

portazione, si sono dissipate solo nella seconda parte del 2003, permettendo alle transazioni internazionali di recuperare in dinamismo, senza, tuttavia, tornare ai ritmi conosciuti nelle fasi di ripresa precedenti. L'incremento del volume delle merci scambiate, nella media dell'anno, è stato, infatti, solo di poco superiore alla crescita del PIL (intorno al 4%), e anche nell'ultimo trimestre non ha raggiunto l'8% annuo.

Ancora una volta sono state le economie emergenti a porsi quale traino di questo rinnovato vigore. In particolare, la ripresa degli scambi è stata favorita dalla *performance* della regione asiatica che ha potuto contare sulla straordinaria evoluzione degli scambi cinesi, e dall'Europa centro-orientale. Sia le importazioni che le esportazioni della Cina sono aumentate, in termini di volume e nella media dell'anno, a un ritmo superiore al 30% con un impatto positivo sui paesi vicini: la crescita media del volume dell'interscambio dell'intera regione si è avvicinata all'8%. A fronte di questi risvolti favorevoli, tuttavia, l'accresciuta penetrazione cinese, resa possibile, tra l'altro, dall'adesione all'OMC (Organizzazione Mondiale per il Commercio), ha sollevato non poche preoccupazioni a livello internazionale, rappresentando un ulteriore elemento a sostegno di quanti auspicavano, in maniera più o meno esplicita, il ritorno a misure protezionistiche.

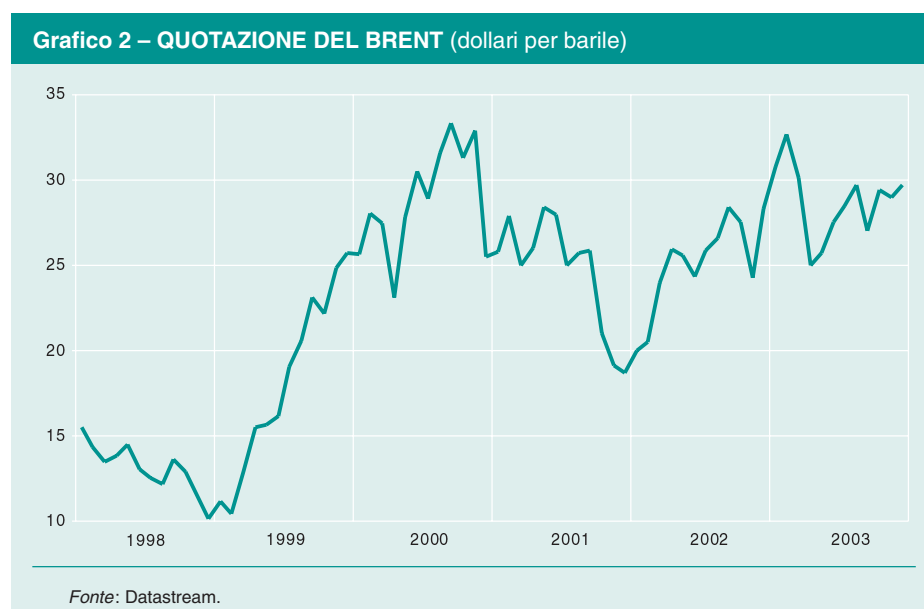
Per le economie industrializzate, il 2003 si è connotato ancora per una modesta evoluzione, solo lievemente più positiva di quella dell'anno precedente. Anche in questo caso il risultato complessivo sottintende, tuttavia, un andamento differenziato tra le principali aree, con Stati Uniti e Giappone da un lato della forbice ed Europa dall'altro. A fronte di un incremento della domanda d'importazione dei primi prossima al 5%, il ritmo di crescita delle importazioni europee ha di poco superato il 2%. Anche tale area, comunque, ha partecipato al generalizzato "risveglio" dell'ultimo trimestre, con un incremento delle importazioni, in dicembre, di circa il 4,5% rispetto a un anno prima.

I prezzi delle *commodities* sui mercati internazionali hanno risentito, allo stesso tempo, della fase congiunturale e delle oscillazioni valutarie. Soprattutto nella seconda parte dell'anno, in coincidenza con l'accentuazione della debolezza del dollaro e la crescente diffusione della ripresa, le quotazioni delle principali materie prime hanno evidenziato consistenti aumenti, anche se accompagnati da una maggiore volatilità. Un impulso non indifferente nello spingere al rialzo i prezzi è stato fornito dalla domanda della Cina che, assorbendo oltre il 20% della produzione mondiale di alcune materie prime, è assunta, nel 2003, al ruolo di primo consumatore mondiale di ferro, carbone, acciaio, rame e cotone. Questo inatteso brusco aumento della richiesta ha, in effetti, sorpreso i produttori posto che negli ultimi anni, in presenza di prezzi calanti, si erano fortemente impegnati a regolare l'offerta.

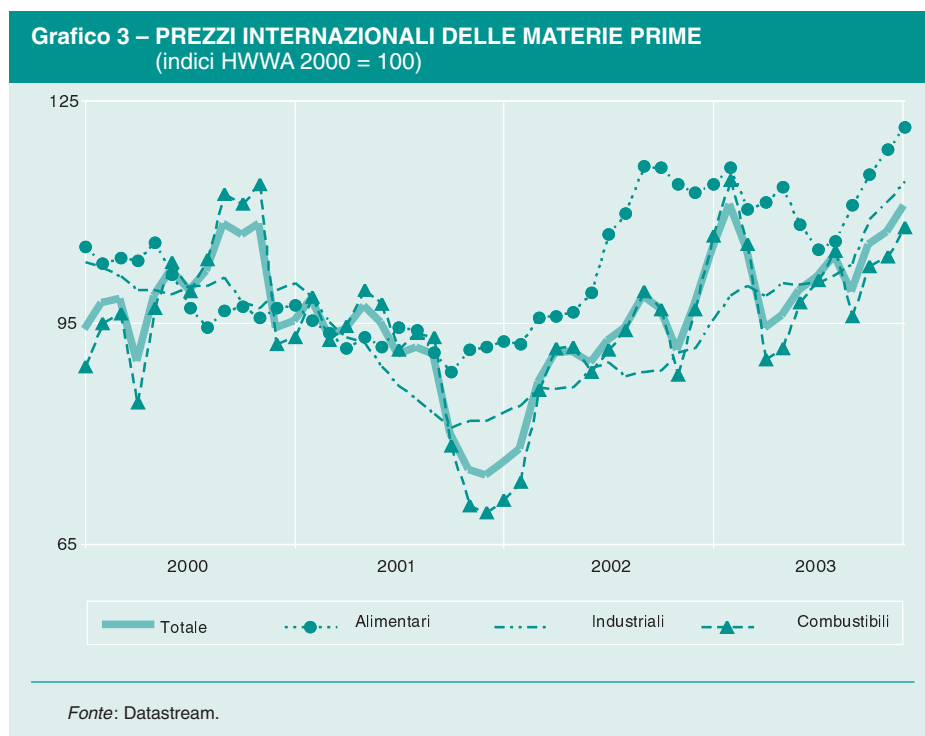
Emblematica, in proposito, è stata la *performance* del mercato petrolifero sul quale la politica di controllo della produzione da parte dell'OPEC opera

I prezzi delle  
materie prime

dal marzo 2000 con l'ottica di mantenere stabile il prezzo all'interno di una forchetta (22-28 dollari a barile). Nella prima parte dello scorso anno il Cartello era riuscito a far fronte agli elementi di instabilità rappresentati dalla guerra in Iraq e, successivamente, dal ritorno della produzione di questo paese (rimasto al di fuori del Cartello a seguito della guerra nel Golfo del 1990-91) sui mercati internazionali. Dall'inizio di novembre, invece, la quotazione del Brent è risalita, e si è mantenuta, al di sopra del limite superiore della fascia-obiettivo spinta, oltre che dall'aumento stagionale della domanda, dalla ripresa dell'economia mondiale e, soprattutto, dalla forte crescita della Cina. A fronte di un incremento della domanda mondiale, nella media dell'anno, in termini di volume del 2% circa, la domanda cinese di greggio è, infatti, aumentata di circa l'11 per cento.



Sulla scia di questi rialzi, anche le altre materie di base, soprattutto quelle del comparto industriale, hanno registrato, nella seconda parte dell'anno, forti incrementi che hanno riportato alcune di esse (platino, oro, nickel e cotone) su livelli non più toccati negli ultimi dieci-quindici anni. Nella media del 2003, l'indice HWWA delle materie di base per l'industria è aumentato di oltre il 17%, ma a fine anno presentava un rialzo tendenziale del 25% circa. I rincari sono stati particolarmente accentuati per alcuni beni, raggiungendo in dicembre, sempre nel confronto tendenziale, il 40-50% per il cotone e la gomma, il 55% per il piombo e addirittura oltre il 90% per il nickel, permettendo così ai paesi produttori di annullare le perdite accusate nei due anni precedenti.



Più elevata è stata la volatilità dei prezzi nel comparto degli alimentari. Soprattutto nella seconda parte dell'anno, in coincidenza con la più marcata debolezza del dollaro, sono stati registrati, per alcuni beni, bruschi rialzi. Sulla base dell'indice HWWA nella media del comparto sarebbe stato rilevato, nel 2003, un aumento di oltre l'8%, quale sintesi di evoluzioni molto diversificate tra le singole *commodities*. Alla fine dell'anno, infatti, i semi oleosi segnavano incrementi, nel confronto tendenziale, superiori al 35%, i cereali si fermavano ad appena l'1,5%, mentre il comparto delle bevande e dei cosiddetti beni voluttuari accusava pesanti perdite (-10%) con punte addirittura del 18% per il cacao (fortemente aumentato nel 2002 a causa delle tensioni politiche in Costa d'Avorio) e del 36% per lo zucchero.

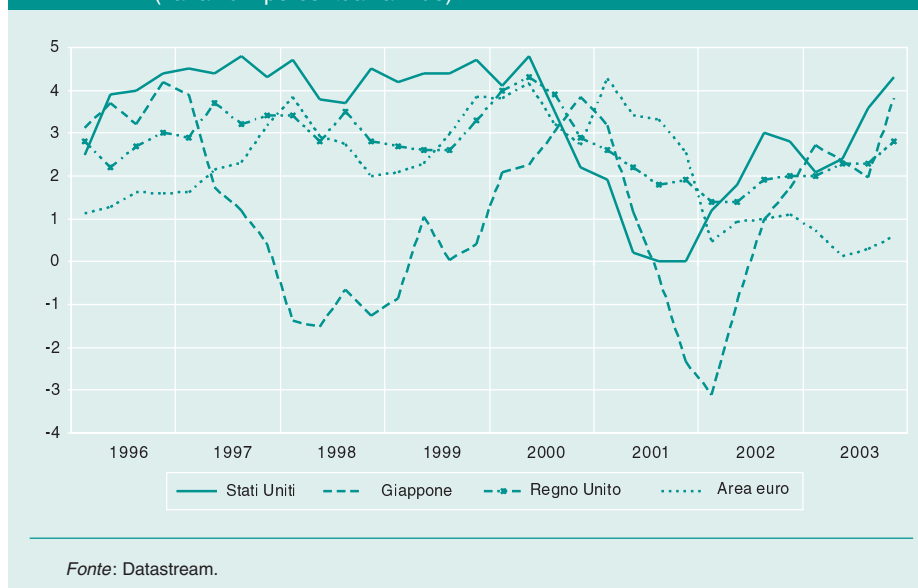
### 1.3 LE ECONOMIE SVILUPPATE

Il 2003 è stato, per le maggiori economie sviluppate non appartenenti all'area euro, l'anno del recupero. I tre maggiori paesi hanno accelerato la crescita rispetto all'anno precedente mettendo a segno risultati di tutto rilievo.

**Stati Uniti**

Gli Stati Uniti hanno ripreso a espandersi a un ritmo sostenuto, soprattutto nella seconda metà. Dopo due anni di crescita modesta (2,2% nel 2002 e 0,5% nel 2001) il prodotto interno lordo di questo paese è aumentato del 3,1%. Anche nel 2003 il contributo principale all'incremento del PIL è venuto dai consumi (2,2 punti percentuali), che hanno beneficiato della terza manovra fiscale espansiva in tre anni (il *Job Growth Tax Relief Reconciliation Act*). L'aspetto più rilevante della ripresa è stato il ritorno del segno positivo negli investimenti, dopo due anni di contrazione. Questi, nel complesso, hanno contribuito per 6 decimi di punto alla formazione del PIL. Le categorie più dinamiche sono state quelle relative alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, insieme agli investimenti di tipo residenziale. Anche la spesa pubblica ha dato un rilevante apporto alla crescita (0,6 punti percentuali), mentre le esportazioni nette, pur mostrando una inversione di tendenza nella seconda parte dell'anno, hanno sottratto ricchezza agli Stati Uniti (-0,4 punti percentuali).

**Grafico 4 – PRODOTTO INTERNO LORDO - ECONOMIE SVILUPPATE**  
(variazioni percentuali annue)



L'accelerazione avvenuta nella seconda metà dell'anno si è accompagnata a un miglioramento della produzione industriale e del mercato del lavoro. Su base annua la prima è cresciuta dello 0,3% mentre il tasso di disoccupazione si è attestato al 6%. Quest'ultimo, sebbene ancora elevato, ha mostrato un deciso progresso tra giugno e dicembre, passando dal 6,3 al 5,7% della forza lavoro.

La dinamica moderata dell'inflazione al consumo (2,3%) e di quella alla produzione (3,2%) hanno permesso alla Riserva Federale di mantenere un'intonazione espansiva alla politica monetaria. In giugno, il Comitato federale per le operazioni di mercato aperto ha ridotto il tasso sui *Federal Fund* all'1%, il livello più basso degli ultimi 45 anni.

Il ritorno di fiducia nell'economia ha stimolato la borsa statunitense che ha messo a segno una *performance* molto positiva: da inizio a fine 2003 l'indice industriale Dow Jones ha guadagnato il 25%, mentre l'incremento dei titoli quotati sul listino tecnologico Nasdaq è stato addirittura del 50 per cento.

**Grafico 5 – PRINCIPALI INDICI DI BORSA** (base gennaio 2000 = 100 - medie mensili)



Fonte: Datastream.

In questa fase di ritrovata crescita si inseriscono due elementi negativi che hanno destato preoccupazioni riguardo alla sostenibilità dell'espansione americana: il *deficit* di conto corrente e quello di bilancio federale. Alla fine del terzo trimestre, il primo aveva raggiunto il 4,7% del PIL mentre il secondo il 4,5%, pari a circa 500 miliardi di dollari. I timori riguardo alla sostenibilità di questi squilibri hanno messo sotto pressione il dollaro che si è deprezzato, in corso d'anno, di oltre il 20% rispetto all'euro e più del 10% contro lo yen.

Dopo la contrazione avvenuta nel 2002 il Giappone è tornato a crescere, a un ritmo sostenuto. Nel 2003 il prodotto interno lordo è aumentato del 2,7%. A tale risultato hanno contribuito per poco più di 1,9 punti percentuali la domanda interna e per 7 decimi le esportazioni nette. Per quanto riguarda la prima, la componente più dinamica è risultata quella degli investimenti non residenziali che sono cresciuti, rispetto all'anno precedente, del 9,4%, mentre i consumi privati e quelli pubblici sono aumentati in misura modesta

Giappone

(1,1 e 1,2% rispettivamente). In forte contrazione gli investimenti pubblici, che sono diminuiti del 10,4%. Grazie all'elevato ritmo di espansione dell'area asiatica, anche le esportazioni sono cresciute notevolmente (10%), mentre più contenute sono state le importazioni (4,8%).

Il miglioramento del ciclo internazionale ha sortito effetti positivi anche su produzione industriale e mercato del lavoro. L'indice relativo alla prima è cresciuto, su base annua, del 3,3%, mentre la disoccupazione è passata dal 5,4 al 5,3% tra il 2002 ed il 2003. Sebbene la diminuzione in media d'anno risulti modesta, è da osservare che la percentuale delle persone in cerca di occupazione è passata, tra gennaio e dicembre del 2003, dal 5,5 al 4,9 per cento.

La politica monetaria si è mantenuta, anche lo scorso anno, fortemente espansiva, ma riuscendo a produrre effetti limitati sul processo deflazionistico. I prezzi al consumo sono diminuiti dello 0,2% nonostante l'aumento superiore all'8% dell'offerta di moneta (M1). Entrambi i fenomeni sono stati influenzati dal processo di apprezzamento dello yen: il primo in conseguenza della riduzione del prezzo delle importazioni e il secondo a seguito dei massicci interventi della Banca del Giappone volti a contrastare la debolezza del dollaro. Gli interventi della Banca centrale hanno contribuito a far aumentare le riserve ufficiali da 5,8 a 21,6 miliardi di yen.

**Tabella 1 – PRODOTTO INTERNO LORDO E PREZZI AL CONSUMO DI ALCUNI PAESI INDUSTRIALIZZATI (variazioni percentuali)**

PAESI E AREE	PIL a prezzi costanti			Prezzi al consumo <sup>(a)</sup>		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Austria	0,8	1,3	0,6	2,3	1,7	1,2
Belgio	0,7	0,7	0,9	2,4	1,6	1,5
Danimarca	1,6	1,0	0,1	2,3	2,4	1,9
Francia	2,1	1,2	0,2	1,8	1,9	2,2
Germania	1,0	0,2	-0,1	1,9	1,3	1,1
Grecia	4,0	3,8	4,7	3,7	3,9	3,6
Irlanda	6,2	6,9	0,7	4,0	4,7	4,0
Italia	1,8	0,4	0,3	2,7	2,6	2,8
Norvegia	2,6	1,4	0,2	3,0	1,3	2,4
Paesi Bassi	1,2	0,2	-0,8	5,2	3,8	3,2
Portogallo	1,8	0,5	-1,3	4,4	3,7	3,4
Regno Unito	2,1	1,7	2,3	1,2	1,3	1,4
Spagna	2,8	2,0	2,4	2,8	3,6	3,1
Svezia	1,7	2,0	1,2	2,6	2,0	2,3
Svizzera	1,0	0,1	-0,5	1,0	0,6	0,6
Canada	1,9	3,3	1,7	2,5	2,2	2,8
Stati Uniti	0,5	2,2	3,1	2,8	1,6	2,3
Giappone	0,4	-0,3	2,7	-0,7	-0,9	-0,3
EUROPA	1,7	1,0	0,7	2,2	2,1	2,0
AREA EURO	1,6	0,9	0,4	2,3	2,3	2,1
OCSE	0,9	1,6	2,1	2,1	1,4	1,8

<sup>(a)</sup> Per i paesi europei, indice armonizzato.  
<sup>(b)</sup> Esclusi i paesi ad alta inflazione: Ungheria, Messico, Polonia e Turchia.

Fonte: OCSE e statistiche nazionali.

Il ritrovato clima di fiducia ha portato ottimismo anche nel mercato azionario del Sol Levante. Nel corso dell'anno l'indice Nikkei dei 225 maggiori titoli ha mostrato un incremento di poco inferiore al 25 per cento.

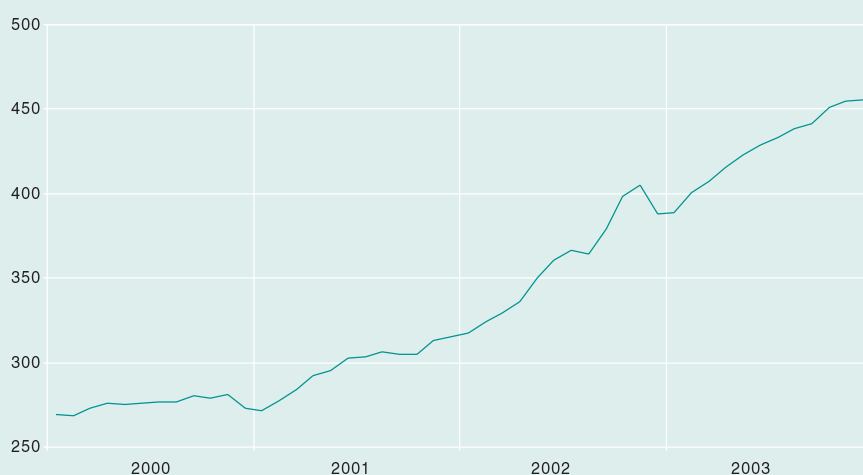
Nel 2003 l'attività economica del Regno Unito si è espansa al ritmo del 2,3%. Dal lato della domanda, la crescita è avvenuta grazie alle componenti interne; in particolare i consumi delle famiglie e delle istituzioni *non-profit*, che sono aumentati rispettivamente del 2,8 e 5%. Positiva anche la dinamica degli investimenti fissi lordi incrementati del 2,6% rispetto al 2002. L'aumento del prodotto è, d'altra parte, stato frenato dall'andamento sfavorevole del settore estero: le esportazioni si sono ridotte dello 0,5% mentre le importazioni sono cresciute dello 0,8%. Dal lato dell'offerta è continuata la contrazione, in atto dal 2000, del valore aggiunto industriale, a fronte di un ulteriore aumento di quello dei servizi; lo scorso anno il primo ha segnato una flessione dello 0,7% mentre il secondo è aumentato del 2,5 per cento.

L'accelerazione avvenuta nel 2003 ha permesso di ridurre la percentuale di persone in cerca di occupazione dal 5,2 al 5 per cento.

Durante l'anno la Banca d'Inghilterra ha dapprima ridotto il tasso di riferimento *repo* per due volte consecutive, in febbraio e luglio, di 25 punti base per tornare ad aumentarlo, sempre di 25 punti base in novembre, portandolo a 3,75%. La motivazione che ha indotto a tale rialzo è legata, principalmente, all'andamento del mercato delle abitazioni: l'indice Halifax del prezzo degli immobili residenziali è cresciuto del 19% rispetto al 2002.

Regno Unito

**Grafico 6 – REGNO UNITO - INDICE HALIFAX DEL PREZZO DELLE ABITAZIONI**  
(base 1983=100)



Fonte: Datastream.

Le prospettive di ripresa durante lo scorso anno, unite alle aspettative di accelerazione nel 2004, hanno ingenerato un clima di ottimismo negli investitori che hanno ritrovato fiducia nei mercati azionari, innescando un processo di crescita dei valori azionari. Il guadagno messo a segno dall'indice FTSE dei 100 maggiori titoli è stato pari al 13,6 per cento.

#### 1.4 LE ECONOMIE EMERGENTI

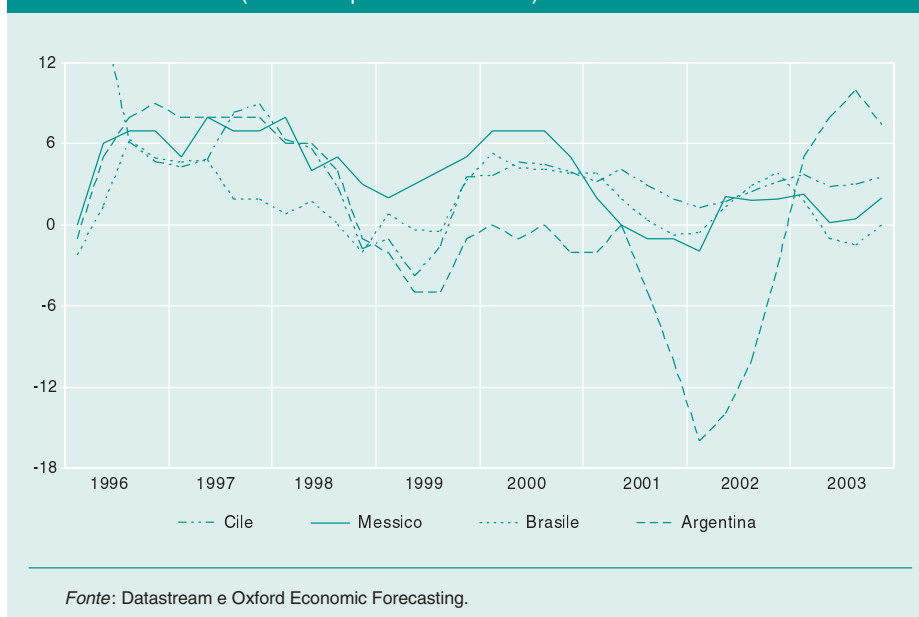
##### America latina

L'America latina nel complesso è cresciuta dell'1,6% nel 2003. Il miglioramento rispetto all'evoluzione del 2002 ha essenzialmente riflesso il più favorevole contesto internazionale, la diminuzione generalizzata del rischio paese (rispetto al picco negativo dell'autunno del 2002), il rialzo del prezzo delle materie prime e l'aumento delle esportazioni di beni non petroliferi verso gli Stati Uniti. Nel complesso questa area ha mostrato un *surplus* nelle partite correnti, grazie alle posizioni fortemente attive di Argentina (7,6% del PIL) e Venezuela (12,9% del PIL).

##### Argentina

L'Argentina, dopo la deludente *performance* del 2002 (-10,8%) ha segnato un netto miglioramento nel corso del 2003, realizzando un incremento del PIL dell'8,4%. L'inflazione è drasticamente crollata, portandosi al 3,7% contro il 41% del 2002. Anche dal settore estero si sono avuti segnali positivi, con un saldo delle partite correnti attestatosi al 7,6% del

Grafico 7 – PRODOTTO INTERNO LORDO DEI PRINCIPALI PAESI DELL'AMERICA LATINA (variazioni percentuali annue)





PIL. Nel 2003 è continuata, anche se ad un ritmo meno intenso rispetto all'anno precedente, la fuoriuscita di capitali, con il deflusso netto d'investimenti diretti esteri passato da circa 1.750 milioni di dollari del 2002 a 1.100. Alcune perplessità restano legate all'entità del debito complessivo di questo paese. Se il rapporto tra quello estero e le esportazioni è sceso (ma resta il più alto dell'area dopo il Nicaragua), il debito pubblico in termini di PIL ha raggiunto, lo scorso anno, quota 140%, contro 115,5 del 2002. L'accordo triennale concluso con il Fondo Monetario Internazionale ed il conseguimento di un *surplus* primario di bilancio del 2,5% in termini di PIL offrono segnali incoraggianti.

La politica economica del Brasile è stata ancora orientata al risanamento economico, al controllo dell'inflazione e al miglioramento dei conti pubblici. Nel corso del 2003, tali politiche hanno mostrato i loro effetti positivi; gli indicatori di rischio paese sono sostanzialmente migliorati, facendo passare lo *spread* sui titoli di stato brasiliani da 2.400 punti base dell'autunno 2002 a 500 a fine 2003. La politica monetaria, volta a dare credibilità alla strategia di *inflation targeting*, è stata restrittiva nella prima metà del 2003, con il tasso d'interesse (il SELIC) che ha raggiunto il 26,5% in giugno. In seguito, i costanti apprezzamenti della valuta e un rallentamento dell'inflazione (9,3% nel 2003 contro il 12,5 del 2002) hanno lasciato margine per un allentamento, che con ripetute riduzioni ha portato il SELIC al 17,5% in dicembre 2003. Dal lato della finanza pubblica, gli alti tassi d'interesse, uniti ad una dinamica crescente della spesa pensionistica, hanno spinto al rialzo il livello del debito, che ha raggiunto quota 58,5% in termini di PIL rispetto al 55,9 del 2002. In linea con gli accordi stipulati con le autorità del FMI per l'ottenimento di un finanziamento, il Brasile ha generato un *surplus* primario di circa il 5% del PIL. Inoltre, nel mese di dicembre è stata approvata la riforma del sistema previdenziale, volta a correggere la dinamica della spesa pensionistica che rappresenta la voce di gran lunga più importante del disavanzo pubblico. Questi sforzi sul piano della stabilità finanziaria hanno però avuto dei costi in termini di crescita, e nonostante una dinamica favorevole del settore estero (il saldo delle partite correnti nel 2003 è stato intorno allo 0,6% del PIL, rispetto a -2% dello scorso anno), il prodotto interno lordo ha fatto registrare nel 2003 una debole flessione (-0,2%).

La stabilità finanziaria continua a dare buoni risultati in Cile, cresciuto nel 2003 del 3,5% contro il 2,2% del 2002. Il controllo delle finanze (il *deficit* di governo è stato nel 2003 pari allo 0,8% del PIL, con un *surplus* primario dell'1%) ha aumentato la fiducia degli investitori, attratti anche dai buoni rendimenti di borsa. L'afflusso di valuta estera ha comportato un apprezzamento del peso, il quale, a sua volta, ha facilitato la riduzione dell'inflazione che si è attestata nel 2003 all'1,1%, di un punto al di sotto degli

Brasile

Cile

obiettivi delle autorità monetarie. La Banca centrale, alla luce di questi positivi elementi, ha perseguito una politica monetaria espansiva, con un tasso d'interesse passato dal 6,50% dell'inizio 2002, al 2,25% nel dicembre scorso.

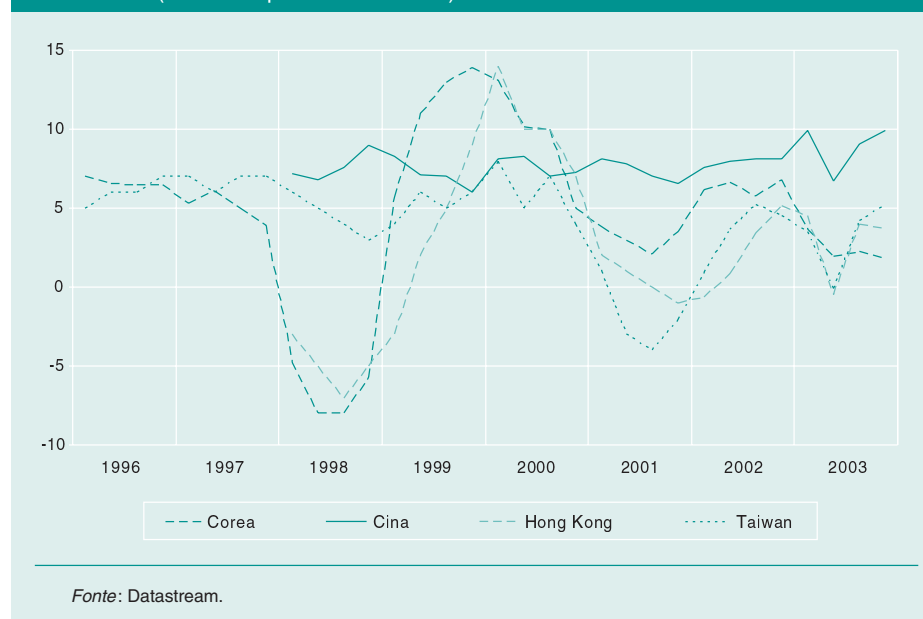
#### Messico

In Messico, invece, il controllo delle finanze pubbliche non sembra dare i segni desiderati, con un tasso di crescita per il 2003 di poco superiore all'1%. Bassi tassi d'interesse e maggiori entrate, derivanti dall'aumento del prezzo del petrolio, hanno permesso al governo di centrare l'obiettivo programmatico di *deficit* fiscale (0,6% del PIL). La Banca centrale, dopo un primo trimestre di politica restrittiva, una volta ridotte le pressioni inflazionistiche, ha adottato, nella restante parte dell'anno, un orientamento espansivo, cercando di stimolare la domanda interna. I consumi privati e pubblici, sono state le voci più dinamiche nella formazione del PIL, rispetto al settore estero che ha sofferto in modo particolare della maggiore competitività dei prodotti asiatici.

#### Asia

Nonostante una decelerazione verificatasi nel corso del secondo trimestre, nel complesso il 2003 ha rappresentato per le economie asiatiche, un anno di crescita soddisfacente. Gli effetti della SARS hanno particolarmente colpito Hong Kong e Taiwan, che, una volta risolta la crisi, hanno fatto registrare tassi di crescita del PIL del 3 e 3,2% rispettivamente.

**Grafico 8 – PRODOTTO INTERNO LORDO DEI PRINCIPALI PAESI DELL' ASIA**  
(variazioni percentuali annue)



In Cina l'epidemia della polmonite atipica ha esercitato un impatto più limitato; nonostante la decelerazione del PIL nel secondo trimestre, anche nel 2003 l'economia cinese si è confermata la più dinamica dell'intero panorama mondiale, con un incremento del prodotto interno lordo di circa 9%. Elemento trainante di questa *performance* è stata la domanda interna, mentre modesto è risultato il contributo della domanda estera netta; se da un lato le esportazioni in valore sono aumentate, nel 2003, del 50,7%, le importazioni hanno mostrato un incremento del 47,4%. Grazie al crescente interscambio commerciale all'interno dell'area asiatica, la Cina ha rappresentato un efficace mercato di sbocco per gli altri paesi, costituendo il principale motore dell'espansione dell'Estremo Oriente. Il *surplus* complessivo della bilancia commerciale (la Cina presenta un *deficit* nei confronti dei paesi asiatici, e un *surplus* nei confronti delle principali aree industrializzate), unito al costante afflusso di capitali, ha indotto un forte aumento delle riserve internazionali, le quali a dicembre hanno raggiunto quota 403 miliardi di dollari.

Cina

Gli eccessi di liquidità derivanti da una politica volta a mantenere inalterato il rapporto tra la valuta locale ed il dollaro sono stati, e continuano ad essere, fonti di problemi all'interno. In tal senso le autorità cinesi hanno di recente cercato di limitare l'aumento di liquidità sia attraverso operazioni di mercato aperto, sia attraverso operazioni istituzionali quali l'incremento del tasso di riserva sui depositi bancari da 6 a 7 punti percentuali. Ciononostante, permangono alcune perplessità sulla sostenibilità del sistema finanziario cinese. In particolare si teme che, in un sistema dominato da banche pubbliche, possa aumentare ancora l'ingente quantità dei prestiti classificati come *non performing*. Il governo cinese ha di recente adottato alcune misure volte a rendere più efficiente il settore bancario; i progetti rivolti ad un rifinanziamento di alcune banche pubbliche e la possibilità di queste di legare in modo più diretto il tasso d'interesse alla rischiosità dei finanziamenti elargiti, vanno in questa direzione.

Nettamente più modesta è stata la *performance* della Corea del Sud, che ha registrato un incremento del PIL (2,5% nel 2003) in rallentamento rispetto al 2002 (6,3%). La decelerazione della crescita è legata principalmente alla deludente *performance* dei consumi privati. Se nel 2002 questi erano stati sospinti da un più facile accesso al credito, legato al *boom* delle carte di credito, ad un anno di distanza, il forte indebitamento delle famiglie e le numerose insolvenze verificatesi, hanno ridotto in modo non indifferente la profittabilità del settore bancario, incidendo drasticamente sulla fiducia delle famiglie (l'indice di fiducia delle famiglie si è ridotto nel corso del 2003). La ripresa dell'attività industriale, sensibile solo a partire dal terzo trimestre, ha mostrato andamenti differenti nei vari settori; ad una buona crescita nel settore dei semiconduttori si è contrapposta una netta diminuzione in quello

Corea del Sud

automobilistico (-12% nel terzo trimestre). Il solo motore della crescita è stato rappresentato dal settore estero, che, trainato da un forte interscambio commerciale all'interno dell'area asiatica, ha permesso alla Corea di registrare, nel 2003, una consistente eccedenza commerciale (+14,4 miliardi di dollari).

#### Federazione Russa

La Federazione Russa sta vivendo un periodo di forte espansione: il prodotto interno lordo è cresciuto nel 2003 del 7%, le partite correnti hanno fatto registrare un *surplus*, le riserve internazionali si sono collocate su un livello elevato, l'afflusso di investimenti diretti esteri è aumentato costantemente; il rublo si è rafforzato nei confronti del dollaro.

**Grafico 9 – PRODOTTO INTERNO LORDO DELLA FEDERAZIONE RUSSA**  
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Datastream e Oxford Economic Forecasting

La Russia, che gode di ingenti quantità di risorse naturali, in primo luogo combustibili, ha beneficiato del positivo andamento del prezzo delle materie prime; le esportazioni nette, nel corso del 2003, hanno raggiunto quota 59,6 miliardi di dollari (oltre il 50% delle esportazioni russe è costituito da prodotti energetici e derivati), contro 46,3 miliardi di dollari del 2002. La presenza di importanti giacimenti di petrolio e gas ha continuato ad attrarre investimenti diretti esteri; nei primi sei mesi del 2003 questi ammontavano a 2,8 miliardi di dollari contro 1,4 dello stesso periodo del 2002. Se il contesto di riferimento sembra favorevole per un aumento degli investimenti esteri e per il sempre maggiore inserimento della Federazione Russa nel panorama internazionale, le recenti tensioni politico-economiche, sfociate nell'arresto del presidente della Yukos, la più importante società petrolifera russa, nel mese di ottobre, hanno destato qualche preoccupazione,

manifestatesi con una brusca flessione, nel terzo trimestre, dei flussi netti di capitale e degli indici di borsa. La caduta si è tuttavia mostrata temporanea e a fine 2003 gli indicatori di fiducia degli operatori internazionali hanno evidenziato un recupero.

### 1.5 I PAESI IN INGRESSO NELL'UNIONE EUROPEA

Nel 2003, la *performance* economica dei dieci paesi, che a partire da maggio 2004<sup>(1)</sup> faranno parte dell'Unione Europea, è stata influenzata da tendenze contrastanti. Da un lato, ha risentito della fase di incertezza della congiuntura internazionale e degli effetti restrittivi delle politiche economiche poste in essere per soddisfare i parametri di convergenza del Trattato sull'Unione. Dall'altro, la crescita è stata sostenuta dal processo di ristrutturazione e modernizzazione dell'industria e dall'espansione della domanda interna.

Il risultato complessivo è stato positivo: dopo un rallentamento quasi generalizzato nella prima parte dell'anno, si è registrata un'inversione del *trend* per tutte le economie considerate, con una rinnovata accelerazione nel saggio di sviluppo. In base alle più recenti stime dell'UNCTAD, lo scorso anno, il tasso di crescita del PIL reale, in media, è stato del 3,6%, in aumento rispetto ai precedenti due anni.

**Grafico 10 – PAESI NUOVI MEMBRI DELL'UE - PRODOTTO INTERNO LORDO**  
(variazioni percentuali annue)



<sup>(1)</sup> Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Slovacca, Slovenia.

All'interno del gruppo, si sono evidenziate situazioni molto eterogenee. I tassi di crescita hanno oscillato tra lo 0,7% di Malta (particolarmente colpita dalla recessione che ha investito il settore del turismo), e il 7 e 8,9% rispettivamente di Lettonia e Lituania (trainate entrambe dal sostenuto incremento della domanda). Dopo due anni di crescita modesta, l'attività economica in Polonia ha registrato, nel 2003, un netta ripresa, attestandosi al 3,7%. La *performance* economica in Ungheria e Slovenia è stata più modesta, ponendosi al di sotto del 3 per cento.

Lo sviluppo è stato guidato principalmente dalla domanda interna. I consumi privati sono stati spinti da un guadagno in termini di potere di acquisto determinato dal contenimento dell'inflazione e da un relativo incremento dei salari. Le esportazioni nette hanno dato un contributo negativo. Il miglioramento delle condizioni dell'offerta, guidato da un aumento del grado di concorrenza del mercato contestualmente a un incremento della produttività, sembrerebbe aver determinato la moderazione della dinamica dei prezzi. A frenare l'inflazione ha contribuito, inoltre, l'impegno delle Banche centrali a perseguire manovre coerenti con l'obiettivo primario della politica monetaria comune di stabilità dei prezzi.

Le principali strategie monetarie in questi paesi sono state *inflation targeting* e politiche valutarie basate sull'ancoraggio del cambio all'euro o accordi *currency board*. Inoltre, tutti i nuovi Stati Membri hanno adottato politiche valutarie rigorose, in vista dei futuri impegni monetari a cui andranno incontro. Infatti, non essendo prevista per loro una clausola di *opt out*, dovranno prima aderire al Sistema Monetario Europeo II (SME II)<sup>(2)</sup> e poi adottare la moneta unica, una volta soddisfatti i parametri previsti dall'articolo 121 del Trattato di Maastricht. Questi ultimi includono, accanto a una valutazione della sostenibilità del grado di convergenza nominale raggiunto, la permanenza stabile nello SME II per almeno due anni.

Nel gruppo delle nazioni considerate, nel 2003, si è avuto un peggioramento del *deficit* di parte corrente rispetto al precedente anno. Questo risultato sconta un duplice fenomeno: la debole congiuntura in Germania (e più in generale il rallentamento nell'UE), principale mercato di sbocco delle esportazioni per la maggioranza di questi paesi, e i consistenti processi di trasformazione economica finanziati da investimenti privati, con flussi di capitale in buona parte provenienti dall'estero.

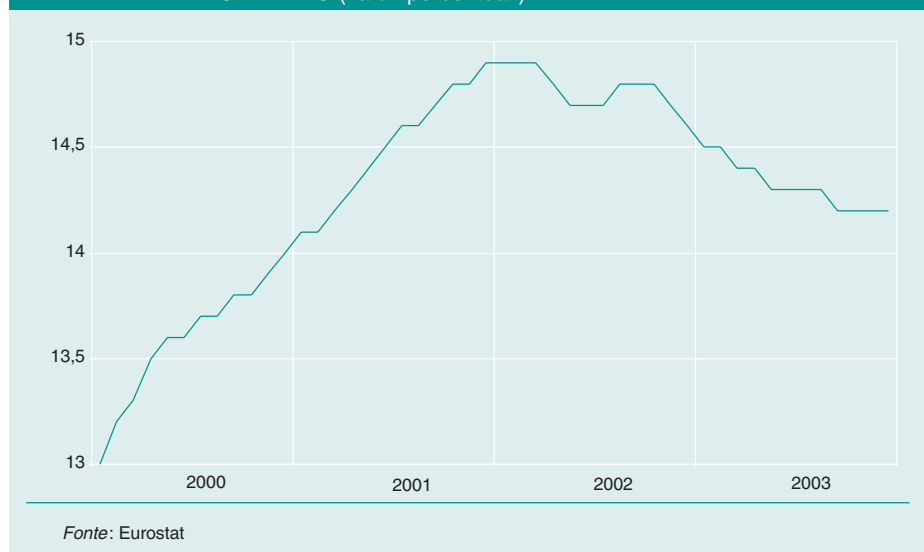
Nello scorso anno, complessivamente ci sono stati segnali di miglioramento anche nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione si è ridimensionato dal 14,8% nel 2002 al 14,3%. Si deve sottolineare che questo risulta-

---

<sup>(2)</sup> Lo SME II è stato istituito nel 1997 con la Risoluzione del Consiglio Europeo di Amsterdam, per collegare le valute degli Stati Membri dell'UE, al fine di creare un ulteriore criterio di convergenza e le basi per l'adozione dell'euro. E' un sistema di cambio fisso ma aggiustabile, con bande di fluttuazione più o meno ampie.

to sconta anche l'intenso processo di ristrutturazione industriale. Nelle varie nazioni la situazione è stata molto eterogenea, con tassi di disoccupazione medi che vanno dal 4,5% di Cipro al 19,2% in Polonia, riflettendo le differenti condizioni macroeconomiche e i diversi percorsi di ammodernamento del mercato del lavoro.

**Grafico 11 – PAESI NUOVI MEMBRI DELL'UE - TASSO DI DISOCCUPAZIONE ARMONIZZATO (valori percentuali)**



Come emerge dalle stime dei più recenti *Pre Accession Economic Programs (PEPs)*<sup>3</sup>, il disavanzo pubblico complessivo, in media per i dieci Stati, si dovrebbe essere attestato nel 2003 al 4,1%, in leggera diminuzione rispetto al precedente anno (4,2%). Solo Estonia, Lettonia, Lituania e Slovenia sembrerebbero aver soddisfatto il parametro del 3% del rapporto *deficit/PIL* previsto dal Trattato di Maastricht. Tale risultato è stato dovuto anche alla debolezza della congiuntura internazionale che ha reso più difficile in molti paesi il perseguimento di politiche fiscali rigorose.

Differentemente, quasi tutte le nazioni con la sola esclusione di Cipro e Malta, sono rientrate nel *target* del 60% del rapporto debito/PIL, che in media si è attestato al 38,8 per cento.

<sup>3</sup> I Pre Accession Economic Programs fanno parte della Pre-Accession Fiscal Surveillance Procedure, che ha lo scopo di preparare le nazioni candidate alla partecipazione nella procedura di sorveglianza multilaterale e di coordinamento della politica economica, di cui fanno parte tutti gli Stati Membri dell'UE. Gli obiettivi dei PEPs, che sono stati presentati una volta l'anno, a partire dal 2001, da tutte le nazioni candidate, sono di delineare un appropriato quadro di politica economica di medio termine. Questo deve includere gli obiettivi di finanza pubblica e le riforme strutturali necessarie per l'ingresso nell'UE.

**Tabella 2 – DISAVANZO E DEBITO NEI PAESI NUOVI MEMBRI DELL'UE** (in percentuale del PIL)

Paesi	Disavanzo pubblico		Debito pubblico	
	2002	2003 <sup>(a)</sup>	2002	2003 <sup>(a)</sup>
Cipro	3,5	5,4	59,7	63,6
Repubblica Ceca	6,7	7,6	26,9	30,5
Estonia	-1,3	-0,4	5,8	5,5
Ungheria	9,2	4,8	56,3	57,5
Lettonia	3,0	2,9	14,6	19,1
Lituania	1,7	2,4	22,7	22,9
Malta	6,2	7,4	66,6	71,7
Polonia	3,8	4,1	41,8	44,3
Repubblica Slovacca	7,2	5,0	44,3	45,0
Slovenia	2,4	2,0	27,8	27,8
<b>Valore di riferimento</b>	<b>3,0</b>		<b>60,0</b>	

(a) stime preliminari PEPs.

Fonte: BCE, Commissione Europea, *Pre Accession Economic Programmes (PEPs)* 2003.

### 1.6 LA FASE CICLICA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2003 la zona euro si è nuovamente confermata come la regione meno dinamica nell'area dei paesi industrializzati. L'attività economica è stata stagnante nella prima metà dell'anno per poi segnare una ripresa nella seconda parte; il tasso di crescita del PIL è rimasto, per il terzo anno consecutivo, ben al di sotto del potenziale. Nonostante lo stimolo fornito dalla politica monetaria, la domanda interna ha mostrato una perdurante debolezza, mentre le esportazioni sono state penalizzate dallo scarso dinamismo del commercio mondiale e dal consistente apprezzamento della moneta unica. La fase di debolezza ciclica si è riflessa in una deludente *performance* del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è leggermente aumentato rispetto all'inizio del 2003. Nonostante il rallentamento, la dinamica cedente delle tensioni inflazionistiche è risultata marginale, contrastata sia dal corso sostenuto dei prezzi dei beni energetici, in occasione delle tensioni geopolitiche legate al conflitto iracheno, che da quello dei beni alimentari nella seconda parte dell'anno.

#### Le determinanti della crescita

Il prodotto interno lordo nell'area dell'euro ha segnato nel corso del 2003 un ritmo di espansione assai modesto (0,4%), dopo il forte rallentamento registrato nell'anno precedente (0,9% nel 2002, contro l'1,6% del 2001). Tale debolezza è da ascrivere principalmente alla componente delle esportazioni nette, che ha contribuito negativamente alla formazione del prodotto per sei decimi di punto. Lo scarso dinamismo del commercio internazionale, in particolare nella prima parte dell'anno, e l'apprezzamento dell'euro hanno determinato una crescita nulla delle esportazioni di beni e servizi, a cui si è contrapposta una dinamica positiva delle importazioni (1,5%).