



prodotti. Mentre, infatti, le bevande e i cosiddetti beni voluttuari hanno fatto registrare una netta accentuazione dei rialzi nella seconda parte dell'anno (lo zucchero ha raggiunto in dicembre, nel confronto tendenziale, oltre il 65% e il caffè quasi il 50%), i cereali e i semi oleosi hanno visto progressivamente ridimensionarsi i forti incrementi rilevati tra la fine del 2003 e i primi mesi del 2004.

### 1.3 LE ECONOMIE SVILUPPATE

Il 2004 è stato l'anno di picco del ciclo espansivo per la maggior parte dei paesi sviluppati. L'apice è stato raggiunto a metà anno, mentre nella seconda metà si sono manifestati gli attesi rallentamenti. In generale i tassi di crescita sono stati i più robusti dal 2000.

Nel 2004 gli Stati Uniti sono cresciuti del 4,4%, 1,4 punti percentuali sopra al loro potenziale che, secondo le stime OCSE, per lo scorso anno era pari al 3%. Oltre al persistere del supporto dei consumatori, che hanno contribuito per 2,6 punti percentuali alla crescita, le imprese hanno accelerato il ritmo degli investimenti, ripresi in maniera moderata già nel 2003, mostrando fiducia anche per i prossimi anni: tale voce ha così contribuito per 2 punti percentuali alla crescita del PIL. Il settore pubblico ha moderato la spesa ridu-

Stati Uniti

cendo il proprio apporto a soli 4 decimi di punto, mentre le esportazioni nette, negative per il nono anno consecutivo, hanno sottratto 6 decimi di punto al PIL.

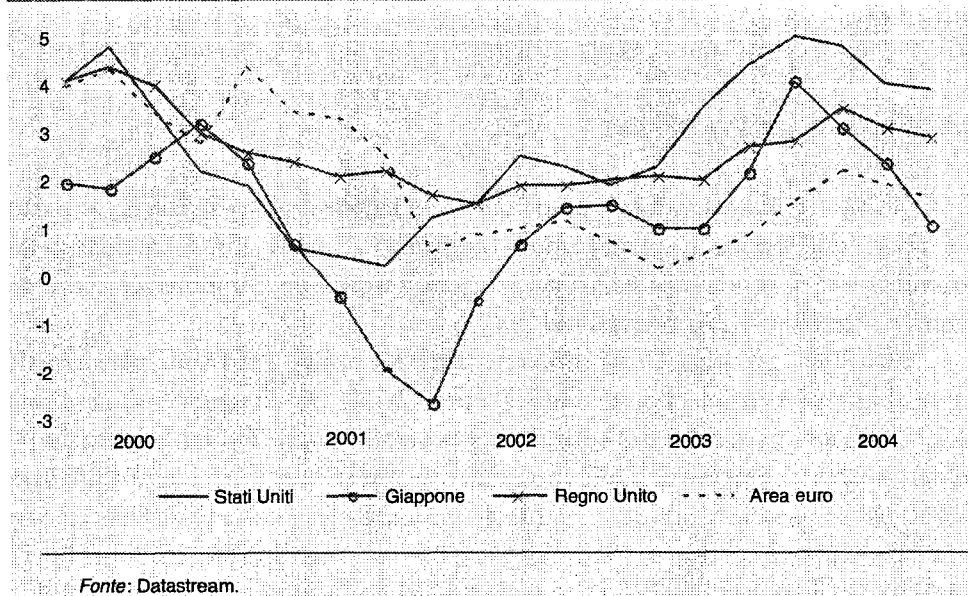
La produzione industriale, dopo tre anni di contrazione o stagnazione, è tornata a crescere a un ritmo sostenuto, 4,1% in media d'anno. Questo ha permesso un recupero, suppur marginale, degli occupati dell'industria; infatti delle 2.194.000 nuove buste paga create nell'anno, solo il 16% ha riguardato l'industria, mentre il restante incremento è avvenuto nei servizi.

Nonostante le quotazioni del petrolio abbiano raggiunto, nel corso del 2004, livelli estremamente elevati, l'inflazione al consumo si è mantenuta complessivamente contenuta. L'indice generale dei prezzi è cresciuto rispetto al 2003 del 2,7%. Questo ha permesso alle Autorità monetarie di mantenere fede alle promesse di moderazione nel ritmo di rialzo dei tassi di *policy*. Tra giugno e dicembre la Riserva Federale ha deciso cinque incrementi di 25 punti base sui fondi federali, portando il tasso di riferimento dall'1 al 2,25 per cento.

Nel quadro sostanzialmente positivo di crescita, sono rimasti irrisolti i problemi legati agli squilibri, interno ed esterno, degli Stati Uniti. Sia il *deficit* di conto corrente che federale sono cresciuti in rapporto al PIL, passando il primo dal 4,8% del 2003 al 5,7% del 2004, e il secondo dal 3,5% al 3,6% negli stessi anni di riferimento.

Il tasso di cambio statunitense ha mostrato un rafforzamento nei primi cinque mesi dell'anno, per poi tornare ad indebolirsi. La valuta statunitense

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



ha chiuso il 2004 a 1,36 contro una media di 1,24 contro l'euro, mentre il cambio effettivo a fine anno è stato pari a 108 contro una media di 113,5.

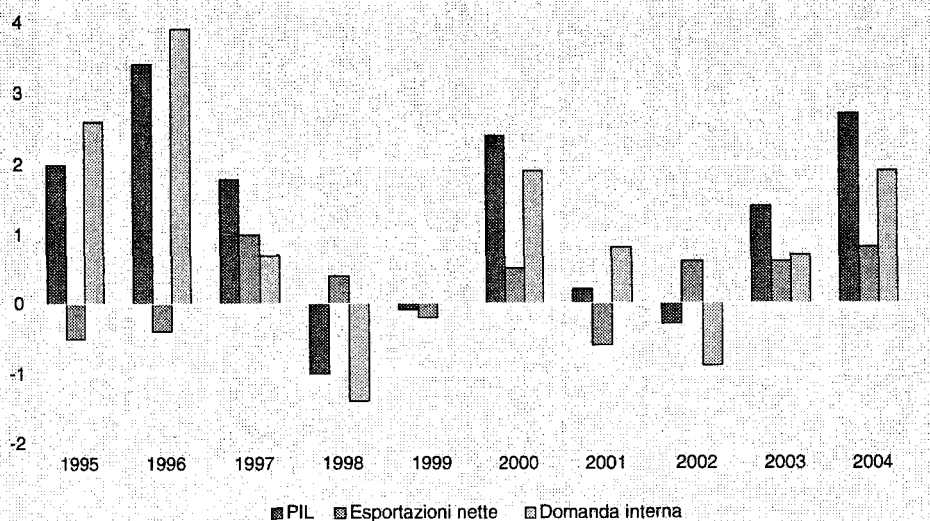
Durante la prima fase dell'anno la borsa statunitense ha oscillato in maniera consistente intorno ad un *trend* evidentemente decrescente che ha portato il Dow Jones da 10.454 a 9.750. Da novembre, in coincidenza con il rinnovo del mandato al Presidente Bush, alla fine dell'anno, l'indice ha recuperato in pieno il terreno perso nei precedenti mesi, terminando il 2004 a 10.490.

Per il Giappone come per gli Stati Uniti il 2004 è stato, in media, un anno di crescita al di sopra del potenziale, anche se il cambio della base per il calcolo del PIL reale e le più recenti revisioni hanno ridimensionato le prime stime del prodotto. Sebbene abbia attraversato, almeno dal punto di vista tecnico, una fase di recessione, con il secondo e terzo trimestre del 2004 negativi, il PIL giapponese è cresciuto, rispetto al 2003, del 2,7%. Ancora una volta un contributo fondamentale è venuto dalle esportazioni nette che, trainate dall'espansione americana e degli altri paesi asiatici, hanno apportato 8 decimi di punto alla crescita. Dal punto di vista della domanda interna, anche nel 2004 è stato elevato il ritmo dei nuovi investimenti, cresciuti del 5,9% grazie ai migliorati margini di profitto, mentre i consumi delle famiglie, benché in accelerazione rispetto al 2003, sono aumentati di un più modesto 1,5 per cento.

Giappone

La fase espansiva del ciclo ha prodotto effetti positivi sia sulla produzione industriale sia sul mercato del lavoro. La prima, infatti, è cresciuta, rispet-

**Grafico 5 – GIAPPONE: PIL E CONTRIBUTI ALLA CRESCITA**  
(variazioni percentuali annue e punti percentuali)



Fonte: ESRI.

to al 2003 del 5,4%, mentre la disoccupazione è passata dal 5 al 4,5% nel corso dell'anno, permettendo al reddito disponibile complessivo delle famiglie di aumentare (1%) per la prima volta dal 2001, anno dell'inizio della rilevazione di questa statistica.

La politica monetaria del 2004 è stata meno espansiva degli anni precedenti, con l'aggregato M1 cresciuto del 4%, e M2 appena dell'1,9%. Malgrado la minore crescita del ritmo di immissione di liquidità nel sistema economico, almeno in media d'anno, i prezzi hanno smesso di ridursi anche come conseguenza dei marcati aumenti dei prezzi energetici, che hanno influenzato prima i prezzi alle importazioni, poi quelli alla produzione e, infine, quelli al consumo, rimasti stabili rispetto al 2003.

Il mercato azionario giapponese è stato caratterizzato da elevata incertezza, soprattutto durante la prima metà dell'anno. Durante questo periodo l'indice Nikkei dei 225 maggiori titoli, ha oscillato vistosamente tra 10.500 e 12.000. Nella seconda metà del 2004 le oscillazioni si sono attenuate, senza peraltro mostrare un chiaro *trend* di medio periodo. Solo nell'ultima parte dell'anno, l'indice ha imboccato un sentiero crescente, chiudendo l'anno a 11.489. Dall'inizio dell'anno il guadagno è stato pari al 7,6 per cento.

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

| PAESI E AREE | PIL a prezzi costanti (a) |      |      | Prezzi al consumo (b) |      |      |
|--------------|---------------------------|------|------|-----------------------|------|------|
|              | 2002                      | 2003 | 2004 | 2002                  | 2003 | 2004 |
| Austria      | 1,2                       | 0,8  | 2,0  | 1,7                   | 1,3  | 2,0  |
| Belgio       | 0,7                       | 1,3  | 2,7  | 1,5                   | 1,5  | 1,9  |
| Danimarca    | 1,0                       | 0,4  | 2,0  | 2,4                   | 2,0  | 0,9  |
| Francia      | 1,2                       | 0,5  | 2,4  | 1,9                   | 2,2  | 2,3  |
| Germania     | 0,1                       | -0,1 | 1,6  | 1,3                   | 1,0  | 1,8  |
| Grecia       | 3,8                       | 4,7  | 4,2  | 3,9                   | 3,4  | 3,0  |
| Irlanda      | 6,1                       | 3,7  | 5,4  | 4,7                   | 4,0  | 2,3  |
| Italia       | 0,4                       | 0,3  | 1,2  | 2,6                   | 2,8  | 2,3  |
| Norvegia     | 1,4                       | 0,3  | 3,2  | 1,3                   | 2,5  | 0,5  |
| Paesi Bassi  | 0,6                       | -0,9 | 1,3  | 3,9                   | 2,2  | 1,4  |
| Portogallo   | 0,4                       | -1,1 | 1,0  | 3,7                   | 3,3  | 2,5  |
| Regno Unito  | 1,8                       | 2,2  | 3,1  | 1,3                   | 1,4  | 1,3  |
| Spagna       | 2,2                       | 2,5  | 2,7  | 3,6                   | 3,1  | 3,1  |
| Svezia       | 2,0                       | 1,5  | 3,5  | 2,0                   | 2,3  | 1,0  |
| Svizzera     | 0,1                       | -0,4 | 1,7  | 0,6                   | 0,6  | 0,8  |
| Canada       | 3,4                       | 2,0  | 2,8  | 2,2                   | 2,8  | 1,8  |
| Stati Uniti  | 1,9                       | 3,0  | 4,4  | 1,6                   | 2,3  | 2,7  |
| Giappone     | -0,3                      | 1,4  | 2,7  | -0,9                  | -0,3 | -    |
| Area euro    | 0,9                       | 0,6  | 2,0  | 2,3                   | 2,1  | 2,1  |
| UE 15        | 1,1                       | 0,9  | 2,3  | 2,1                   | 2,0  | 2,0  |
| UE 25        | 1,1                       | 1,0  | 2,4  | 2,1                   | 1,9  | 2,1  |
| OCSE (c)     | 3,0                       | 3,6  | 1,1  | 1,4                   | 1,8  | 2,0  |

(a) Non corretto per il numero dei giorni lavorativi.

(b) Per i paesi europei, indice armonizzato.

(c) Per i prezzi al consumo, esclusi i paesi ad alta inflazione: Ungheria, Messico, Polonia e Turchia.

Fonte: OCSE, Commissione Europea e statistiche nazionali.

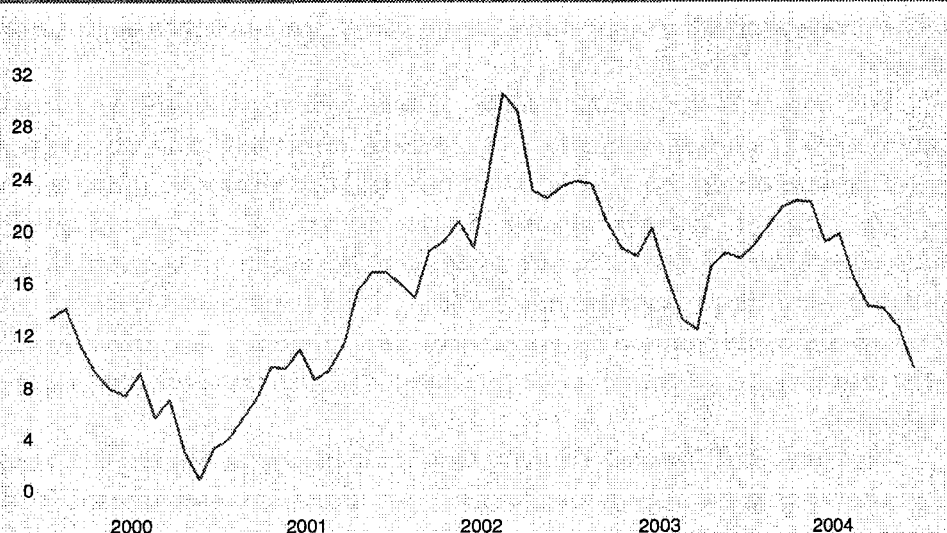
Il 2004 è stato un anno di crescita sostenuta per il Regno Unito, tanto che, dopo tre anni di contrazione, anche il settore industriale è tornato ad espandersi, sebbene solo in misura contenuta (0,3%). Nel complesso il PIL è cresciuto del 3,1%, principalmente per merito del settore delle costruzioni (3,6%), che ha beneficiato della dinamica ancora elevata del mercato immobiliare, e dei servizi che continuano ad essere il principale traino, dal punto di vista dell'offerta, dell'economia inglese. Dal lato della domanda, quella interna è stata decisamente robusta (3,7%), mentre quella estera ha sottratto risorse all'economia, riducendo la crescita di 6 decimi di punto percentuale.

Regno Unito

Il persistere di forti pressioni inflazionistiche nel mercato immobiliare ha indotto la Banca d'Inghilterra ad aumentare il tasso di riferimento per quattro volte di 25 punti base, passando da 3,75 a 4,75%, tra gennaio ed agosto del 2004. Il rallentamento della crescita dei prezzi degli immobili ha successivamente fatto rientrare i timori di una bolla e ha permesso all'indice generale dei prezzi di ripiegare verso l'obiettivo del 2%. La Banca centrale ha così potuto assumere, nella parte finale dell'anno, un atteggiamento di politica monetaria più neutrale. Nonostante la decelerazione, i prezzi delle abitazioni sono cresciuti, in media d'anno, quasi del 19% rispetto al 2003. L'incremento totale del prezzo delle unità abitative rispetto al 2000 è stato dell'85 per cento.

Anche per il Regno Unito l'anno borsistico ha mostrato due fasi distinte: nella prima, protrattasi fino a fine estate, l'indice FTSE dei 100 maggiori

**Grafico 6 – REGNO UNITO - INDICE HALIFAX DEL PREZZO DELLE ABITAZIONI**  
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Datastream.

titoli ha oscillato tra 4.300 e 4.600, mentre nella seconda ha invece mostrato un trend crescente fino a fine anno. Nel complesso l'indice ha guadagnato poco meno dell'8% da inizio anno.

#### 1.4 LE ECONOMIE EMERGENTI

##### America Latina

L'America Latina, nel 2004, ha registrato il migliore risultato economico a partire dal 1980, con un tasso di sviluppo del PIL pari al 5,7%. Hanno contribuito a questo risultato favorevole l'effetto traino della generalizzata ripresa ciclica internazionale, con un ruolo di grande spicco per la Cina, e l'elevato prezzo del petrolio, che ha favorito tutta l'area.

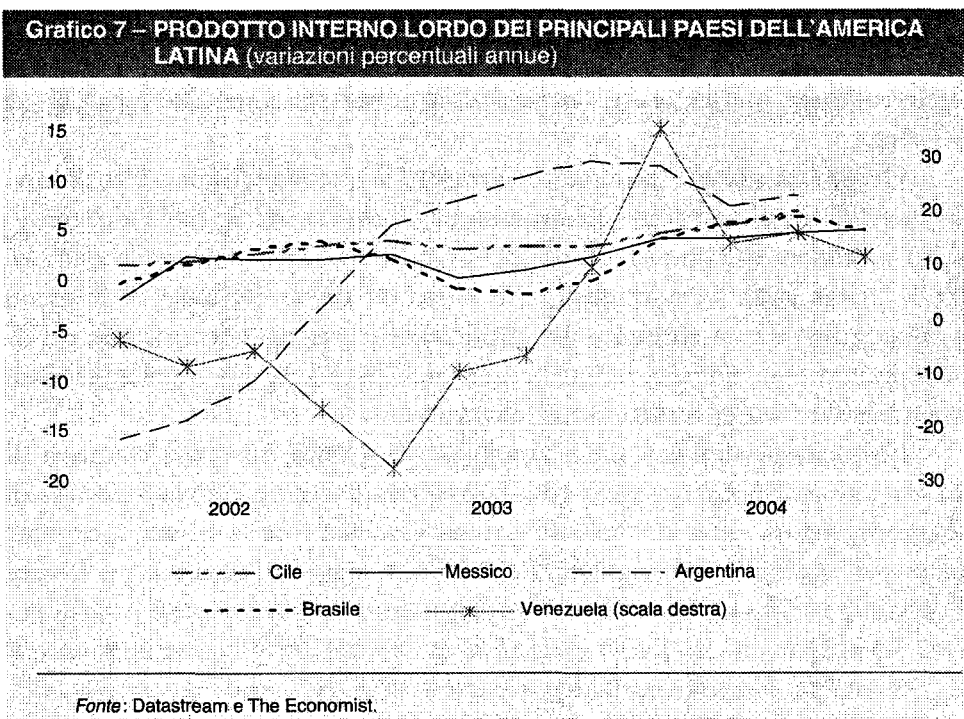
La vivace dinamica della domanda ha influenzato positivamente il mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione nella media dell'anno è stato del 6,7%, in diminuzione rispetto al 2003. Nonostante questo risultato e le elevate quotazioni del greggio, l'inflazione dell'area è stata pari al 7,6%, in discesa rispetto all'anno precedente (8,5%).

Per ciò che riguarda i conti con l'estero, per il terzo anno consecutivo, anche grazie a un miglioramento delle ragioni di scambio, la bilancia commerciale ha registrato un risultato positivo, mostrando un *surplus* di circa il 3,2% del PIL.

Nel 2004, il dinamismo della domanda interna e di quella estera, spinta dalla congiuntura internazionale, ha fatto segnare una svolta al Brasile, con un tasso di sviluppo medio del PIL del 5,2%, il miglior risultato degli ultimi dieci anni. I saggi di crescita hanno mostrato un profilo in accelerazione fino al terzo trimestre per poi subire un moderato rallentamento negli ultimi tre mesi.

Dal lato della domanda, con l'eccezione della spesa pubblica, tutte le componenti si sono incrementate in maniera consistente con un ruolo di spicco delle esportazioni. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha registrato tassi di sviluppo molto elevati. Accanto al migliorato quadro macroeconomico, il Brasile ha mostrato di essere anche sul sentiero di una ritrovata stabilità finanziaria grazie alla rigorosa politica economica posta in essere dal Governo che ha consentito una riduzione del debito estero nella componente sia pubblica sia privata e dei corrispondenti pagamenti di interessi.

Tra i paesi dell'America Latina, spicca il risultato straordinario del Venezuela che ha raggiunto, nella media del 2004, un tasso di crescita del PIL di oltre il 18%. Questa *performance* è attribuibile, dopo la profonda recessione del biennio precedente, anche alla ritrovata stabilità politica e agli alti rendimenti del petrolio, i cui proventi sono stati impiegati per implementare le azioni di politica economica.



L'Argentina, nei primi nove mesi del 2004, ha registrato un tasso di sviluppo medio dell'8,9%. A questo risultato hanno contribuito il buon andamento del prezzo delle materie prime e la vivace dinamica della domanda interna.

Per ciò che concerne la stabilità finanziaria, invece, la situazione continua a destare preoccupazioni. A partire dal 2002, le principali agenzie di *rating* hanno considerato il paese in condizione di *Selective Default*: cioè non in grado di rimborsare il proprio debito. Infatti, la situazione del debito pubblico rimane ancora critica e permangono molte difficoltà per portare a termine i negoziati preliminari per la sua ristrutturazione tra il Governo argentino e i creditori internazionali.

Negli ultimi giorni dell'anno, il ministro dell'economia argentino ha iniziato a comunicare alle associazioni dei creditori un piano per la ristrutturazione del debito che prevedeva un'offerta pubblica di scambio (OPS). La OPS, ufficialmente presentata nella prima metà di gennaio 2005, sostituirebbe 79,7 miliardi di dollari di titoli di Stato in *default* e 2,1 miliardi di dollari di interessi maturati con tre nuove emissioni di obbligazioni per un controvalore massimo di 41,8 miliardi di dollari. La proposta dovrebbe determinare una perdita secca per i detentori dei *tango bond* quantificabile tra il 67% e il 72% del capitale investito.

L'andamento del PIL delle economie asiatiche ha confermato nella seconda parte del 2004 i risultati positivi della prima metà, mostrando nella media

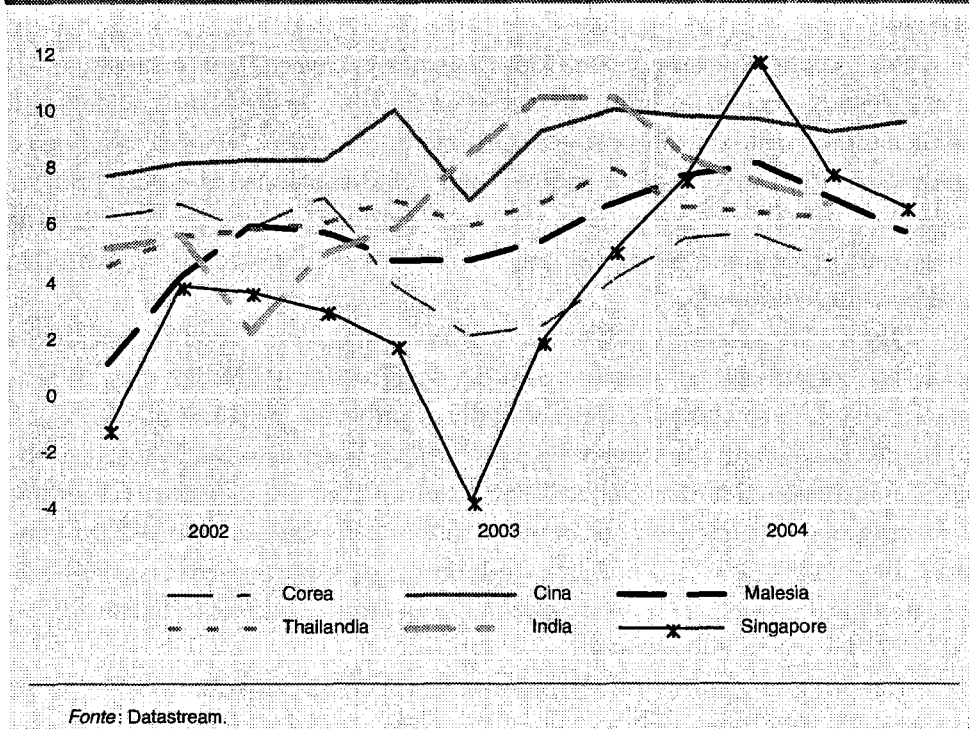
Asia

dell'anno una crescita del 7,4%. La congiuntura cinese ha svolto un ruolo di traino all'espansione della regione. Nonostante una leggera decelerazione nel terzo trimestre, infatti, la crescita del PIL in Cina è stata, nel 2004, pari al 9,5 per cento.

Questo risultato è stato particolarmente favorevole in quanto ha scontato provvedimenti restrittivi di varia natura, posti in essere dalle autorità di politica economica timorose di un eccessivo surriscaldamento dell'economia. Per la prima volta in nove anni, si è avuto un rialzo del tasso di interesse accompagnato da un aumento del coefficiente di riserva obbligatoria, dall'inasprimento dei controlli sul mercato immobiliare e da una regolamentazione più restrittiva dei crediti per gli investimenti.

L'evoluzione dell'economia cinese ha presentato, tuttavia, elementi di rischio connessi al settore bancario che non riesce a soddisfare la domanda di finanziamenti da parte dei privati. La maggior parte delle risorse sono state infatti destinate alle imprese statali che offrono maggiori garanzie per il rimborso dei prestiti a scadenza. Questo atteggiamento prudentiale è stato dovuto anche al fatto che in Cina i *non performing loan* nel 2004 hanno raggiunto il 26,5% del PIL. Il settore privato produce il 38% dell'*output* industriale ed è, assieme alle imprese straniere, l'unica fonte di nuovi posti di lavoro per la popolazione cinese in continua crescita.

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





Un ulteriore elemento che ha destato preoccupazioni è legato alla consistente quota di passività americane di riserve in dollari detenuta dalla Cina. Ciò è dovuto in parte alla volontà di mantenere lo yuan ancorato al dollaro per favorire la competitività delle proprie merci negli Stati Uniti, che sono uno dei principali mercati di sbocco delle esportazioni cinesi. Questa situazione si è accompagnata nel 2004 a una marcata tendenza al deprezzamento della divisa americana e potrebbe causare ingenti perdite in conto capitale per i detentori cinesi dei titoli e delle riserve in dollari qualora la rivalutazione dello yuan auspicata da parte della comunità internazionale avesse luogo.

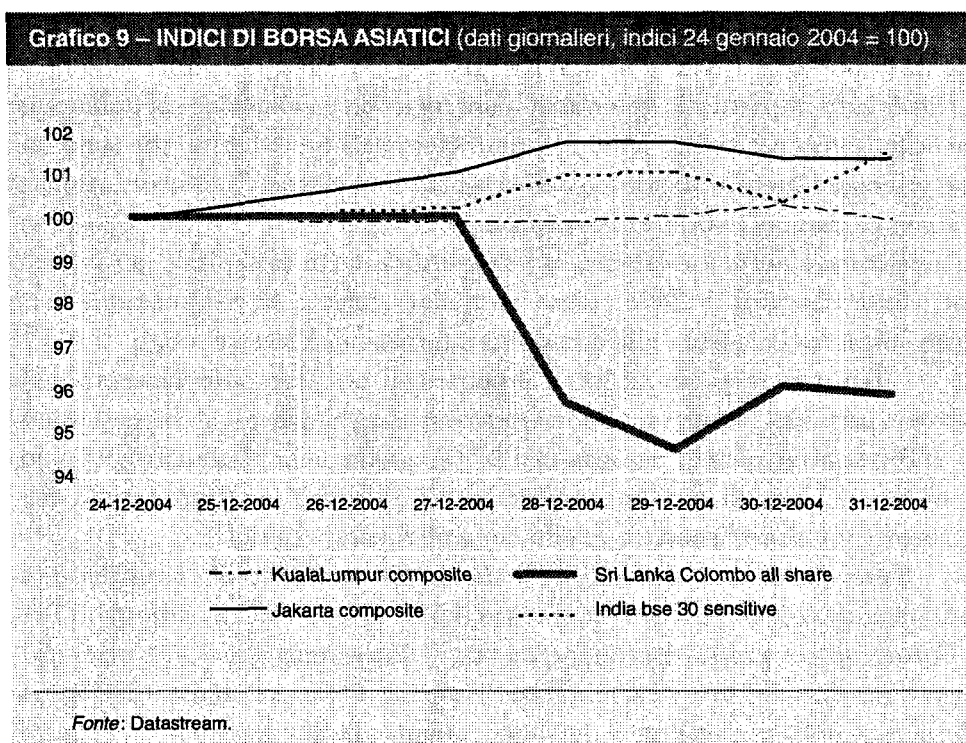
I dati mostrano per il 2004, seppure con un lieve rallentamento nella seconda parte dell'anno, una buona *performance* anche per gli altri paesi asiatici. Il PIL di Singapore è cresciuto dell'8,5%, quello della Malesia del 7%; l'Indonesia e la Corea si sono mosse anch'esse a un ritmo sostenuto, pur se leggermente inferiore rispetto a quello degli altri paesi asiatici.

Notevole il risultato dell'India che, negli ultimi dodici anni, ha registrato un tasso di crescita medio di oltre il 6%. Nei primi tre trimestri il PIL, sebbene con un profilo in rallentamento, è aumentato del 7,4% principalmente trainato dal settore dei servizi. Timorose delle pressioni inflazionistiche emerse nella seconda metà dell'anno, dovute alle alte quotazioni del petrolio e alla dinamica della domanda, le autorità di politica monetaria hanno adottato una serie di misure restrittive quali l'incremento del coefficiente di riserva obbligatoria e del tasso di interesse e l'adozione di un atteggiamento di "benevola indifferenza" verso l'apprezzamento della rupia.

Negli ultimi giorni dell'anno, buona parte dell'area asiatica è stata colpita da un maremoto di enormi proporzioni che ha causato ingenti perdite umane. Tuttavia, l'India, l'Indonesia e la Malesia, alcune tra le principali economie colpite, sembrano essere in grado di riassorbire in termini economici lo *shock* subito nel breve termine. Questi paesi hanno una struttura economica diversificata e le aree dove risiedono l'industria manifatturiera e agricola, le principali infrastrutture, aeroporti, linee ferroviarie e porti strategici, non sono state particolarmente danneggiate dal maremoto. Per la Thailandia e lo Sri Lanka le valutazioni sono state relativamente differenti a causa della più consistente incidenza dei danni, del loro grado di sviluppo e del maggior peso del turismo nell'economia.

Le attese del mercato sulle modeste conseguenze economiche del disastro sono state incorporate anche nell'andamento degli indici azionari dei paesi colpiti. Questi ultimi hanno sostanzialmente mantenuto la loro posizione o addirittura registrato miglioramenti, con la sola eccezione dello Sri Lanka dove il temporaneo cedimento della borsa è stato principalmente dovuto al crollo dei titoli del settore del turismo.

Nelle altre piazze dell'area ha prevalso l'impatto positivo del calo del prezzo del petrolio che si è registrato negli ultimi giorni dell'anno, delle favo-



revoli aspettative legate al settore delle costruzioni, che verrà avvantaggiato dalle necessarie opere di ricostruzione, e dalle attese dei cospicui flussi di aiuti internazionali che sono stati promessi dalla comunità internazionale.

I principali titoli scambiati sui mercati azionari del Sud Est asiatico, inoltre, appartengono a società che operano in settori (immobiliare, bancario e manifatturiero orientato all'*export*) che non dovrebbero aver risentito particolarmente della catastrofe e che anzi potrebbero ricevere un stimolo positivo dall'attività di ricostruzione.

L'Europa  
Centro-Orientale

I principali paesi dell'Europa Centro Orientale, nel 2004, hanno sperimentato tassi di crescita sostenuti e pari in media a circa il 5%. La favorevole evoluzione dell'attività produttiva si è accompagnata a un'inflazione contenuta e a tassi di disoccupazione in diminuzione. Sul quadro complessivo di queste economie hanno inciso positivamente gli effetti dell'ingresso nell'Unione Europea che si è verificato nello scorso maggio e, nel caso di Estonia, Lituania e Slovenia, anche l'adesione agli Accordi Europei di Cambio avvenuta a fine giugno.

Al di fuori dei nuovi Stati Membri, nell'area centro orientale, la Federazione Russa ha mostrato un eccellente risultato con un tasso di crescita del PIL reale di circa il 7%. Il picco nelle quotazioni delle *commodity*, che ha determinato in buona parte l'ottima *performance* economica, ha anche consentito alla Russia di conservare un avanzo sia nel bilancio pubblico sia nei conti con l'estero, pari rispettivamente al 3,6% e al 6,8% del PIL.

Sebbene siano rimaste alcune debolezze strutturali, quali un alto tasso di disoccupazione, un relativamente ampio *deficit* commerciale e un elevato debito pubblico, la crescita del PIL in Bulgaria e Romania è risultata elevata attestandosi rispettivamente al 4 e 5 per cento.

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

Dopo due anni di crescita debole, nel 2004 la zona euro è tornata a registrare un irrobustimento della dinamica di espansione del prodotto. L'attività economica è stata più favorevole nella prima metà dell'anno per poi segnare una decelerazione nella seconda parte. La domanda interna nel suo insieme è tornata a fornire un contributo sostanziale alla crescita del PIL, ma tale apporto è principalmente da attribuire al processo di ricostituzione delle scorte, mentre i consumi privati hanno mostrato un'espansione modesta e gli investimenti un decremento. Il forte dinamismo della domanda internazionale ha inizialmente favorito le esportazioni, successivamente penalizzate dall'apprezzamento della moneta unica.

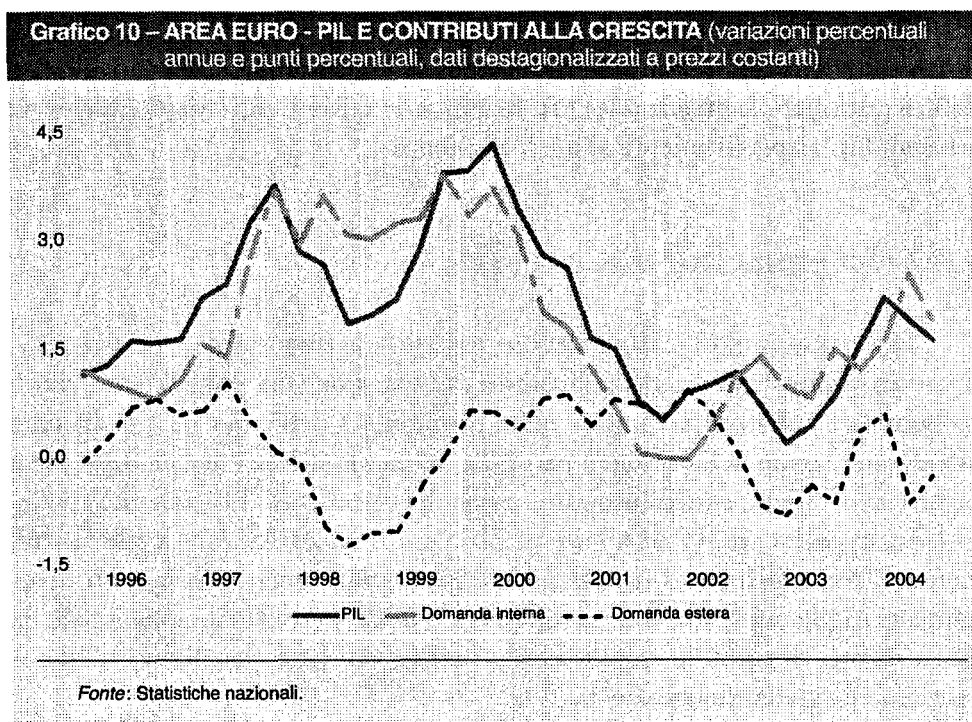
La fase di ripresa ciclica si è riflessa in qualche lento miglioramento del mercato del lavoro: l'occupazione per l'intera economia ha segnato un progresso, seppur di entità contenuta; il tasso di disoccupazione è leggermente diminuito rispetto all'inizio del 2003. Gli andamenti contrastanti delle principali *commodity* sui mercati internazionali hanno condizionato il profilo mensile dei prezzi alla produzione e al consumo; l'apprezzamento dell'euro e la dinamica non sostenuta della domanda interna hanno contenuto le tensioni inflazionistiche nei limiti degli obiettivi della Banca centrale.

Il prodotto interno lordo nell'area dell'euro ha segnato nel corso del 2004 un ritmo di espansione notevolmente più sostenuto dei due anni precedenti (1,8%, correggendo per il numero di giornate lavorative, dopo lo 0,5% e 0,9% rispettivamente nel 2003 e 2002). Il risultato annuo nasconde però un profilo trimestrale in rallentamento, nel secondo semestre, sia in termini congiunturali che tendenziali.

Il ritorno a tassi annui di crescita più vicini al potenziale è completamente da ascrivere alle componenti interne della domanda, che hanno fornito un contributo alla variazione annua del PIL quasi pari al tasso di espansione (1,7 punti percentuali), mentre è risultato nullo pressoché l'apporto della domanda estera netta (un decimo di punto).

Tra le componenti interne, il contributo più consistente è giunto dal processo di ricomposizione delle scorte (0,4 punti percentuali), in presenza di una domanda di consumi privati che è rimasta debole, ben al di sotto rispetto a quella prevalente nella seconda metà del decennio scorso e in linea con i deludenti risultati dell'anno precedente (1,1%, come nel 2003). Gli investi-

Le determinanti  
della crescita



menti fissi lordi hanno segnato una espansione (1,6%, dopo il decremento pari allo 0,2, 2,5 e 0,5% rispettivamente nel triennio 2001-2003): la modesta crescita della domanda interna, nonostante un moderato recupero del clima di fiducia degli imprenditori e condizioni monetarie favorevoli, ha negativamente inciso sul processo di accumulazione del capitale.

Nella prima metà dell'anno l'accentuato dinamismo della domanda mondiale ha determinato un andamento favorevole delle esportazioni; queste ultime, nella seconda parte del 2004, hanno però risentito degli effetti dell'apprezzamento dell'euro. Nel complesso, il tasso di espansione delle esportazioni è risultato il più elevato degli ultimi tre anni (5,8%). Il tasso di crescita delle importazioni ha invece registrato un andamento opposto, caratterizzato da un secondo semestre in accelerazione rispetto alla prima metà dell'anno (6,0% il risultato annuo).

L'andamento ciclico nelle principali economie dell'area è stato contraddistinto da profonde differenze. Francia e Spagna sono state accomunate da una *performance* brillante, mentre in Germania il tasso di espansione è risultato assai più modesto: nei primi due paesi si è registrato un incremento del PIL superiore alla media dell'area (rispettivamente pari al 2,4% e 2,7%) e più che doppio rispetto all'andamento dell'attività reale in Germania (1%, corretto per le giornate lavorate).

La composizione della crescita riflette differenze sostanziali. In Spagna e Francia la domanda interna è stata complessivamente sostenuta, grazie alla dinamica in accelerazione dei consumi, in particolare nella compo-

nente privata; il contributo alla crescita tendenziale di tali voce è stato positivo rispettivamente per 2,1 e 1,3 punti percentuali. In Germania, al contrario, l'apporto dei consumi privati è stato negativo per quattro decimi di punto, mentre è risultato positivo ma di modesta entità quello dei consumi pubblici (1 decimo di punto). Nonostante il permanere di condizioni monetarie favorevoli, in quest'ultimo paese gli investimenti fissi lordi hanno continuato a registrato una contrazione, di entità pari a quella sperimentata nel 2003 (2,2%). In Francia invece, dopo la stagnazione registrata nell'anno precedente, nel 2004 gli investimenti sono tornati a crescere a ritmo sostenuto (3,5%), contribuendo positivamente alla dinamica del PIL (per 7 decimi di punto). In Spagna il ciclo degli investimenti, già sostenuto nel 2003, ha continuato a mostrare una accelerazione (4,6%, dal 3,2% del 2003): accanto alla prosecuzione del *boom* nel comparto delle costruzioni (4,4%), che da qualche anno rappresenta il motore della crescita spagnola, si è aggiunto un rimbalzo nel settore dei macchinari (5,8%), dopo le deludenti *performance* precedenti.

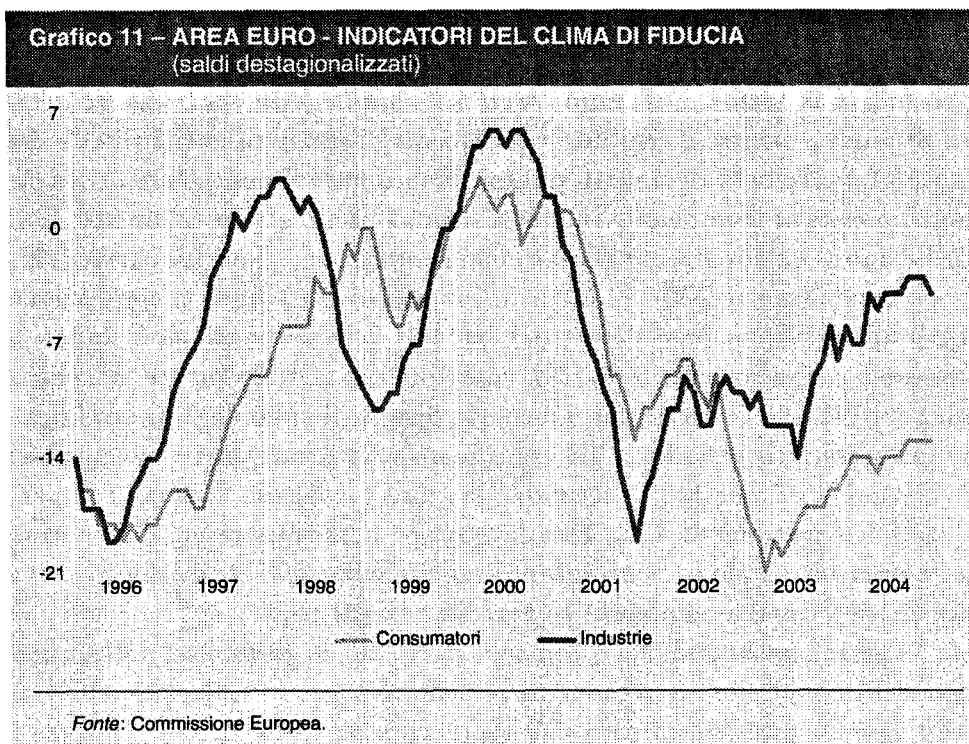
Il vivace andamento della domanda mondiale, in particolare nella prima metà dell'anno, è riuscito a compensare l'effetto negativo sulla competitività delle esportazioni determinato dall'apprezzamento della moneta unica. La Germania, grazie alla composizione settoriale e geografica del proprio commercio estero, orientato prevalentemente verso l'esportazione di beni capitali e mezzi di trasporto nei paesi a più elevata crescita (Stati Uniti, paesi dell'Europa centro-orientale, paesi del sud-est asiatico), ha registrato un incremento sostenuto delle proprie vendite all'estero (7,5%, dopo l'1,8% del 2003), mentre l'espansione delle esportazioni in Francia e Spagna è risultata più contenuta (3,3% e 4,5% rispettivamente). Grazie alla dinamica più vivace della domanda interna, in questi ultimi due paesi il ritmo di espansione delle importazioni ha sopravanzato quello delle esportazioni: il contributo alla crescita della domanda estera netta, a differenza di quanto osservato in Germania, è quindi risultato negativo (per 1,1 e 1,7 punti percentuali).

L'andamento dell'attività produttiva ha seguito nel corso del 2004 un profilo in progressiva attenuazione. L'indice di produzione industriale al netto del settore delle costruzioni ha infatti mostrato nella prima parte dell'anno un profilo tendenziale di crescita in accelerazione, per poi evidenziare un rallentamento nel secondo semestre. In media d'anno, tuttavia, si è comunque registrato l'incremento più ampio degli ultimi tre anni (1,9%).

Sin dalla seconda metà del 2003, in conseguenza del positivo andamento dell'economia nell'area industrializzata grazie all'irrobustimento del tono congiunturale internazionale, il clima di opinione degli imprenditori ha registrato un rafforzamento rispetto ai minimi precedentemente raggiunti. Tale tendenza è proseguita anche nella prima parte del 2004, sebbene a un ritmo meno sostenuto, grazie soprattutto al traino della domanda estera che si è

La produzione  
industriale

Il clima  
di fiducia



riflessa in un cospicuo rialzo degli ordinativi e delle attese a breve termine sulla produzione. Successivamente, il rallentamento del ciclo mondiale ha determinato una stabilizzazione della prima componente e un arretramento della seconda; ciò si è riflesso anche nell'andamento dell'indice sintetico nel corso della seconda metà del 2004.

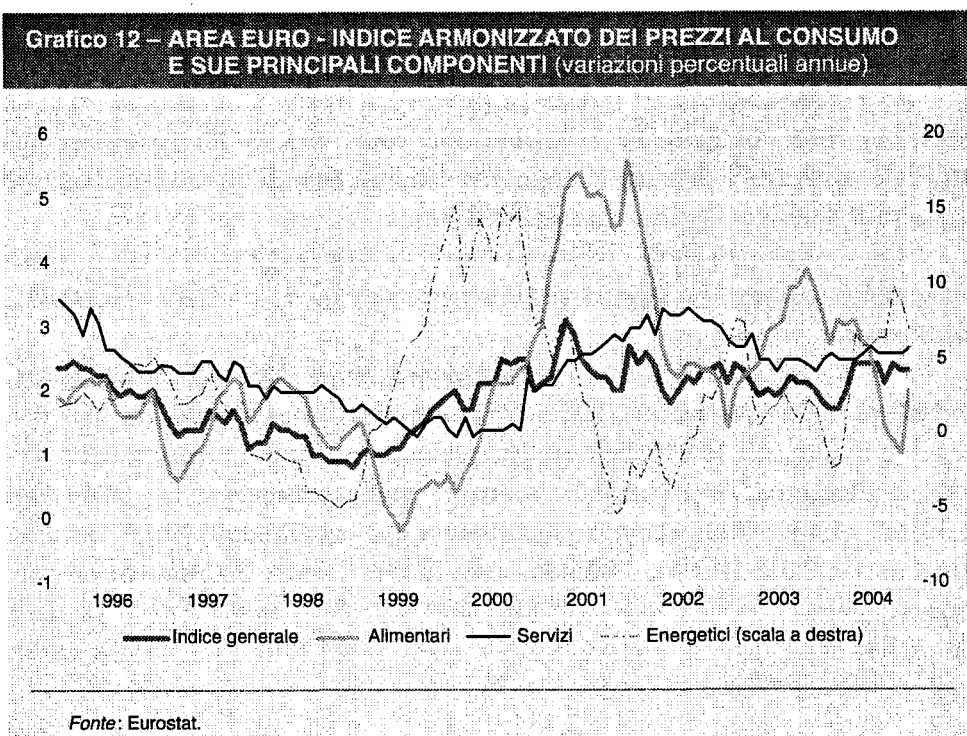
Il clima di opinione delle famiglie ha invece evidenziato un miglioramento molto graduale, ma progressivo nel corso dell'intero 2004, guidato in particolare nella seconda metà d'anno da un rafforzamento delle attese circa una riduzione prospettica della disoccupazione.

La dinamica  
dei prezzi

Nel corso del 2004 la dinamica dei prezzi alla produzione e al consumo è stata condizionata dall'andamento del prezzo del greggio e delle principali *commodity* sui mercati internazionali.

Le elevate quotazioni del petrolio hanno cominciato a riflettersi nei prezzi all'origine in maniera sensibile a partire dalla primavera e per tutta la parte centrale dell'anno. Nel confronto tendenziale, l'indice dei prezzi alla produzione per il settore industriale (al netto del comparto delle costruzioni) ha registrato incrementi positivi a partire da aprile, con un profilo crescente fino al mese di ottobre. Solo negli ultimi due mesi dell'anno un decremento su base congiunturale, in coincidenza con quotazioni del petrolio in calo, ha permesso una inversione di tendenza.

I beni energetici hanno negativamente condizionato anche l'andamento dei prezzi dei beni finali; questi ultimi hanno però beneficiato di una sensibi-



le riduzione dei prezzi dei beni alimentari, in particolare di quelli non trasformati. Il profilo tendenziale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha quindi mostrato, su base mensile, un andamento altalenante, a seconda del prevalere di queste due tendenze dal segno contrapposto; in media d'anno l'incremento è risultato pari al 2,1%, stabile rispetto all'anno precedente e in linea con l'obiettivo della Banca Centrale Europea.

Al netto delle componenti più volatili (prodotti energetici e alimentari non trasformati), l'inflazione è stata invece caratterizzata da un andamento sostanzialmente piatto. La *core inflation* si è attestata in dicembre all'1,9%, lo stesso valore di inizio anno, dopo aver raggiunto durante l'estate il 2,1%; in termini di valore medio annuo l'incremento è stato pari al 2 per cento.

Il relativo dinamismo che ha contraddistinto l'evoluzione ciclica nel corso del 2004 si è riflesso sulle condizioni del mercato del lavoro. Nel corso dei primi nove mesi dell'anno si è registrata per l'intera economia una crescita dell'occupazione dello 0,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, un incremento superiore a quello registrato per l'intero 2003 (0,2%); i livelli occupazionali sono risultati in costante crescita lungo l'arco dei tre trimestri. Qualche differenza è però riscontrabile nelle dinamiche settoriali: nell'industria si è registrata una contrazione su base congiunturale che ha interessato sia il primo che il terzo trimestre, mentre nel comparto delle costruzioni si è evidenziata una forte espansione nel periodo aprile-giugno (1,2%), che ha più che compensato la variazione negativa dei restanti due periodi. Il

Il mercato  
del lavoro

settore dei servizi ha invece continuato a mostrare un'evoluzione positiva nella creazione di posti di lavoro lungo tutto l'arco dei primi nove mesi.

In corrispondenza di questi andamenti, il tasso di disoccupazione ha mostrato solo una parziale riduzione nel corso del 2004, mantenendosi all'8,8% tra aprile e dicembre, dopo una diminuzione di un decimo di punto rispetto al valore dei primi tre mesi dell'anno.

La finanza  
pubblica

I due principali saldi di finanza pubblica hanno registrato nel 2004 un andamento opposto: in leggero miglioramento il *deficit*, in ulteriore espansione il debito.

Per l'insieme dell'area, l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è diminuito di un decimo di punto, passando da un *deficit* del 2,8% al 2,7% in rapporto al PIL. Solo tre paesi hanno continuato a registrare un *surplus*: la Finlandia, in riduzione rispetto a quello conseguito nel 2003 (dal 2,5% al 2,1%), il Belgio, pur in dimensioni molto contenute (0,1% del PIL, dopo lo 0,4% del 2003) e l'Irlanda, dove invece l'avanzo ha assunto proporzioni notevoli (1,3%, dopo lo 0,2% del 2003). In Spagna si è invece tornati a un *deficit*, dopo il temporaneo *surplus* registrato nel 2003 (-0,3% nel 2004, dallo 0,3% del PIL).

**Tabella 2 – DISAVANZO E DEBITO NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO\* (in percentuale del PIL)**

|             | Disavanzo pubblico |      |      | Debito pubblico |       |       |
|-------------|--------------------|------|------|-----------------|-------|-------|
|             | 2002               | 2003 | 2004 | 2002            | 2003  | 2004  |
| Austria     | -0,2               | -1,1 | -1,3 | 66,7            | 65,4  | 65,2  |
| Belgio      | 0,1                | 0,4  | 0,1  | 105,4           | 100,0 | 95,6  |
| Finlandia   | 4,3                | 2,5  | 2,1  | 42,5            | 45,3  | 45,1  |
| Francia     | -3,2               | -4,2 | -3,7 | 59,0            | 63,9  | 65,6  |
| Germania    | -3,7               | -3,8 | -3,7 | 60,9            | 64,2  | 66,0  |
| Grecia      | -4,2               | -5,2 | -6,1 | 112,2           | 109,3 | 110,5 |
| Irlanda     | -0,4               | 0,2  | 1,3  | 32,6            | 32,0  | 29,9  |
| Italia      | -2,6               | -2,9 | -3,0 | 108,0           | 106,3 | 105,8 |
| Lussemburgo | 2,3                | 0,5  | -1,1 | 7,5             | 7,1   | 7,5   |
| Paesi Bassi | -1,9               | -3,2 | -2,5 | 52,6            | 54,3  | 55,7  |
| Portogallo  | -2,7               | -2,9 | -2,9 | 58,5            | 60,1  | 61,9  |
| Spagna      | -0,3               | 0,3  | -0,3 | 55,0            | 51,4  | 48,9  |

(\*) Inclusive dei proventi derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

Fonte: Eurostat.

Nelle due principali economie dell'area, Francia e Germania, il *deficit* ha evidenziato un miglioramento, pur rimanendo ampiamente al di sopra della soglia del 3% imposta dai vincoli di Maastricht: entrambi i paesi hanno registrato un rapporto *deficit*/PIL del 3,7%, con un miglioramento più marcato per la Francia (dal 4,2% precedente), marginale per la Germania (3,8% il *deficit* nel 2003).