco del 121,5% del PIL raggiunto nel 1994. Ciò in gran parte grazie al risanamento dei conti pubblici avviato negli anni 1992-93 in vista della necessità di soddisfare i criteri fissati dal Trattato di Maastricht per l'ingresso nell'Unione Monetaria Europea (UME)². In dieci anni il rapporto tra debito pubblico e Pil era diminuito di ben 17,6 punti percentuali, scendendo a un minimo del 103,9% nel 2004. Nel 2006, invece, si teme un ulteriore rialzo, dopo quello del 2005 che ha interrotto il sentiero virtuoso del debito.

Attraverso la spesa per il servizio del debito, tale probabile rialzo si ripercuoterà sul successivo andamento dell'indebitamento. Nel nostro Paese, che ha il rapporto debito/Pil tra i più alti nell'UME, l'entità degli sforzi via via necessari per rispettare il vincolo sull'indebitamento posto dal Patto di Stabilità e Crescita dipende molto dall'andamento della spesa per interessi passivi della Pubblica Amministrazione (PA). Tale voce di spesa, a sua volta, è determinata da due fattori: i tassi di rendimento e, appunto, lo stock del debito.

La determinazione del tasso di interesse di riferimento per l'economia, cui sono legati i rendimenti delle diverse passività che compongono il debito pubblico e quindi il rendimento medio pagato dalla PA, non è più una variabile di scelta dei *policy makers* italiani. Dall'entrata nell'UME, con la creazione della Banca Centrale Europea (BCE), il Governo italiano, come quelli degli altri paesi membri, può agire sulla spesa per il servizio del debito solo modificando la composizione del debito stesso. Esiste in questo un classico *trade-off* economico: una minore vita media del debito e un maggiore peso di passività a tasso variabile comportano interessi passivi minori per la PA, ma maggiore sensibilità alle decisioni della BCE sui tassi di interesse nell'area dell'euro.

La parte preponderante del debito pubblico italiano è costituita dallo stock di titoli di Stato emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). Negli ultimi anni, tuttavia, il loro peso sul totale è risultato in lenta diminuzione. Dall'86% del 1999 si è scesi all'80,4% del debito pubblico nel 2005. A marzo 2006 tale quota si è ridotta all'80%. Secondo i dati del Dipartimento del Tesoro, infatti, lo stock (nominale) di titoli di Stato è aumentato costantemente dal 1982 al

¹ A cura di *Ciro Rapacciuolo*.

² Va peraltro notato che i legami tra andamento dell'indebitamento e formazione del debito si sono andati indebolendo nel corso degli anni, rendendo meno forte il legame tra le scelte di politiche di bilancio per il breve e il lungo periodo. Anche in seguito all'entrata nell'UME si sono infatti preferite misure volte o al contenimento dell'indebitamento nel breve periodo o alla riduzione diretta del debito.

2006, con la sola eccezione del 2002 (anno in cui si è registrata una riduzione dello 0,2%). Ma, almeno a partire dal 2000, questo stock sta crescendo molto più lentamente, a tassi vicini all'inflazione³.

La struttura del debito italiano per vita residua e tipo di rendimento è, comunque, ancora determinata in maggior parte dalla composizione dello stock di titoli di Stato. Negli ultimi venti anni questa composizione si è modificata significativamente. È aumentato il peso dei Btp (Buoni del Tesoro pluriennali, titoli a medio-lungo termine) ed è diminuito quello di Bot (Buoni ordinari del Tesoro, a breve termine) e Cct (Certificati di credito del Tesoro, a medio termine). A febbraio 2006, i Btp rappresentano il 62% dello stock, rispetto all'8% dei primi anni '80. I Bot, viceversa, sono scesi al 10,2% e i Cct al 16,3%. Ciò ha determinato un aumento della vita media del debito, arrivata nel 2006 a 6,6 anni, quintuplicandosi rispetto agli 1,13 anni del 1982 (Fig. 1). A ciò ha contribuito anche lo spostamento, tra i titoli a breve termine, verso Bot a 6-12 mesi rispetto ai Bot a 3 mesi. Si è registrata inoltre una riduzione del peso dei titoli a tasso variabile e un corrispondente aumento del peso dei titoli a tasso fisso: nel 1993 i primi contavano per il 62% del totale, contro il 34% nel 2005.

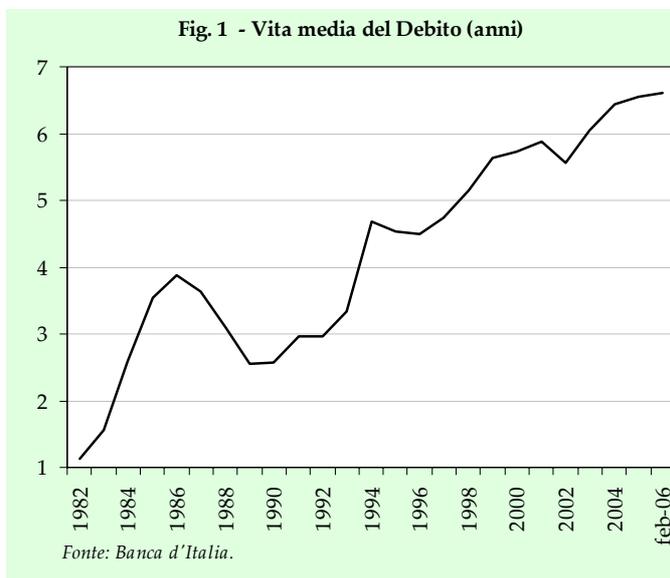
Da entrambi questi punti di vista, la sensibilità degli interessi passivi della PA italiana alle variazioni dei tassi di interesse dell'area dell'euro è quindi decisamente diminuita rispetto a quella riscontrabile negli anni '90.

Il costo di tale manovra è nel fatto che il rendimento su Bot e Cct è molto inferiore a quello sui Btp. Con un maggior peso di Bot e Cct - come in passato - il rendimento totale dei titoli sarebbe oggi più basso. Di conseguenza, minori sarebbero gli interessi passivi pagati dalla PA.

Il rendimento sui Bot, infatti, è normalmente inferiore alla media generale (con l'eccezione del 1992-1993⁴), mentre quello sui Btp si situa al di sopra. Nel 2005 tra i rendimenti di questi due tipi di titoli c'è stato, in media, uno scarto di un punto percentuale.

A tale riguardo, occorre ricordare che il rendimento dei vari titoli di Stato è determinato in modi diversi. Sui Bot non c'è un tasso di interesse esplicito, bensì un rendimento dato dallo scarto di emissione⁵. Per i Btp e i Cct c'è invece un esplicito tasso di interesse e, eventualmente, anche uno scarto d'emissione.

Per il MEF è agevole mettere in campo una strategia di cambiamento della composizione dello stock: da un lato, accrescendo l'emissione netta di specifici titoli e lasciando che venga assorbita dalla domanda di mercato; dall'altro, portando su valori negativi l'emissione netta di altri titoli,



³ Se si calcolasse un andamento in termini reali dello stock di titoli, questo risulterebbe pressoché stabile negli ultimi anni.

⁴ Nel 1992-93 i titoli a breve avevano un rendimento maggiore di quelli a lungo termine poiché su questi ultimi pesava il rischio di *default* sul debito italiano.

⁵ Il titolo viene acquistato sotto la pari e rimborsato a 100 alla scadenza.

senza che la domanda possa in alcun modo influire. Dalle aste dei principali titoli di Stato (Btp, Bot, Cct) si deduce, infatti, che nel mercato di queste attività finanziarie è l'offerta, sempre molto inferiore alla domanda, a determinare le quantità scambiate.

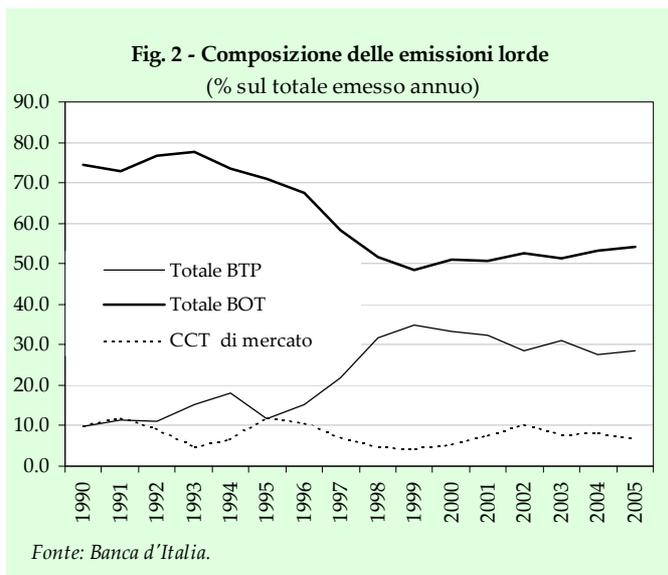
I cambiamenti nella composizione dello stock di titoli sono stati realizzati nel nostro paese contestualmente alla riduzione di tassi di interesse e rendimenti dei titoli registrata dall'inizio degli anni '90. Riduzione che si è determinata sostanzialmente alla stessa velocità per i diversi titoli. Il rendimento sui Bot è sceso dal 12,4 del 1990 al 2,1% del 2005 e quello sui Btp dal 13,8 al 3,1%. Il rendimento medio sui titoli è sceso al minimo del 2,5% nel 2005.

Tuttavia, dalla fine del 2005 i rendimenti sono tornati a crescere, di pari passo con la risalita del tasso di mercato a 3 mesi dell'area euro (Euribor) e del tasso ufficiale della BCE. In termini annui, nel 2005, solo quelli su Bot a 6 mesi e Cct sono aumentati, di un decimo di punto; i rendimenti sugli altri titoli sono calati ancora. Ma data la risalita dei tassi in atto e il ricambio a scadenza dei titoli, il rendimento medio è destinato, da questo lato, a salire. Continuerà, tuttavia, ad esserci una spinta al ribasso grazie al ricambio di titoli a lunga scadenza portatori di rendimenti molto più alti di quelli correnti. L'effetto netto sugli interessi passivi della PA dipenderà dai rispettivi ammontari in scadenza.

L'emissione lorda totale nel 2005 è stata pari al 33,1% dello stock di titoli. In altri termini, circa un terzo del totale dei titoli è stato ricambiato. Ma ogni anno, date le significative differenze nella vita media dei diversi titoli di Stato, il rinnovo riguarda in gran parte i Bot che hanno scadenza infrannuale⁶. Sebbene nello stock totale continuo oggi molto meno, i Bot superano quindi nettamente i Btp per emissione lorda: nel 2005 ne hanno rappresentato il 54,3%, in lenta crescita dal minimo del 1999 (48,5%), contro il 28,5% dei Btp⁷ (Fig. 2).

Negli ultimi anni le emissioni lorde dei principali titoli stanno tendendo a coprire appena i valori in scadenza, in una stabilizzazione della composizione interrotta forse nel 2006 dalla risalita dell'emissione netta proprio dei Bot. Guardando infatti alle emissioni nette dei diversi titoli di Stato, si notano due distinte fasi:

- i grandi cambiamenti di composizione nella seconda metà degli anni '90, con valori positivi molto elevati per i Btp e pesantemente negativi per i Bot (il cui stock in circolazione si è significativamente ridotto tra il 1996 e il 2000);

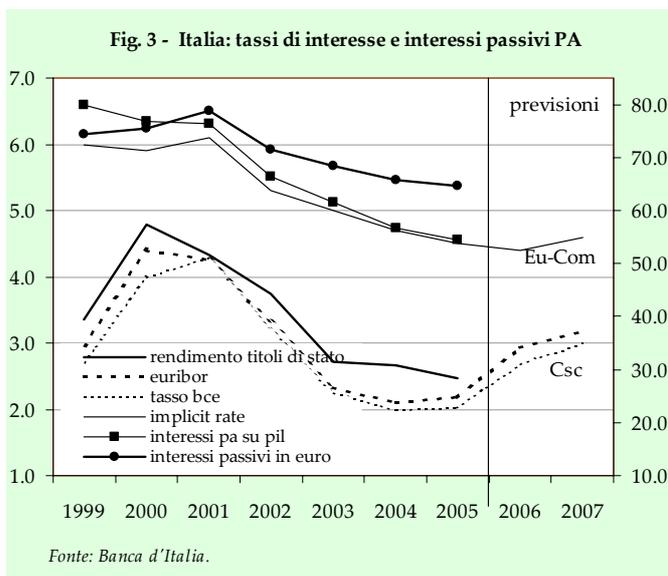


⁶ Ciò significa anche che è errato dedurre che lo stock di titoli risulti ricambiato integralmente in 3 anni.

⁷ Più nel dettaglio, l'emissione lorda di titoli nel 2005 è stata complessivamente pari a 392 miliardi di euro, composti da 213 miliardi di euro di Bot, 112 di Btp, 26 di Cct, 23 di Ctz, 18 di Btpci.

- una fase di assestamento negli ultimi anni, in cui le emissioni nette dei principali titoli sono state portate tutte, gradualmente, in convergenza verso lo zero. Nel 2006, tuttavia, si sta avendo una risalita dell'emissione netta di Bot.

Il complesso di questi andamenti induce a ritenere che nel corso del 2006 e, più ancora, del prossimo anno gli interessi passivi della PA potrebbero non contribuire più, come nel passato decennio, al contenimento dell'indebitamento pubblico in rapporto al PIL. L'analisi dei dati degli ultimi anni evidenzia, infatti, la tendenza degli interessi passivi sul PIL a seguire, con un ritardo di un anno, gli andamenti dell'Euribor (Fig. 3).



2. Le attività finanziarie delle famiglie italiane

Per una migliore comprensione del mercato di titoli di Stato e, in generale, delle attività che costituiscono il debito pubblico, è utile considerare anche il lato della domanda.

Ciò conduce ad analizzare, in primo luogo, la diffusione delle attività finanziarie e, in particolare, dei titoli di Stato presso le famiglie italiane, tradizionali detentori di questo tipo di attività, sebbene oggi non i principali.

Secondo i dati raccolti dall'indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia, a fine 2004 il 7,4% delle famiglie possedeva titoli di Stato. Rispetto al 2002 (9,4%) si evidenzia un significativo calo, di ben 2 punti percentuali. L'ammontare impiegato dalle famiglie in titoli di Stato è, invece, lievemente cresciuto dal 2002 al 2004 (dell'1,4%, ovvero molto meno dell'inflazione, pari a circa il 5%). I titoli di Stato si sono quindi concentrati nelle mani di un numero più ridotto di famiglie.

Quanto alla composizione del portafoglio, si osserva che il 64,1% delle famiglie detiene solo un conto di deposito, il 4,5% possiede anche titoli di Stato e il 2,8% sia titoli di Stato sia altri titoli.

La crescente propensione delle famiglie a detenere strumenti rischiosi, rilevata a partire dal 1991, si riduce nel 2004 con un calo di 3,5 punti percentuali. Quasi il 50% delle famiglie è molto avversa al rischio, cioè dichiara di preferire bassi guadagni senza alcun rischio di perdita del capitale investito. Al contrario, meno del 16% si ritiene poco avverso al rischio.

Negli ultimi anni in Italia, come in altri paesi, la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie è notevolmente cambiata, per effetto di una gestione più attiva, diversificata ed efficiente del portafoglio. Tra il 1995 e il 2004, in particolare, il peso dei depositi bancari e postali è sceso da oltre il 40% a poco più del 25%. Ma soprattutto, quello dei titoli pubblici si è ridotto dal 23% al 7%. L'importanza dei titoli di Stato nel complesso delle attività finanziarie delle famiglie è dunque notevolmente diminuita dalla metà degli anni '90.

Quanto allo stock di attività finanziarie delle famiglie italiane, secondo i “conti finanziari” ricostruiti dalla Banca d'Italia, nel 2005 esso era pari a 3.269 miliardi di euro. Nello stesso anno lo stock di passività finanziarie è risultato pari a 546 miliardi di euro. Le attività nette ammontavano, quindi, a 2.723 miliardi di euro. Rispetto al 1998, l'anno precedente l'avvio dell'Unione monetaria, l'ammontare complessivo di attività finanziarie delle famiglie italiane è passato da 2.342 a 3.269 miliardi di euro, aumentando del 40%. Le attività nette sono corrispondentemente cresciute del 27%.

Riguardo in particolare alle risorse finanziarie impiegate dalle famiglie in titoli di Stato, il loro stock ammontava a 179 miliardi di euro nel 2005, pari al 5,48% delle attività finanziarie delle famiglie. Di questa quota, 0,06 punti percentuali erano rappresentati da titoli a breve (Bot) e i restanti 5,42 punti da titoli a medio-lungo termine (Cct e Btp). Il dato più evidente è che, rispetto ai 243 miliardi di euro del 1998, si è avuta una riduzione del 26% dello stock di titoli in possesso delle famiglie.

Nel 1998 i titoli di Stato rappresentavano il 10,4% delle attività finanziarie delle famiglie, questo valore è sceso progressivamente, di quasi 5 punti percentuali, fino al 2005. Di conseguenza, la riduzione delle risorse investite dalle famiglie nei titoli di Stato sta progressivamente riducendo il loro ruolo tra i detentori di tale tipo di attività finanziarie. Nel corso di sette anni la quota di titoli di Stato detenuta dalle famiglie si è ridotta di oltre 8 punti percentuali, scendendo dal 22,4% nel 1998 al 13,7% nel 2005. I vari operatori finanziari italiani (banche, assicurazioni, altri intermediari finanziari) detengono nel complesso il 31,9% dello stock dei titoli di Stato. Le imprese solo lo 0,6%. Nel 2005 la gran parte dei titoli di Stato italiani (ben il 53,3%) è ormai in possesso di agenti economici esteri.

3. Ricchezza finanziaria, ricchezza totale e indebitamento nel confronto internazionale

Secondo i dati raccolti dall'indagine Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, aggiornati al 2004, le attività finanziarie sono una parte minoritaria della ricchezza complessiva delle famiglie. La parte preponderante è costituita dalle attività reali.

Il valore mediano della ricchezza reale, infatti, è risultato pari a 121.000 euro, mentre quello delle attività finanziarie è molto più basso, pari a 7.000 euro. La ricchezza totale delle famiglie presenta un valore mediano di 125.100 euro. Rispetto al valore rilevato nel 2002 si è avuto un notevole incremento, del 22,2% in termini nominali, della ricchezza totale. Le passività finanziarie pesano nel 2004 solo sul 24,6% delle famiglie e sono pari al 4,4% della ricchezza netta. L'indebitamento delle famiglie italiane risulta in aumento (nel 2002 i corrispondenti valori erano il 22,1% e il 3,6%), ma resta basso rispetto a quello della maggior parte degli altri paesi sviluppati.

Un confronto internazionale può mettere in maggiore evidenza le caratteristiche proprie della composizione della ricchezza in Italia.

Limitando l'analisi ai paesi del G7, secondo i dati Ocse risulta anzitutto che tra il 1993 e il 2004 l'Italia ha mostrato - dopo il Regno Unito - la maggiore crescita della ricchezza netta in rapporto al reddito disponibile nominale (+21,6%). Nel Regno Unito, però, l'aumento della ricchezza è dovuto unicamente agli asset non finanziari (immobili), dato che la ricchezza finanziaria si è ridotta. In Italia, invece, sono cresciute entrambe le componenti: +18,2% la ricchezza reale e +30,1% la ricchezza finanziaria netta, sempre in rapporto al reddito disponibile. Il caso opposto si ha nel confronto con Germania e Giappone: la ricchezza netta è aumentata in Italia più che in questi due paesi unicamente per l'aumento nel nostro paese della componente non finanziaria, che in essi si è invece contratta. Gli asset finanziari sono cresciuti un po' più in Germania e

Giappone che in Italia. Le azioni, in particolare, hanno mostrato una crescita del 62% in Germania e del 56% in Italia.

La Francia presenta invece dei contributi all'aumento della ricchezza totale in linea con quelli italiani.

In Italia si è avuta la maggiore crescita nei debiti (+70%): in particolare, quelli costituiti da mutui ipotecari si sono più che raddoppiati (+144%). Il nostro paese partiva comunque da livelli di indebitamento particolarmente bassi - di gran lunga i minori nel G7 - per cui questi notevoli incrementi in termini percentuali non hanno fermato la crescita della ricchezza netta. All'estremo opposto il Giappone, dove lo stock dei debiti, il maggiore nel G7, è rimasto invariato e i mutui ipotecari hanno mostrato una contrazione dell'88%.

Quanto alla composizione della ricchezza, l'incidenza della ricchezza finanziaria netta sul totale risulta accresciuta, tra il 1993 e il 2004, soprattutto in Giappone (di 15,7 punti percentuali) ma anche in Germania (+6,8 punti) e in Italia (dove è aumentata di 2 punti percentuali). L'Italia è comunque tra i paesi in cui la composizione percentuale della ricchezza è variata meno. Il peso sul totale della ricchezza finanziaria netta si è ridotto invece nei paesi anglosassoni: in particolar modo nel Regno Unito (dove si è avuto un calo di 13,7 punti percentuali) e, in minor misura, negli Stati Uniti e in Canada. Tali cambiamenti di composizione hanno condotto la struttura della ricchezza totale del Regno Unito ad essere praticamente in linea con quella della Germania e molto più vicina anche a quella dell'Italia. Nel nostro paese la ricchezza finanziaria netta rappresenta al 2004, secondo i dati Ocse, il 31% del totale della ricchezza. Ma per i significativi cambiamenti intervenuti negli altri paesi, l'Italia è divenuta tra i membri del G7 l'economia con la minore incidenza della ricchezza finanziaria sul totale. Nel 1993 il valore più basso si aveva invece in Germania. Gli Stati Uniti restano l'economia con la maggiore incidenza della ricchezza finanziaria netta sul totale (53,4%), seguiti ora dal Giappone (48,3%).

Tab.1 - Ricchezza e indebitamento delle famiglie
(in % del reddito disponibile nominale)

			1993-2004					var.
			(var. %)	1993	2004	%_1993	%_2004	93-04
Italia	W = a+b	Ricchezza netta	21,6	782,4	951,6	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	30,1	226,6	294,7	29,0	31,0	2,0
	b	Attività non-finanziarie	18,2	555,8	656,9	71,0	69,0	-2,0
	c	Attività finanziarie	33,7	261,0	348,9			
		<i>di cui: Azioni</i>	55,9	54,4	84,7			
	d	Passività	70,3	31,8	54,2			
		<i>di cui: Mutui</i>	144,2	14,9	36,4			
Canada	W = a+b	Ricchezza netta	13,9	459,1	523,1	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	8,0	203,8	220,2	44,4	42,1	-2,3
	b	Attività non-finanziarie	18,7	255,3	302,9	55,6	57,9	2,3
	c	Attività finanziarie	13,3	303,4	343,6			
		<i>di cui: Azioni</i>	49,9	56,0	83,9			
	d	Passività	23,9	99,5	123,4			
		<i>di cui: Mutui</i>	12,5	66,5	74,8			
Francia (93-03)	W = a+b	Ricchezza netta	20,5	485,7	585,0	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	31,2	177,8	233,3	36,6	39,9	0,7
	b	Attività non-finanziarie	19,0	307,9	366,6	63,4	62,7	-0,7
	c	Attività finanziarie	21,2	255,5	309,6			
		<i>di cui: Azioni</i>	-10,0	118,8	106,9			
	d	Passività	-1,8	77,7	76,3			
		<i>di cui: Mutui</i>	12,9	51,5	58,1			
Germania	W = a+b	Ricchezza netta	7,0	481,3	515,2	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	33,0	134,0	178,1	27,8	34,6	6,8
	b	Attività non-finanziarie	-3,0	347,4	337,0	72,2	65,4	-6,8
	c	Attività finanziarie	28,8	224,9	289,7			
		<i>di cui: Azioni</i>	61,9	38,2	61,8			
	d	Passività	22,6	91,0	111,5			
		<i>di cui: Mutui</i>	36,1	53,8	73,3			
Giappone	W = a+b	Ricchezza netta	-3,5	770,6	743,8	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	37,1	261,8	358,9	34,0	48,3	15,7
	b	Attività non-finanziarie	-26,4	508,8	374,7	66,0	50,4	-15,7
	c	Attività finanziarie	24,7	393,0	490,0			
		<i>di cui: Azioni</i>	5,7	36,9	39,0			
	d	Passività	-0,1	131,2	131,1			
		<i>di cui: Mutui</i>	-88,7	53,8	6,1			
Regno Unito	W = a+b	Ricchezza netta	27,2	583,0	741,3	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	-9,2	278,7	253,0	47,8	34,1	-13,7
	b	Attività non-finanziarie	60,5	304,3	488,3	52,2	65,9	13,7
	c	Attività finanziarie	5,2	385,2	405,3			
		<i>di cui: Azioni</i>	-13,1	73,6	64,0			
	d	Passività	43,0	106,5	152,3			
		<i>di cui: Mutui</i>	42,5	78,3	111,5			
Stati Uniti	W = a+b	Ricchezza netta	13,7	490,6	557,8	100,0	100,0	
	a = c-d	Ricchezza finanziaria netta	6,0	280,8	297,8	57,2	53,4	-3,9
	b	Attività non-finanziarie	23,9	209,8	260,0	42,8	46,6	3,9
	c	Attività finanziarie	13,7	370,5	421,3			
		<i>di cui: Azioni</i>	25,9	92,3	116,2			
	d	Passività	37,8	89,6	123,5			
		<i>di cui: Mutui</i>	40,5	63,5	89,3			

In corsivo: 2003 per il Giappone, 2002 per la Francia.

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Centro Studi Confindustria

www.confindustria.it

Finito di stampare il 3 luglio 2006 con le informazioni disponibili al 30 giugno 2006.

Viale dell'Astronomia, 30 – 00144 Roma