

Dopo la tendenza al ridimensionamento sperimentata fino al 2002, per il secondo anno consecutivo il peso del debito pubblico è tornato ad aumentare, passando per l'intera area dal 70,8% al 71,3% del PIL. Sette Stati membri hanno mostrato un livello di debito superiore alla soglia del 60%. Tra i paesi maggiormente indebitati, Belgio e Italia hanno proseguito lungo il sentiero di rientro, segnando un ridimensionamento del rapporto debito/PIL, più marcato nel primo paese (meno di 5 punti, dal 100% al 95,6% in rapporto al PIL) che nel secondo (5 decimi, dal 106,3% al 105,8% del PIL); la Grecia invece ha evidenziato un peggioramento (dal 109,3% al 110,5%).

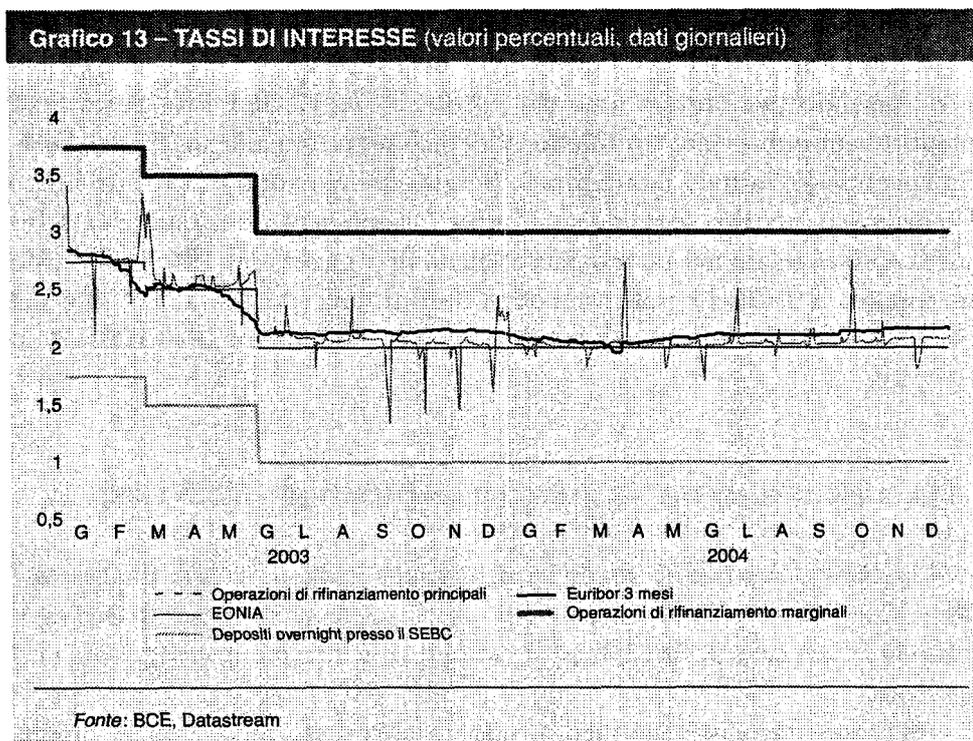
1.6 LA POLITICA MONETARIA E I MERCATI FINANZIARI NELL'AREA EURO

La Banca Centrale Europea ha mantenuto invariati i tassi di interesse ufficiali per tutto il 2004: il tasso *repo* al 2%, il tasso sui depositi *overnight* presso la Banca centrale all'1% ed il tasso di rifinanziamento marginale al 3 per cento.

Le azioni della Banca Centrale Europea

Il contesto macroeconomico internazionale è stato caratterizzato da una dinamica dell'attività economica mondiale sostenuta, più elevata nella prima metà dell'anno ed in leggero rallentamento nella seconda. La crescita è stata trainata principalmente dagli Stati Uniti e dai paesi asiatici, in particolare la Cina. Gli squilibri delle bilance dei pagamenti correnti tra le diverse aree economiche sono andati ampliandosi ed il dollaro, dopo aver oscillato intorno a valori di poco inferiori a 1,25 nei confronti dell'euro, ha registrato un nuovo brusco deprezzamento nella parte finale dell'anno, raggiungendo in dicembre la quotazione di 1,36. Nonostante le tensioni che si sono manifestate sui prezzi internazionali delle materie prime, principalmente quelle energetiche, la dinamica inflazionistica, e soprattutto le aspettative di inflazione, sono rimaste sotto controllo in tutti i paesi industrializzati. Lo scenario mondiale descritto, di sostenuta crescita economica, è stato però caratterizzato da elevata incertezza e le prospettive sono mutate a fasi alterne nel corso dell'anno, riflettendo soprattutto la volatilità delle attese relative alla forza, alla sostenibilità ed alla durata della ripresa americana. Dopo un primo trimestre di progressivo peggioramento delle aspettative e della fiducia è seguito, da maggio, un loro rapido miglioramento. Nel corso dell'estate, il brusco rialzo del prezzo del petrolio ha aumentato i timori sulle prospettive di crescita mondiale. Le preoccupazioni si sono ridimensionate nello scorcio finale dell'anno, con la diminuzione delle quotazioni petrolifere e la conferma del consolidamento della ripresa americana proveniente da alcuni importanti dati macroeconomici. In tale contesto, le principali banche centrali sono state prudenti ed i mercati hanno mutato più volte opinione sull'evoluzione futura dei tassi di interesse.

Il contesto macroeconomico internazionale

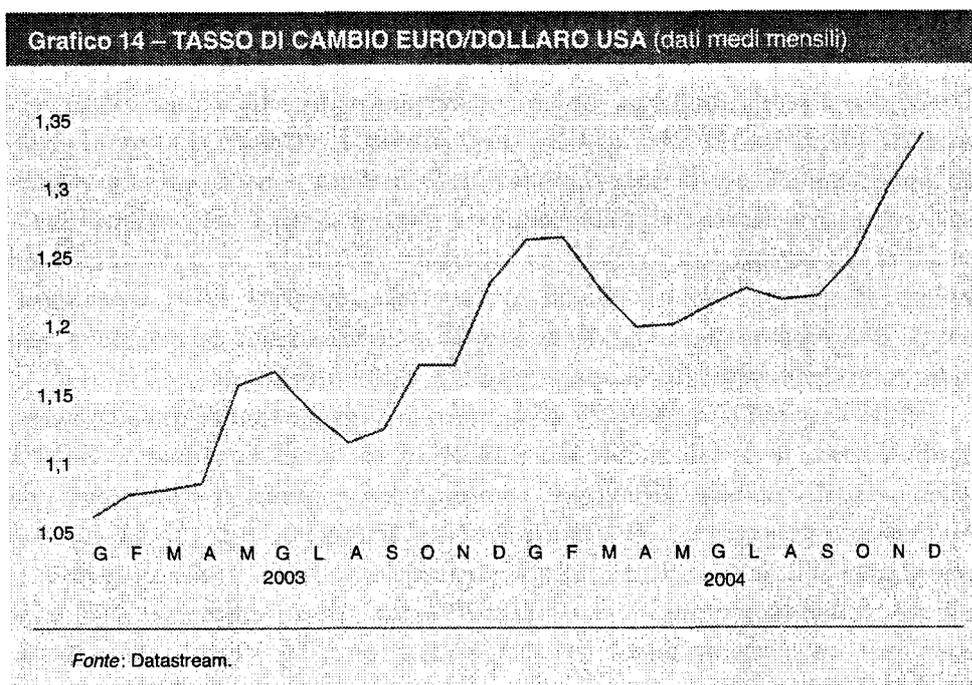


... e nell'area
dell'euro

Nell'area dell'euro la dinamica dell'attività economica è stata relativamente modesta rispetto all'evoluzione ciclica mondiale ed inferiore alle attese. Nelle previsioni formulate dalla Banca Centrale Europea in dicembre, la crescita del PIL è stata ridimensionata rispetto a quelle elaborate dodici mesi prima di circa 2 decimi di punto nel 2004 (da un valore centrale del 2% all'1,8%) e di circa mezzo punto nel 2005 (dal 2,4% all'1,9%). Sul peggioramento del quadro macroeconomico ha influito anche il sensibile apprezzamento della valuta europea, che ha scoraggiato la domanda estera in presenza di una debole dinamica della domanda interna. In un contesto caratterizzato da un cambio forte, da una congiuntura macroeconomica incerta e da diffusa moderazione salariale, gli effetti sui prezzi degli aumenti delle quotazioni dei prodotti petroliferi sono stati limitati. L'aumento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo non ha superato il 2,5% e la *core inflation* si è mantenuta prossima al 2%. Le aspettative dei mercati relative all'andamento dell'inflazione di medio periodo nell'area dell'euro, dopo aver raggiunto un picco a giugno, si sono ridotte nel terzo trimestre e stabilizzate nei tre mesi successivi. La liquidità circolante nel sistema è stata abbondante, per effetto dei bassi tassi di interesse e delle incertezze relative all'evoluzione della politica monetaria e dell'economia reale.

La politica
monetaria negli
Stati Uniti

Negli Stati Uniti, la *Federal Reserve* ha avviato in giugno la fase di rialzo dei tassi di interesse ufficiali. Fino a dicembre 2004 ha attuato cinque interventi, con un incremento complessivo di 1,25 punti percentuali. Il tasso obiettivo sui *Federal Funds* ha così raggiunto il 2,25% e si è collocato, per la



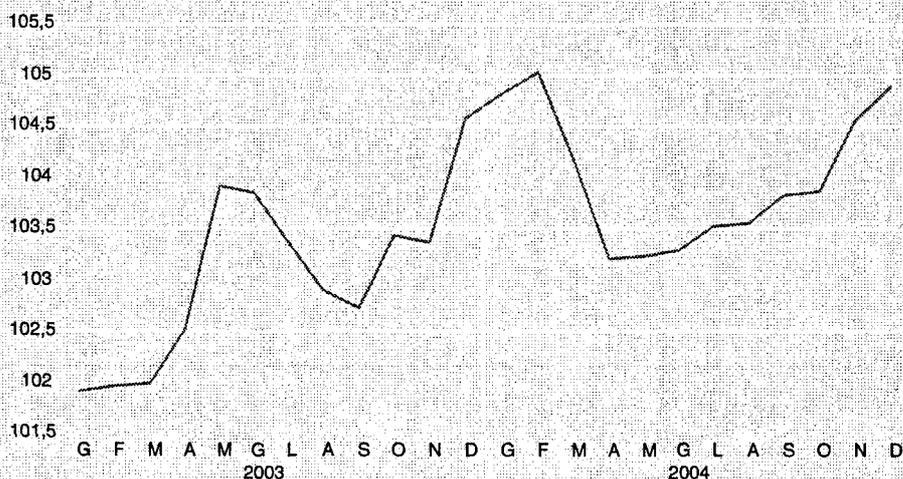
prima volta dall'aprile del 2001, al di sopra del tasso *repo* fissato dalla BCE. L'avvio della fase restrittiva era attesa dai mercati sin dall'inizio dell'anno, quando il governatore della *Federal Reserve* ha cominciato a guidare le aspettative dei mercati verso un rialzo dei rendimenti. Molta incertezza ha tuttavia riguardato i tempi di avvio e l'intensità della manovra, a riflesso dei timori sull'evoluzione del quadro macroeconomico. Nel corso del primo trimestre 2004 le attese relative all'attuazione dei primi interventi restrittivi si sono progressivamente spostate in avanti e in marzo i rendimenti impliciti nei contratti *futures* sui tassi a breve indicavano tassi ufficiali in rialzo solo nella parte finale dell'anno. La situazione si è significativamente modificata da maggio, con il consolidamento dei segnali di ripresa ai quali si è associato un aumento del tasso di inflazione effettivo ed atteso. Le dichiarazioni della *Federal Reserve* hanno cominciato a evidenziare la possibilità di un ravvicinato rialzo dei tassi, ponendo l'accento sulla gradualità della manovra. I mercati hanno iniziato a scontare un lento avvio della fase restrittiva entro la fine di giugno e, infatti, nella riunione del 29 giugno il FOMC ha deciso un aumento del tasso obiettivo sui *Federal Funds* di un quarto di punto, a 1,25%, primo intervento al rialzo dopo il 2000. Le manovre sono proseguite in modo graduale, con altri quattro interventi nei successivi sei mesi di entità analoga, ed hanno risposto all'esigenza di contenere le aspettative inflazionistiche senza incidere negativamente sulle prospettive di crescita economica. Le modifiche della curva dei rendimenti indicano che l'obiettivo è stato raggiunto con successo. L'appiattimento della pendenza che si è verificato in particolare nell'ultimo

trimestre segnala infatti, in presenza di tassi a breve in aumento, il ridimensionamento delle aspettative inflazionistiche. La moderata dinamica dei tassi di interesse a lunga scadenza, inoltre, ne ha mantenuto i livelli su valori ancora storicamente bassi (4,5% quelli a dieci anni in dicembre), garantendo condizioni favorevoli per il finanziamento delle imprese e per la crescita economica. L'impatto restrittivo della manovra sull'economia è stato quindi limitato e si è accompagnato all'effetto espansivo derivante dalla debolezza del dollaro. L'anno si è quindi chiuso con le attese orientate verso il proseguimento delle manovre di rialzo, in possibile accelerazione in relazione agli andamenti delle variabili macroeconomiche e dell'inflazione.

La politica
monetaria
nell'area
dell'euro

Nell'area dell'euro, la BCE ha adottato un atteggiamento di *wait and see*, condizionando le decisioni sui tassi ufficiali all'andamento, alquanto incerto, delle variabili rilevanti (domanda, cambio, costi e prezzi internazionali) da monitorare attentamente. Per tutto il primo trimestre, è in pratica rimasta ancora aperta l'eventualità che la BCE potesse decidere, in presenza di indicatori congiunturali stagnanti, di un cambio forte e di un'inflazione sotto controllo, per un ulteriore taglio dei tassi di interesse. In marzo, i rendimenti impliciti nei contratti *futures* sui tassi a tre mesi segnalavano attese di ribasso entro l'autunno. Nel secondo trimestre, risultati migliori del previsto relativamente alla dinamica del PIL, seppure associati ad indicazioni incerte provenienti da altri indicatori, e l'accelerazione dell'inflazione effettiva (l'indice armonizzato è aumentato del 2,5% a maggio e del 2,4% a giugno) ed attesa hanno riassorbito gli spazi esistenti per ulteriori ribassi dei tassi ufficiali. La BCE ha modificato il tono delle dichiarazioni, con lo spostamento dell'accento dai rischi di un mancato consolidamento della ripresa a quelli connessi al rialzo delle aspettative inflazionistiche, in un contesto di elevata liquidità. In particolare, le autorità monetarie hanno iniziato ad esprimere preoccupazioni per il rischio di possibili *second round effects* sui prezzi derivanti dai forti rincari dei prodotti energetici e legati soprattutto al potenziale innescarsi di una spirale prezzi-salari. In questo contesto, a inizio luglio, i contratti *futures* sui rendimenti a tre mesi indicavano attese di rialzo dei tassi di interesse, nell'area dell'euro, alla fine del 2004. Nel secondo semestre l'aumento del prezzo del petrolio e l'accelerazione della crescita della liquidità, già elevata, presente nel sistema hanno determinato un aumento dei rischi inflazionistici mentre l'apprezzamento del cambio ha accentuato quelli di debolezza congiunturale dell'economia reale. La *break even inflation* sull'orizzonte di dieci anni, che indica le aspettative inflazionistiche di lungo periodo, dopo aver raggiunto un massimo in giugno (2,4%), ha oscillato successivamente intorno al 2,2%, sopra l'obiettivo del 2%. Tale andamento ha destato le preoccupazioni delle autorità monetarie europee, anche per la presenza nel sistema di una elevata massa di liquidità in grado di alimentare lo sviluppo di un processo inflazionistico e di bolle speculative, in particolare nel mercato immobiliare caratte-

Grafico 15 – CONDIZIONI MONETARIE NELL'AREA DELL'EURO
(dati mensili, indice 2002 = 100)

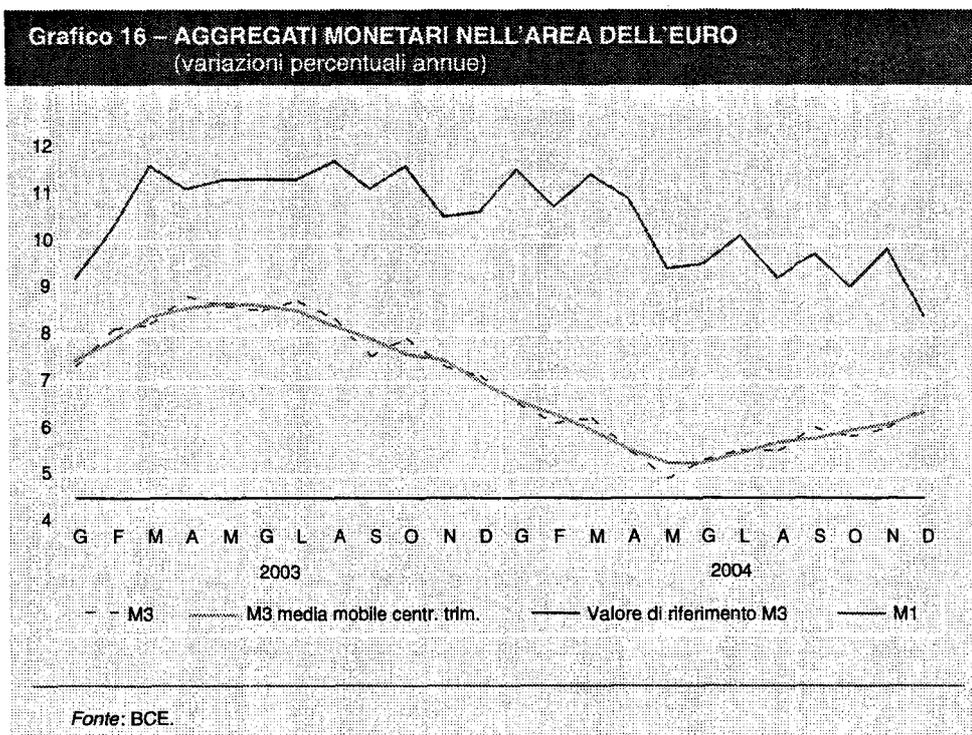


Fonte: elaborazioni ISAE su dati Datastream.

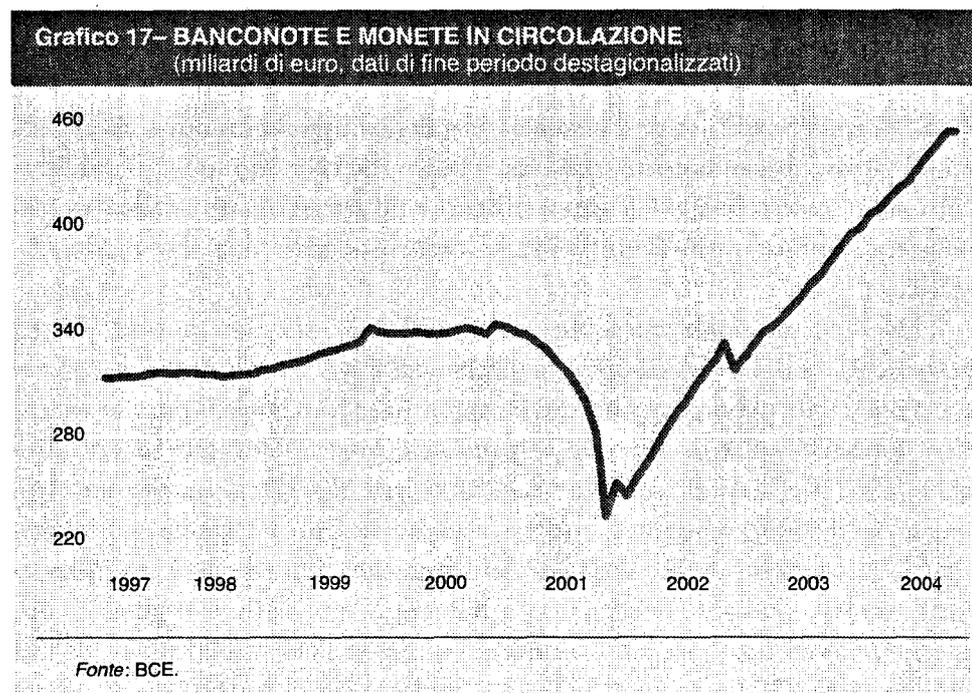
rizzato, in diversi paesi europei, da prezzi in forte crescita. In tale contesto, la BCE ha mantenuto invariati i tassi di interesse ufficiali, determinando un sensibile restringimento delle condizioni monetarie nel secondo semestre in conseguenza soprattutto dell'andamento del tasso di cambio effettivo dell'euro, che da giugno a dicembre si è apprezzato in termini reali del 4%. A dicembre, gli operatori scommettevano sul mantenimento di tassi ufficiali stabili per tutto il primo semestre del 2005, con rendimenti a tre mesi al 2,5% a fine 2005. Non si è verificato pertanto nell'area dell'euro quel mutamento al rialzo nelle attese sull'andamento dei tassi a breve che ha avuto luogo negli Stati Uniti nello scorcio finale dell'anno; si è così ampliato il divario tra le aspettative circa l'impostazione delle politiche monetarie sulle due sponde dell'Atlantico.

Dopo l'eccezionale aumento della preferenza per la liquidità che ha avuto luogo tra il 2001 ed il 2003, nel corso del 2004 si è verificata una incerta e solo parziale ricomposizione dei portafogli verso attività di più lungo termine. L'avversione al rischio degli operatori è rimasta elevata e la liquidità abbondante. Nel secondo semestre la dinamica di M3, che si era ridotta rapidamente al 4,9% in maggio, ha ripreso successivamente a crescere, portandosi al 6,4% in dicembre. La dinamica dell'aggregato monetario di riferimento ha riflesso una crescita elevata, ma in rallentamento, delle componenti più liquide (M1) ed una parziale e limitata ricomposizione verso quelle di più lungo termine all'interno di M2. Tra le componenti più liquide, il circolante

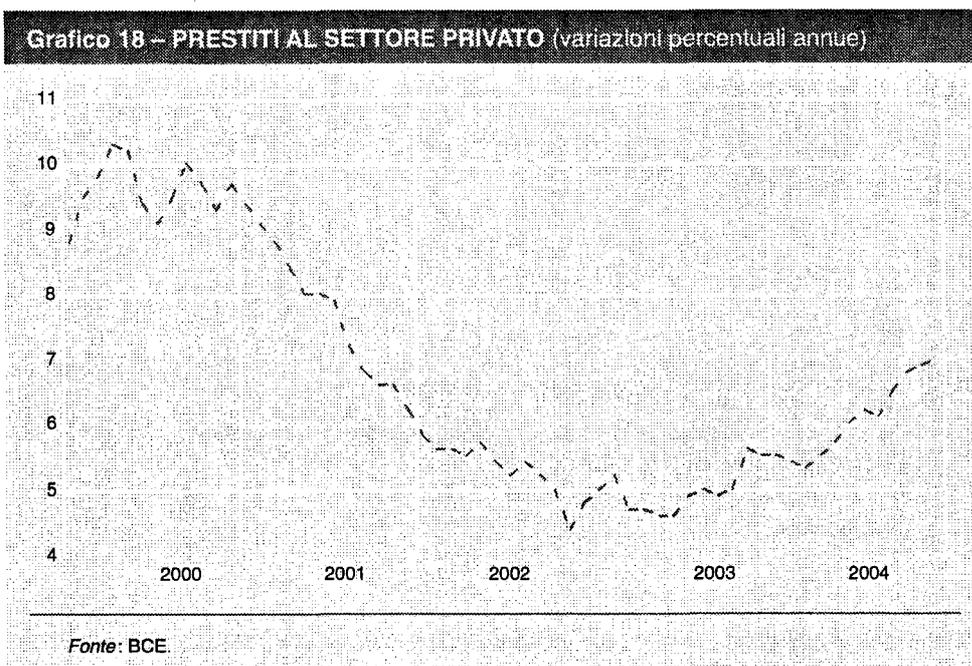
Aggregati
monetari



è aumentato ad un tasso tendenziale medio superiore al 20% come risultato di tre fattori: il proseguimento del processo di ricostituzione del circolante dopo il *changeover*, un basso costo opportunità e una forte domanda estera di



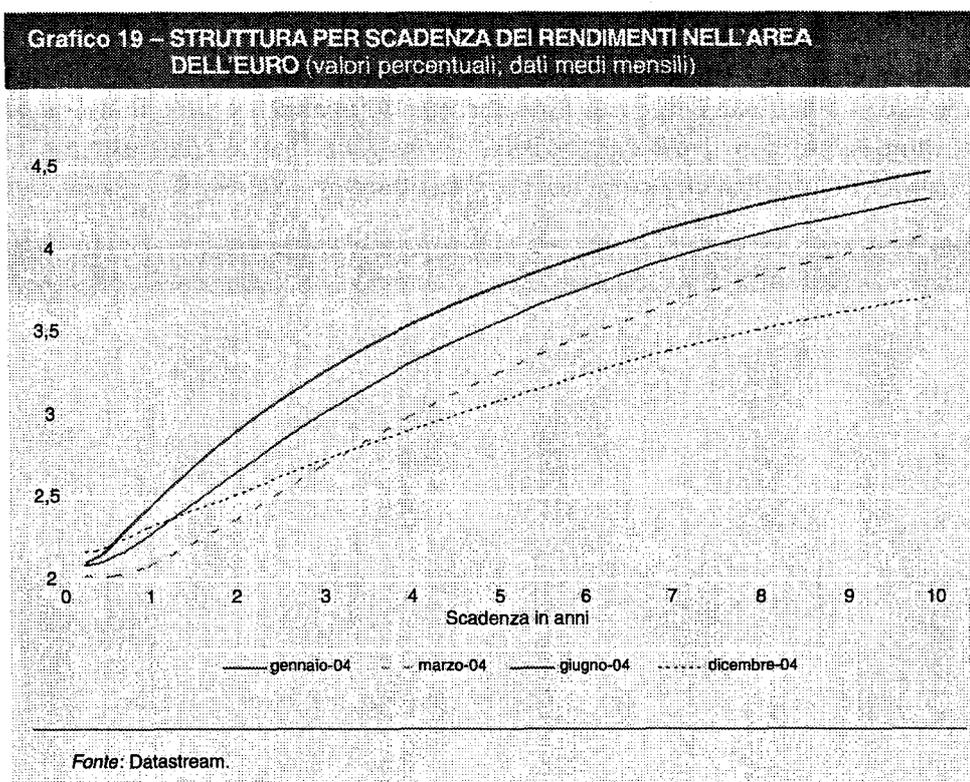
valuta comune, per l'espansione del ruolo dell'euro come valuta internazionale. Il livello raggiunto dallo *stock* di monete in circolazione, che ha superato a fine anno 450 miliardi di euro, risulta infatti notevolmente superiore a quello compatibile con il *trend* precedente il *changeover*. Tra le contropartite, la dinamica del credito al settore privato è risultata in progressiva crescita, dal



5,3% dell'ultimo trimestre 2003 al 7% di dicembre 2004, l'aumento più elevato dalla fine del 2001. Tale andamento è il risultato di un aumento particolarmente sostenuto dei prestiti alle famiglie (prossimo all'8% negli ultimi mesi) e di uno più moderato, ma in continua crescita, dei prestiti alle imprese non finanziarie (5,4% in dicembre). Alla dinamica dei prestiti alle famiglie hanno contribuito principalmente i mutui per gli acquisti immobiliari, cresciuti del 9,8% in dicembre.

In presenza di tassi di interesse ufficiali stabili, le modifiche della struttura per scadenza dei rendimenti nell'area dell'euro hanno riflesso le incertezze relative all'evoluzione delle politiche monetarie: un appiattimento nel corso dei primi mesi del 2004, a causa del rinvio dell'atteso inizio della fase restrittiva in seguito al peggioramento delle prospettive di crescita ed in assenza di rischi inflazionistici; una conformazione ad U sul segmento monetario alla fine del primo trimestre, segnale di aspettative di ribasso dei tassi ufficiali; un aumento dell'inclinazione da aprile, soprattutto sul segmento a più breve termine, in relazione sia al consolidamento della ripresa mondiale sia all'aumento delle aspettative di inflazione; un nuovo appiattimento nel corso del secondo semestre, più marcato sulle scadenze più lunghe. Il diffe-

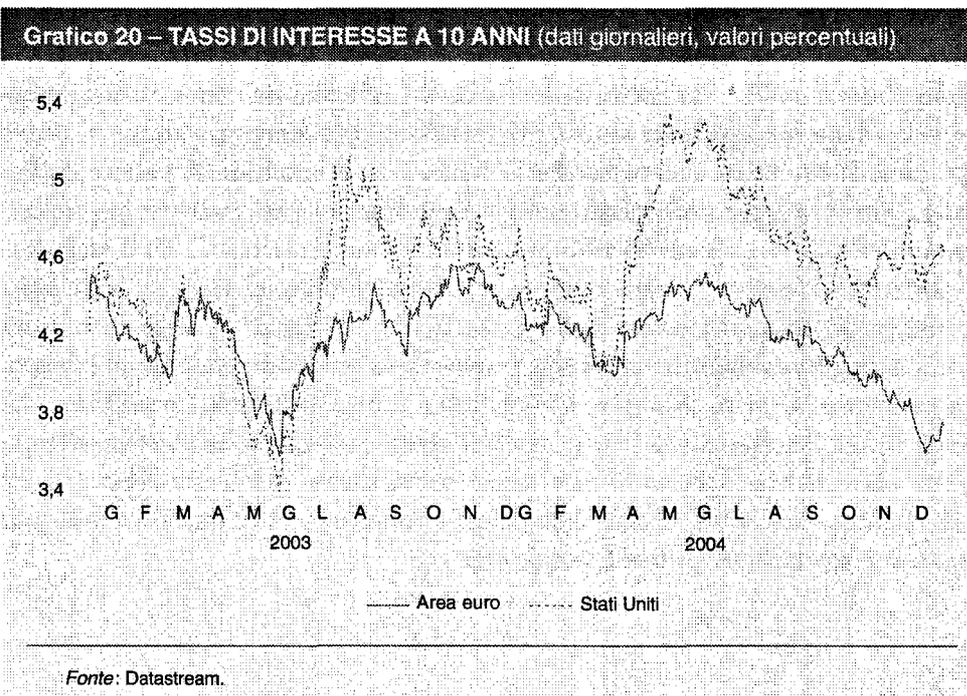
Curve
dei rendimenti



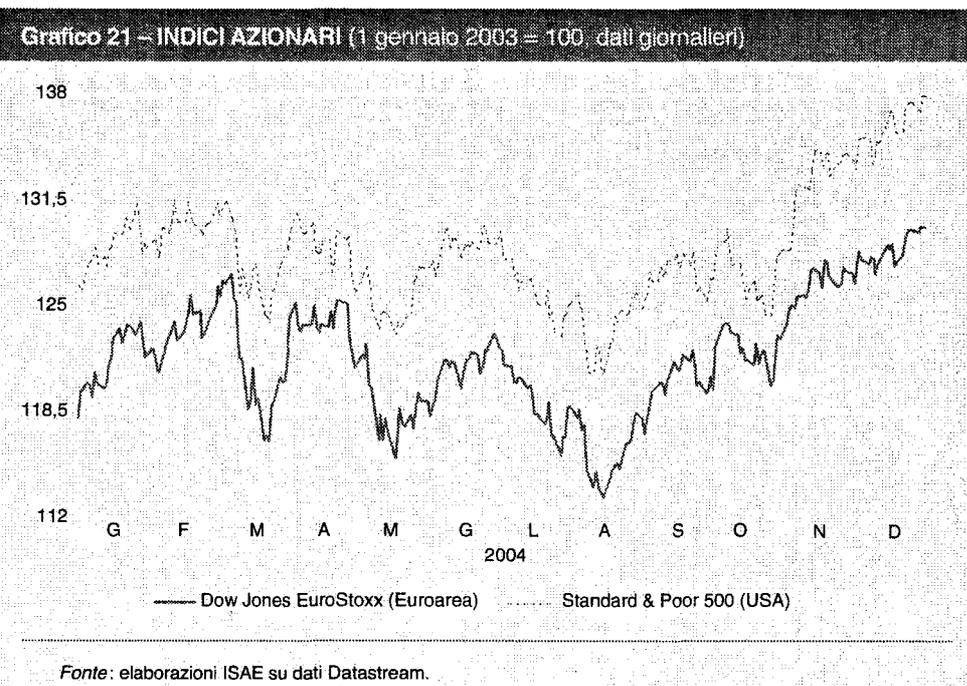
renziale di rendimento tra titoli a dieci anni e titoli a tre mesi, sceso nei primi mesi dell'anno fino a 2 punti percentuali in marzo, è risalito a 2,3 in giugno e si è ridotto a 1,5 punti in dicembre. I tassi di interesse a lungo termine, per tutto l'anno notevolmente più bassi del previsto, sono risultati in declino nel corso del secondo semestre. Dopo un andamento altalenante, con un minimo a fine marzo (4%) ed un massimo in giugno (4,5%), i rendimenti a dieci anni si sono ridotti negli ultimi sei mesi di otto decimi di punto, a 3,7%. Il differenziale di rendimento sul lungo termine con gli Stati Uniti si è ampliato: da pochi decimi a inizio d'anno lo *spread* ha raggiunto, con qualche oscillazione, quasi 1 punto percentuale a dicembre, livello cui si trovava a fine 2000, come effetto dell'ampliamento delle divergenze nelle prospettive di crescita e nell'evoluzione delle politiche monetarie tra le due aree.

Mercati
finanziari

I mercati azionari sono rimasti stabili per gran parte del 2004, con limitate oscillazioni che hanno riflesso le incertezze del quadro internazionale, e sono migliorati nel corso dei mesi finali dell'anno. Nell'ultimo bimestre le quotazioni sono salite in media del 5,5% rispetto alla media dei primi dieci mesi dell'anno e a dicembre 2004 l'indice *Dow Jones Eurostoxx* è risultato del 10% più elevato rispetto a 12 mesi prima. Gli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro sono stati sostenuti dalle buone condizioni di redditività delle imprese quotate, dalle migliorate prospettive di crescita mondiale, dalla



riduzione della volatilità delle quotazioni e dalla conseguente diminuzione del premio di rischio richiesto per gli investimenti azionari. L'andamento dei mercati obbligazionari ha riflesso la volatilità delle attese sulla dinamica dei tassi di interesse. Il mutamento di clima che si è verificato a partire da aprile, con un aumento delle aspettative di crescita e di inflazione e con attese di rial-



zo dei tassi di interesse internazionali, ha causato una discesa dei prezzi delle obbligazioni, non beneficiando tuttavia i mercati azionari che, come visto, sono rimasti stabili. La correzione al ribasso nell'area dell'euro è stata meno marcata rispetto agli Stati Uniti, riflettendo le più contenute attese di rialzo dei tassi di interesse rispetto a quest'ultima area economica. A partire dall'estate, con il ridimensionamento delle attese di interventi restrittivi di politica monetaria, le quotazioni obbligazionarie sono aumentate. Nell'area dell'euro tale dinamica è stata relativamente più sostenuta rispetto agli Stati Uniti ed è proseguita anche nella parte finale dell'anno, quando i corsi dei titoli statunitensi hanno manifestato invece una evidente tendenza al ribasso. La propensione al rischio non sembra aver subito sostanziali modifiche. La dinamica delle quotazioni dei titoli con diverso *rating* non ha mostrato divergenze significative e, dopo il forte recupero registrato dai prezzi delle attività più rischiose nel 2003, il differenziale tra titoli più sicuri e quelli a *rating* più basso si è mantenuto su livelli contenuti.

2. L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 SINTESI

L'attività economica italiana, come quella dell'area euro, ha sperimentato un'accelerazione nel 2004. Il PIL è cresciuto dell'1,2% (+1%, correggendo per il diverso numero di giorni di lavoro rispetto al 2003), nove decimi di punto in più del tasso di incremento che ha caratterizzato l'anno precedente (+0,3%). Sulla base dei dati corretti della stagionalità e delle giornate di lavoro, il rafforzamento della dinamica produttiva ha interessato i primi tre trimestri del 2004; negli ultimi tre mesi si è invece registrata una flessione. Nel complesso, la crescita italiana è risultata di intensità inferiore a quella media che ha contraddistinto la zona euro.

Dal lato dell'offerta, è proseguita nel 2004 la prolungata fase di debolezza dell'industria in senso stretto, il cui valore aggiunto è nuovamente calato. Andamenti migliori sono stati riscontrati nei servizi, nelle costruzioni e, soprattutto, nell'agricoltura; il consistente rimbalzo produttivo di quest'ultimo settore ha fatto seguito a un quadriennio di continue riduzioni. Dal lato della domanda, lo stimolo alla crescita è provenuto tanto dalla domanda finale interna, quanto dalla domanda estera netta; l'apporto di quest'ultima all'aumento del PIL è tornato leggermente positivo. La variazione delle scorte ha invece contribuito negativamente all'attività economica.

Sull'andamento della domanda finale hanno inciso, da un lato, una frenata, rispetto al 2003, dei consumi delle famiglie residenti e di quelli collettivi, dall'altro il recupero degli investimenti fissi lordi. In particolare, la spesa delle famiglie si è contratta per quanto riguarda gli acquisti di beni non durevoli, mentre ha evidenziato rialzi per i servizi e, soprattutto, i beni durevoli (specificamente, elettronica di consumo e mezzi di trasporto). Per gli investimenti, sono apparsi in ripresa, dopo la caduta del 2003, quelli in prodotti di metallo e macchine; è proseguita anche nel 2004 l'evoluzione positiva di quelli in costruzione, mentre si è registrata una contrazione per i mezzi di trasporto.

Le esportazioni di beni e servizi sono tornate a crescere nel 2004, grazie alla significativa accelerazione sperimentata nei due trimestri centrali. La dinamica delle vendite all'estero ha risentito, da un lato, del marcato irrobustimento della domanda mondiale e, dall'altro, degli effetti di freno derivanti dall'apprezzamento dell'euro sulle principali valute; anche la pressione competitiva proveniente dalle economie emergenti (Cina, in particolare) ha contribuito a contenere l'evoluzione delle esportazioni italiane. Nel complesso, considerata l'espansione del commercio mondiale, la quota di mercato, espressa a prezzi costanti, delle merci italiane si è nuovamente ridotta. Il recupero delle esportazioni si è accompagnato a un rialzo anche delle importazio-

ni di beni e servizi. L'elasticità degli acquisti dall'estero alla domanda totale interna, dopo un triennio di notevole ridimensionamento, è tornata nel 2004 su valori più consistenti.

Il mercato del lavoro ha mostrato un andamento ancora favorevole. La dinamica complessiva delle unità di lavoro *standard*, pur positiva, è tornata inferiore a quella del PIL, accompagnandosi, dopo un triennio sfavorevole, a un incremento della produttività degli occupati. L'area dei senza lavoro è nuovamente diminuita, anche per effetto di alcuni fenomeni di scoraggiamento nella ricerca del lavoro (soprattutto nel Mezzogiorno). Il tasso di disoccupazione si è quindi ulteriormente ridotto, collocandosi, come nel 2003, al di sotto di quello medio dell'area euro.

Le retribuzioni lorde pro-capite sono apparse in leggera decelerazione rispetto al 2003, pur mantenendo una dinamica superiore all'inflazione. Anche a riflesso del parziale recupero della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato una sostanziale decelerazione rispetto alle dinamiche sperimentate negli ultimi tre anni.

Tabella 3 – CONTO ECONOMICO DELLE RISORSE E DEGLI IMPIEGHI (variazioni percentuali)

AGGREGATI	Quantità		Prezzi		Valore	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Prodotto interno lordo ai prezzi di mercato	0,3	1,2	2,9	2,7	3,2	3,9
Importazioni di beni e servizi fob	1,3	2,5	-1,0	3,7	0,3	6,3
TOTALE RISORSE	0,5	1,5	2,1	2,9	2,6	4,4
Consumi nazionali	1,6	0,9	2,8	2,2	4,4	3,1
– Spesa delle famiglie residenti	1,4	1,0	2,6	2,2	4,0	3,2
– Spesa delle AaPp	2,3	0,6	3,5	2,2	5,9	2,8
– Spesa delle Isp	1,5	3,2	2,4	1,3	3,9	4,5
Investimenti fissi lordi	-1,8	2,1	1,9	3,1	0,1	5,3
– Investimenti fissi netti	-11,1	0,7	2,8	3,7	-8,6	4,4
– Ammortamento	2,7	2,6	1,5	3,0	4,2	5,7
– Esportazioni di beni e servizi fob	-1,9	3,2	0,7	3,8	-1,2	7,1
TOTALE IMPIEGHI	0,5	1,5	2,1	2,9	2,6	4,4

Nel 2004 si è verificato un significativo rientro dell'inflazione. Il raffreddamento, verificatosi soprattutto nella seconda metà dell'anno, dei prezzi degli alimentari, il rallentamento di diverse tipologie di beni non alimentari, anche in conseguenza della pressione competitiva delle merci a basso costo provenienti dalle aree emergenti, e la moderazione nel comparto dei servizi hanno consentito di compensare le spinte provenienti dagli aumenti degli energetici. Nella media dell'anno, l'indice nazionale per l'intera collettività

ha registrato un tasso di crescita del 2,2%, cinque decimi di punto in meno rispetto al 2003 e il miglior risultato annuo dal 1999. Grazie a questi andamenti, il divario inflazionistico dell'Italia nei confronti dell'area euro si è notevolmente ridotto: in termini di indice armonizzato, esso si è attestato a due decimi di punto; era stato di sette decimi di punto nel 2003.

L'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è risultato nel 2004 pari al 3%, dopo il 2,9% dell'anno precedente secondo le nuove indicazioni dell'ISTAT. Tale risultato ha scontato la riclassificazione dei trasferimenti in conto capitale effettuati dallo Stato a favore delle Ferrovie. La revisione dei dati relativi agli ultimi anni, su cui ha inciso la diversa classificazione appena citata, ha comportato aumenti dei disavanzi precedentemente stimati pari allo 0,4% del PIL nel 2001, allo 0,3% nel 2002 e allo 0,5% nel 2003. L'avanzo primario è diminuito nel 2004 al 2% (2,4% nell'anno precedente), a causa di una riduzione dell'incidenza delle entrate complessive, superiore a quella fatta registrare dalle uscite totali al netto degli interessi. La spesa per il servizio del debito è ulteriormente diminuita, in presenza di tassi di interesse sostanzialmente stabili. E' proseguita la contrazione del rapporto debito/PIL, sceso nel 2004 al 105,8%, mezzo punto percentuale in meno rispetto all'anno precedente.

2.2 L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2004, il prodotto interno lordo (PIL) è aumentato dell'1,2% rispetto all'anno precedente; a parità di giorni di lavoro, l'incremento è stato dell'1%. Nel complesso, la dinamica è risultata inferiore alla media dell'area euro (+1,8%). Secondo i dati destagionalizzati corretti per il diverso numero di giornate lavorative, l'attività economica è cresciuta nei primi tre trimestri del 2004 (con variazioni pari rispettivamente a +0,5%, +0,4% e +0,4%), mentre ha subito una flessione nel quarto trimestre (-0,4%).

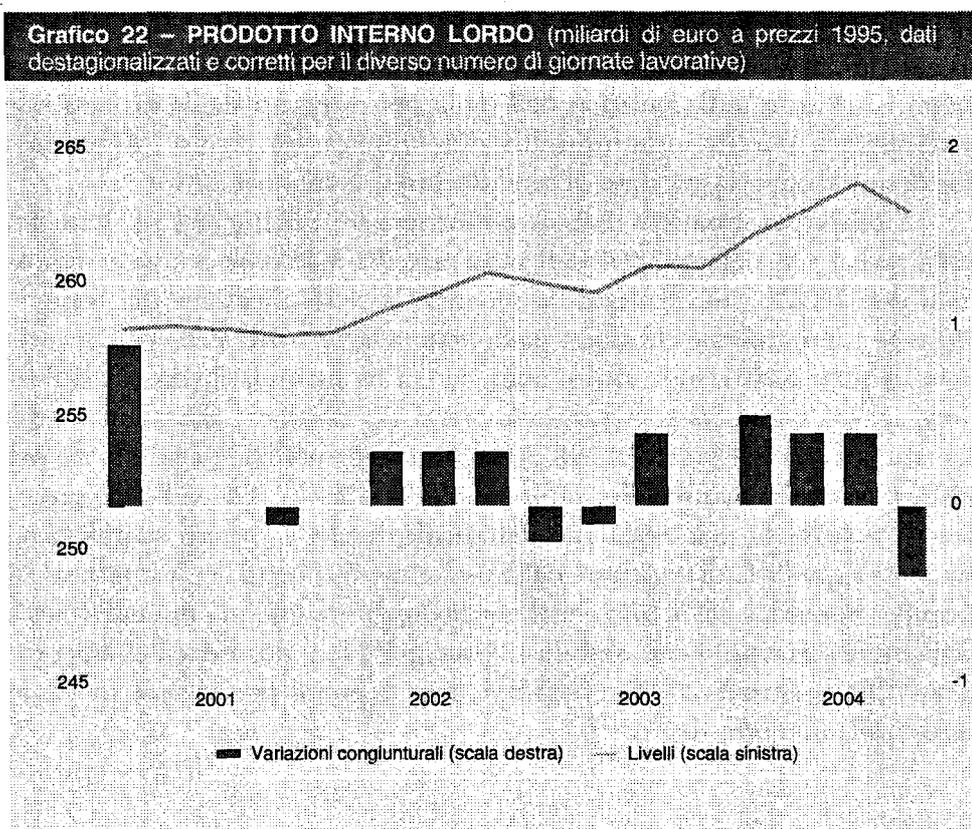
Il valore aggiunto ai prezzi di mercato, al netto dei servizi di intermediazione finanziaria direttamente imputati, è aumentato in termini reali dell'1,3%. La crescita è stata sostenuta soprattutto dal settore dei servizi (1%), mentre si è registrata una dinamica sostanzialmente piatta nell'industria. Il settore dell'agricoltura ha registrato un marcato rialzo (+11%), dopo quattro anni di continue riduzioni.

Nel 2004, l'evoluzione dell'attività economica nei servizi ha presentato una dinamica sostanzialmente simile a quella del biennio precedente, aumentando di circa l'1%. Nei primi tre trimestri dell'anno, il valore aggiunto ha registrato, sulla base dei dati corretti per la stagionalità e i giorni di lavoro, una crescita contenuta, leggermente più marcata nel primo trimestre (+0,8%), più modesta nei due successivi (rispettivamente, +0,5% e +0,3%).

Evoluzione
del PIL

La composizione
del valore
aggiunto

L'attività produt-
tiva nel terziario

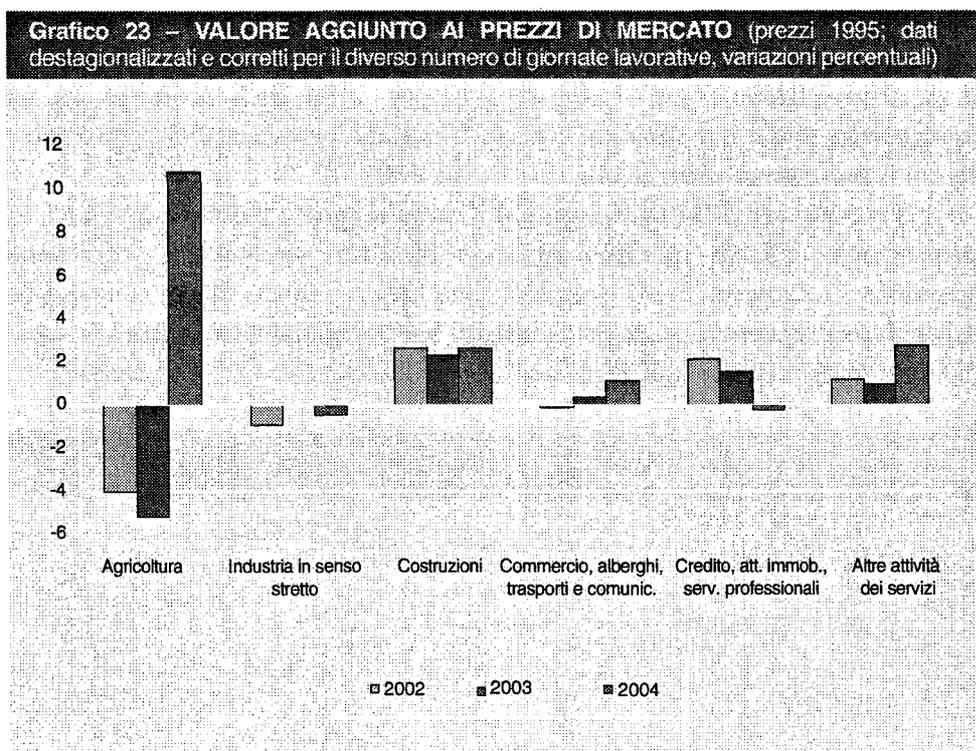


Nel quarto trimestre, il valore aggiunto ha invece subito una diminuzione (-0,2%). Nella media del 2004, il comparto più dinamico è risultato quello delle altre attività dei servizi (+2,8%), seguito da commercio, turismo, trasporti e comunicazioni, dove il valore aggiunto è cresciuto dell'1,1%. Il comparto del credito e dei servizi immobiliari e professionali ha subito una lieve flessione (-0,2%).

L'industria

Come nel 2003, l'industria in senso stretto e le costruzioni hanno mostrato evoluzioni divergenti: in media d'anno, il valore aggiunto del primo settore ha subito una caduta dello 0,5%, a riflesso della fase di marcata debolezza che ha contrassegnato l'attività manifatturiera; nel secondo si è avuto un aumento del 2,7%, superiore alla già positiva *performance* del 2003.

Il peggioramento del ciclo industriale, che si è dispiegato per tutto il corso del 2004, è risultato particolarmente accentuato nel periodo gennaio-giugno (-0,5% in ciascun trimestre sulla base dei dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorati). Alla sostanziale stazionarietà del terzo è poi seguita una marcata contrazione nell'ultimo trimestre dell'anno. La fase negativa dell'industria in senso stretto, in atto dall'inizio del 2004, segue alla prolungata fase di stagnazione sperimentata nel biennio 2002-2003. Anche nel confronto tendenziale, il marcato indebolimento della fase ciclica ha portato a



tassi di crescita del valore aggiunto di nuovo negativi nella seconda metà dell'anno.

L'evoluzione dell'attività produttiva nell'industria in senso stretto ha fortemente risentito della dinamica sfavorevole che ha caratterizzato l'industria estrattiva (-3,6%), in particolare nel comparto dell'estrazione di minerali non energetici (-8,9%), e quella manifatturiera (-0,1).

Nel settore delle costruzioni, dopo un aumento più contenuto nel primo trimestre (+0,9%, correggendo per la stagionalità e il numero di giornate lavorative), il valore aggiunto, è cresciuto fortemente nei tre trimestri successivi, con un forte incremento nel terzo (+4,1%).

2.3 LA DOMANDA INTERNA

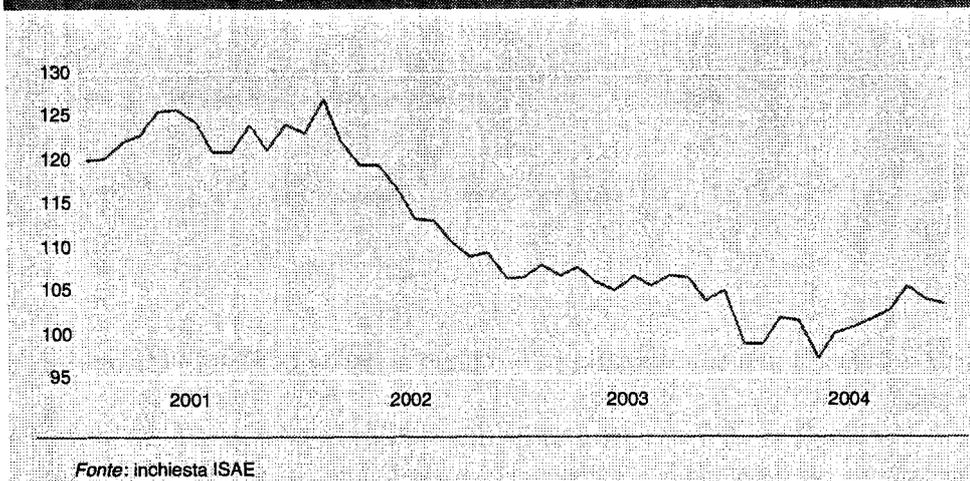
Nel 2004 la domanda interna è cresciuta dell'1,4% in termini reali, risultato superiore a quello registrato nel 2003 (0,4%). Positiva, ma di minore entità, è anche la differenza in termini di contributo alla crescita del PIL (1,1 punti percentuali lo scorso anno contro 0,9 del 2003). Dopo due anni negativi, il sostegno all'attività economica fornito dalla domanda estera netta è tornato positivo (0,2 punti percentuali), mentre di segno opposto è risultato l'apporto della variazione delle scorte (-0,1).

La dinamica dei consumi privati interni (1,2%) ha sostanzialmente replicato il dato del 2003 (1,1%), accompagnandosi all'inversione di tendenza degli investimenti (dal -1,8% del 2003 al +2,1% dello scorso anno). La componente estera dei consumi interni è tornata a crescere (1%), interrompendo il processo di contrazione in atto dal 2001.

I consumi delle
famiglie

Nel corso del 2004 i consumi delle famiglie residenti sono aumentati, in termini reali, dell'1%, sperimentando una frenata rispetto all'1,4% dell'anno precedente. I consumi finali nazionali sono cresciuti dello 0,9%: la sensibile decelerazione rispetto all'anno precedente (+1,6%) è soprattutto legata alla spesa delle Amministrazioni Pubbliche, aumentata dello 0,6% (+2,3% nel 2003).

Grafico 24 - CLIMA DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI (indice: 1980=100, dati destagionalizzati)



I principali sostegni alla capacità d'acquisto delle famiglie sono individuabili nella rivalutazione dell'euro e nell'aumento nella massa retributiva in termini reali, che ha beneficiato del favorevole andamento dell'occupazione e del ridimensionamento dell'inflazione, sia effettiva che percepita. Un ulteriore contributo alla tenuta della spesa è derivato dal favorevole andamento del mercato del credito al consumo. La relativa debolezza dei consumi trova riflesso nel clima di fiducia delle famiglie italiane che, nel 2004, ha chiuso con un livello medio annuo storicamente molto basso (101,4) e in calo rispetto al dato del 2003 (106,2).

La spesa per consumi durevoli, +7,9% in termini reali nel 2004, ha beneficiato, da un lato, della tenuta del mercato dei beni a maggior contenuto tecnologico (TV, Hi-Fi, computer ecc.) e, dall'altro, della ragguardevole espansione di quello dei mezzi di trasporto. I relativi tassi di crescita sono stati, rispettivamente, del 3,4% e del 6,2%. In entrambi i casi hanno esercitato una notevole spinta fattori di prezzo e la marcata innovazione dei prodotti. I beni non durevoli (-0,7%) hanno risentito del basso clima di fiducia a cui tendono a essere maggiormente correlati. Particolarmente depresse sono risultate le spese