

1.3 - LE ECONOMIE SVILUPPATE

Nel 2005 l'attività economica statunitense ha continuato ad espandersi a un ritmo sostenuto. Dopo il picco di crescita registrato nel 2004, pari al 4,2%, l'economia americana è cresciuta lo scorso anno del 3,5%. Il contributo maggiore è pervenuto dai consumi delle famiglie che hanno apportato 2,5 punti percentuali all'aumento del prodotto interno lordo, mentre gli investimenti fissi hanno contribuito per 1,3 punti. Le esportazioni nette hanno continuato a sottrarre reddito all'economia (-3 decimi di punto percentuale), per effetto dell'accennata dinamica degli acquisti dall'estero, confermando la tendenza in atto dagli inizi degli anni 90, che vede gli Stati Uniti come motore dell'espansione mondiale per via della elevata propensione alle importazioni.

L'andamento del PIL ha rispecchiato quello della produzione industriale: nel 2005 quest'ultima è cresciuta del 3,1%, in rallentamento rispetto al 2004 (4,3%). Tra i settori la *performance* migliore è stata registrata nel manifatturiero (4,2%) seguito dalle *utilities* (3,3%), mentre il comparto estrattivo ha registrato una contrazione (-6,3%).

L'elevato ritmo di sviluppo ha apportato significativi benefici al mercato del lavoro: nel 2005, al pari dell'anno precedente, sono state create circa 2 milioni di nuove posizioni lavorative (buste paga); la disoccupazione è scesa al 5,1% della forza lavoro, dal 5,5% registrato nel 2004.

Le tensioni registratesi sul mercato petrolifero hanno avuto effetti tutto sommato contenuti sull'inflazione. In media d'anno il West Texas Intermediate, varietà di riferimento per gli Stati Uniti, è aumentato del 36,6% rispetto al 2004. Il forte aumento ha avuto effetti significativi sull'indice generale dei prezzi al consumo, cresciuti del 3,4%, ma meno evidenti sull'indice *core* che si è fermato al 2,2 per cento.

Stati Uniti

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



Fonte: Thomson Financial DATASTREAM

Oltre che per la maggiore efficienza nell'utilizzo delle risorse energetiche, il contenimento delle pressioni inflative ha risentito anche dell'azione dell'Autorità monetaria che ha adottato una politica di rialzi moderati, ma continui, dei tassi di riferimento. Con otto interventi consecutivi, i tassi sui *Federal Fund* sono passati dal 2,25% di inizio anno al 4,25% di dicembre.

Gli squilibri che avevano caratterizzato l'economia statunitense nel 2004 hanno continuato a persistere anche nel 2005, sebbene con dinamiche alquanto differenziate: mentre il *deficit* commerciale si è ampliato (dal 5,3 al 5,8% del PIL), quello federale si è ridotto di 9 decimi di punto, passando al 2,6% dal 3,5 del 2004.

Il rialzo dei tassi di interesse e il differenziale di crescita rispetto alle altre economie avanzate hanno rafforzato il dollaro durante il corso del 2005: nei confronti dell'euro e dello yen il recupero è stato pari rispettivamente al 12,7 e 13,3 per cento.

Nel 2005 la borsa statunitense non è riuscita a replicare i buoni risultati dell'economia reale. Infatti, nonostante i significativi incrementi della profittabilità delle imprese, sia l'aumento dei tassi di interesse sia l'effervescenza del mercato immobiliare, hanno dirottato liquidità dagli investimenti azionari a quelli in titoli di debito pubblico e in abitazioni. L'indice Dow Jones ha così registrato un deludente -0,1%, mentre il Nasdaq è variato di un modesto 2,5 per cento.

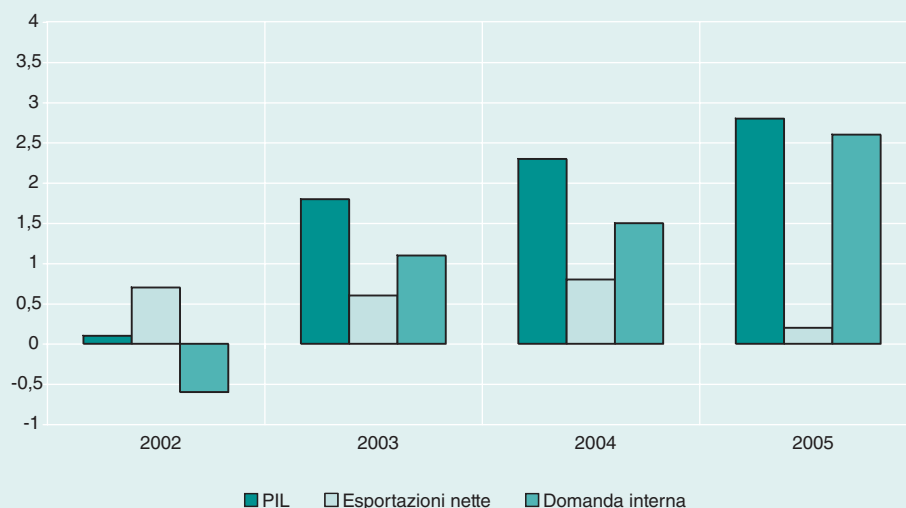
Tabella 1 – PRODOTTO INTERNO LORDO E PREZZI AL CONSUMO DI ALCUNI PAESI INDUSTRIALIZZATI (variazioni percentuali)

PAESI E AREE	PIL a prezzi costanti			Prezzi al consumo (a)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Austria	1,4	2,4	1,7	1,3	2,0	2,1
Belgio	0,9	2,6	1,4	1,5	1,9	2,5
Danimarca	0,7	1,9	3,4	2,0	0,8	1,7
Francia	0,8	2,3	1,5	2,2	2,3	1,9
Germania	-0,2	1,6	0,9	1,0	1,8	1,9
Grecia	4,8	4,7	3,7	3,4	3,0	3,5
Irlanda	4,4	4,5	4,4	4,0	2,3	2,1
Italia	0,0	1,1	0,0	2,8	2,2	2,2
Norvegia	1,1	2,8	3,9	1,9	0,6	1,5
Paesi Bassi	-0,1	1,7	0,9	2,2	1,4	1,5
Portogallo	-1,1	1,1	0,3	3,3	2,5	2,1
Regno Unito	2,5	3,2	1,8	1,4	1,3	2,1
Spagna	3,0	3,1	3,4	3,1	3,1	3,4
Svezia	1,7	3,7	2,7	2,3	1,0	0,8
Svizzera	-0,3	2,1	1,9	0,6	0,8	1,2
Canada	2,0	2,9	2,9	2,8	1,9	2,3
Stati Uniti	2,7	4,2	3,5	2,3	2,7	3,4
Giappone	1,8	2,3	2,8	-0,3	0,0	-0,3
Area euro	0,7	2,1	1,3	2,1	2,1	2,2
UE 15	1,0	2,3	1,4	2,0	2,0	2,1
UE 25	1,2	2,4	1,6	1,9	2,1	2,2
OCSE (b)	2,0	3,3	2,7	2,1	2,4	2,4

(a) Per i paesi europei, indice armonizzato 2005=100.

(b) Per i prezzi esclusi Corea, Repubblica Ceca, Ungheria, Messico, Polonia, Repubblica Slovacca e Turchia.

Fonte: Eurostat, OCSE.

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

Fonte: ESRI

Nel 2005 il Giappone ha fatto registrare un tasso di crescita del PIL pari al 2,8%, il più elevato dal 2000. La domanda interna ha apportato 2,6 punti percentuali alla crescita, mentre la domanda estera netta ha contribuito per i restanti 2 decimi di punto. Lo scorso anno sembra aver segnato, quindi, l'uscita definitiva dal prolungato periodo di stagnazione dell'economia nipponica. I consumi delle famiglie sono cresciuti del 2,2% rispetto al 2004, mentre gli investimenti privati non residenziali sono aumentati dell'8,4%. Dopo due anni di contrazione, nel 2005 la domanda pubblica è tornata a crescere, anche se in misura moderata (0,2%).

Giappone

Dal miglioramento della situazione attuale e prospettica dell'economia del Sol Levante hanno tratto giovamento sia il settore dell'industria, sia quello dei servizi alle imprese che si sono espansi, rispettivamente, del 2,6 e 1,5%; nel complesso l'indice aggregato dell'attività industriale, che comprende anche le costruzioni e l'agricoltura, è cresciuto del 2,1%. L'accelerazione della fase ciclica giapponese ha migliorato le condizioni del mercato del lavoro, che ha registrato una riduzione del tasso di disoccupazione, in media d'anno, di 3 decimi di punto, passando dal 4,7% del 2004 al 4,4% del 2005.

La politica monetaria ha mantenuto una intonazione espansiva, sebbene la trasmissione dell'impulso monetario sia stata in parte moderata dal canale creditizio. Con i tassi d'interesse di riferimento che sono rimasti prossimi allo zero (0,1%), la moneta in senso stretto (M1) è cresciuta del 4,7%, mentre l'aggregato più ampio (M4) è aumentato di un più moderato 3,1%. La prudenza delle banche, se da un lato ha attenuato la trasmissione della politica monetaria, dall'altro ha finalmente riportato a livelli fisiologici i crediti di dubbio

esito: dal picco registrato nel marzo del 2002 (pari all'8,4% del totale dei crediti), nel settembre dello scorso anno questi ultimi si erano ridotti del 2,4%. Nonostante la politica monetaria ancora espansiva della Banca del Giappone, l'inflazione è rimasta in territorio negativo, segnando una riduzione dei prezzi al consumo rispetto all'anno precedente dello 0,3 per cento.

Trainata dal miglioramento della situazione finanziaria delle imprese, la borsa di Tokio ha messo a segno, nel 2005, una delle migliori *performance* tra i paesi avanzati. In dodici mesi l'incremento registrato dall'indice Nikkei dei 225 titoli a maggiore capitalizzazione è stato pari al 40 per cento.

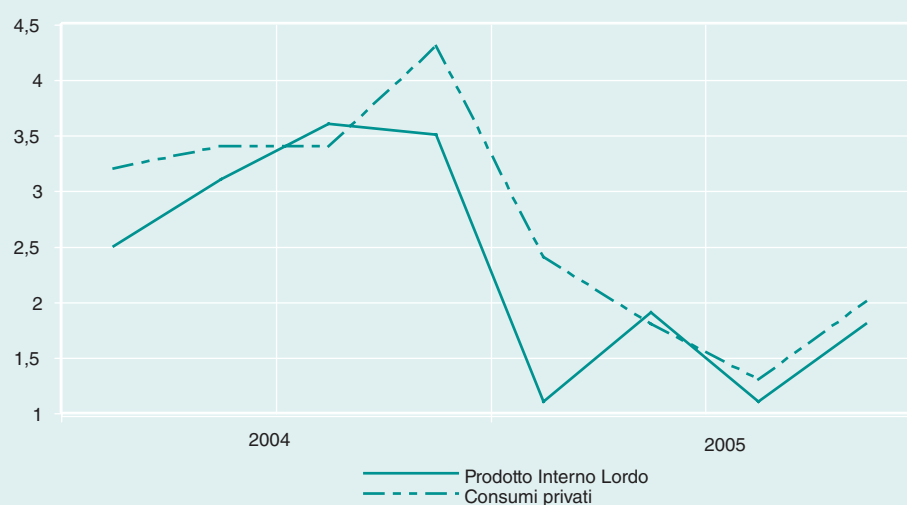
Regno Unito

Nella media del 2005, l'attività economica del Regno Unito, pur mostrando una ripresa nel quarto trimestre, è decisamente rallentata rispetto all'anno precedente, a causa della moderata dinamica della domanda interna, (1,8 rispetto al 3,2% nel 2004).

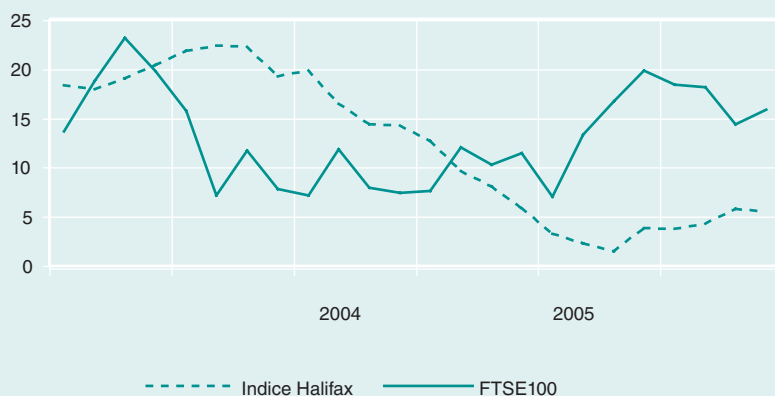
Questo risultato è stato principalmente determinato dal modesto apporto dei consumi privati, che rappresentano oltre il 65% del PIL britannico. Su questi ultimi ha influito negativamente lo sgonfiamento della bolla sul mercato immobiliare in atto dalla metà del 2004, il cui effetto sui redditi sembra avere più che compensato quello positivo derivante dal mercato azionario; gli indici di borsa hanno mostrato un andamento tendenzialmente stabile nella prima parte del 2005 con una decisa ripresa nel secondo semestre.

Dal lato dell'offerta, il settore manifatturiero ha mostrato un andamento tendenzialmente decrescente a partire da maggio. Il comparto dei servizi, al contrario, ha fornito un apporto positivo allo sviluppo.

Grafico 6 – REGNO UNITO: PRODOTTO INTERNO LORDO E CONSUMI PRIVATI
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat

Grafico 7 – REGNO UNITO: INDICE HALIFAX DEL PREZZO DELLE ABITAZIONI E FTSE100 (variazioni percentuali annue)

Fonte: Thomson Financial DATASTREAM

Nel corso dell'anno, le pressioni inflazionistiche sono state contenute dal rallentamento congiunturale. Il tasso di inflazione, che fino a novembre (2,1%) ha continuato a mantenersi attorno al valore soglia del 2% fissato dalla Bank of England, a dicembre è ulteriormente sceso all'1,7%. Le contenute prospettive di crescita del prodotto e dell'inflazione hanno indotto le autorità monetarie ad adottare misure espansive: la Banca Centrale, in agosto, ha operato un taglio del tasso di interesse di 25 punti base, portandolo al 4,5 per cento.

1.4 - LE ECONOMIE EMERGENTI

La *performance* economica nei principali paesi dell'America Latina, nonostante un rallentamento congiunturale nell'ultima parte dell'anno, è rimasta decisamente positiva: il tasso di crescita del PIL è stato pari a circa il 4,4% per l'area nel suo insieme.

Processi di ristrutturazione e politiche macroeconomiche mirate hanno consentito miglioramenti sostanziali nei conti pubblici, soprattutto in Brasile, e hanno attratto capitali dall'estero.

La decelerazione rispetto al buon risultato dell'anno precedente (5,6%) è stata dovuta in parte agli effetti restrittivi delle politiche monetarie poste in essere in molte delle nazioni dell'America Latina per contrastare le spinte inflazionistiche. In Brasile e Messico, in particolare, gli elevati tassi di interesse hanno depresso la domanda interna, determinando una stagnazione degli investimenti privati e per questa via un rallentamento dell'attività economica.

America Latina

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

Fonte: FMI

In generale, nonostante l'apprezzamento delle valute verso il dollaro abbia in parte contenuto le pressioni sui prezzi dei beni importati, l'inflazione ha continuato a rappresentare il principale rischio associato all'evoluzione economica della regione.

Il 2005 è stato caratterizzato da importanti eventi politici in molti paesi dell'area. In Argentina e in Cile si sono, infatti, svolte le elezioni legislative, mentre in Brasile ha avuto luogo una crisi politica dovuta a una perdita di fiducia in alcuni esponenti del partito al governo.

In Argentina, che ha continuato a registrare i migliori risultati del continente latinoamericano, l'economia è stata trainata, dal lato dell'offerta, dal settore industriale, delle costruzioni e dei lavori pubblici. Dal lato della domanda, impulso allo sviluppo è stato fornito dalle esportazioni, sostenute da un tasso di cambio ancora deprezzato, e dai consumi, sostenuti da una migliorata situazione dell'occupazione.

L'ottima *performance* dell'economia ha rafforzato la posizione politica del governo in carica che nelle elezioni legislative dello scorso ottobre ha conseguito una percentuale di consenso tra l'elettorato decisamente maggiore rispetto alle precedenti elezioni del 2003.

Nel 2005, il difficoltoso e prolungato processo di ristrutturazione del debito si è concluso con l'accettazione da parte del 76% dei creditori di un'offerta pubblica di scambio (OPS). Questa circostanza ha determinato, accanto a un miglioramento del *rating* sul debito dello Stato, un rafforzamento nelle aspettative degli investitori e ricadute positive sull'attività economica nel medio termine.

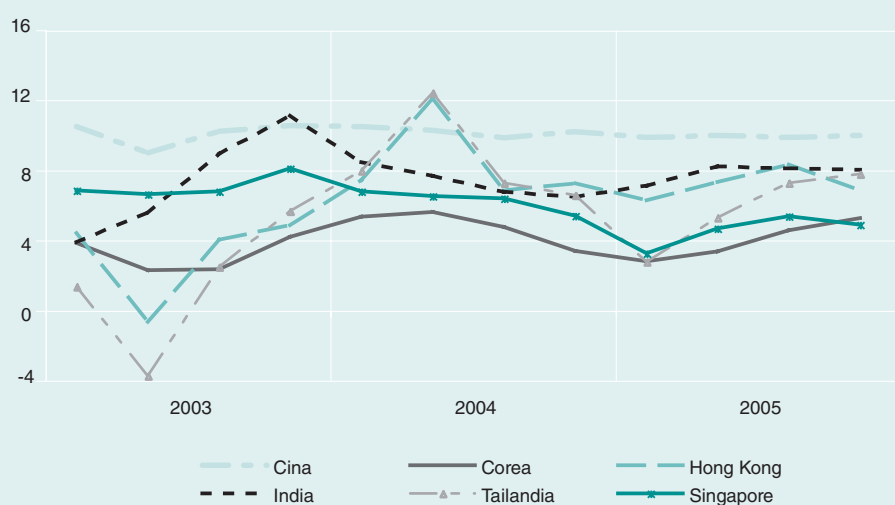
Nei primi giorni del 2006, inoltre, il governo argentino ha rimborsato tutti i prestiti ottenuti dal FMI, per oltre 28 miliardi di dollari, attraverso l'utilizzo delle riserve valutarie della Banca Centrale. Il rimborso del prestito al Fondo Monetario è un segnale del completo superamento della crisi per i mercati internazionali, che a seguito di questa operazione dovrebbero recuperare fiducia nei confronti del Paese e tornare a investire i capitali.

Il tasso di crescita del PIL dell'intera area asiatica, escluso il Giappone, si è attestato al 7,9%, contro un 8,1% del 2004. Il ruolo della Cina si è confermato di primo piano, con una variazione del PIL del 9,9%. Un contributo positivo è venuto dalle economie di nuova industrializzazione (NICs), Taiwan, Hong Kong, Singapore e Corea del Sud.

Asia

La Cina ha annunciato nel dicembre 2005 una revisione al rialzo della misura del PIL nominale relativo all'anno 2004 pari a circa il 16%, a seguito di più precise contabilizzazioni nel settore dei servizi, la cui quota ha raggiunto il 40% del PIL. La nuova contabilità ha ridimensionato gli investimenti ed evidenziato un ruolo più rilevante dei consumi domestici; il peso crescente del settore privato, soprattutto nei trasporti, comunicazioni, alimentare, commercio domestico ed estero, ha giustificato la revisione metodologica che, nei prossimi mesi, interesserà anche i dati storici a partire dal 1993. Bisogna sottolineare, tuttavia, che la Cina non aderisce agli *standard* internazionali della contabilità; i dati ufficiali, anche dopo la revisione metodologica, non sono quindi del tutto omogenei con quelli degli altri paesi. Gli investimenti sono aumentati nel 2005 in misura inferiore rispetto al 2004; anche le esportazioni

Grafico 9 – PRODOTTO INTERNO LORDO DEI PRINCIPALI PAESI ASIATICI
(variazioni percentuali annue)

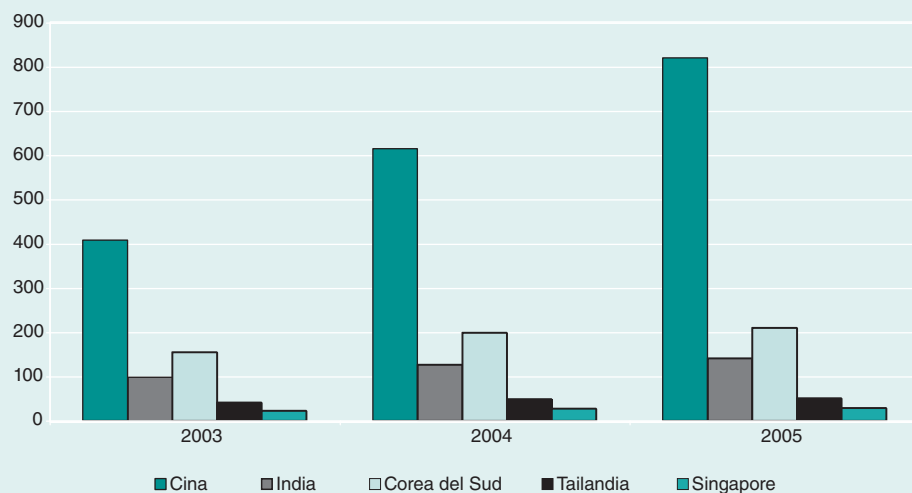


Fonte: OEF

e le importazioni hanno evidenziato un rallentamento, mantenendo comunque ritmi molto sostenuti. Pur risultando l'economia più dinamica nel contesto globale, permangono all'interno del Paese squilibri e potenziali focolai di tensioni sociali che la rapida espansione ha finora contribuito a mantenere sotto controllo. In particolare, le spinte interne per l'introduzione di maggiori garanzie per le fasce deboli della popolazione, la disoccupazione nelle aree rurali, il fenomeno della corruzione sono fattori che alimentano le proteste. Il divario tra i redditi delle aree costiere e metropolitane e quelle rurali tende ad ampliarsi; l'undicesimo programma quinquennale nazionale (2006-10) prevede investimenti per diminuire l'analfabetismo, ma non considera ancora esplicitamente lo squilibrio demografico né la bassissima scolarizzazione femminile. Il mercato finanziario è ancora inadeguato a sostenere le imprese, cinesi e straniere, che operano nel Paese; gli operatori esteri scelgono, quindi, altre piazze finanziarie per raccogliere capitale, come ad esempio il mercato azionario di Hong Kong. Il sistema bancario e finanziario, ancorché fortemente controllato, è poco efficiente e non riesce a convogliare l'ingente risparmio domestico creato dai crescenti salari delle famiglie cinesi. La raccolta di capitale all'estero e il finanziamento alle imprese tramite *private equity* stanno prendendo piede in alcuni settori strategici, come il farmaceutico e l'IT.

L'enorme quantità di riserve ufficiali, superiori a 800 miliardi di dollari nel dicembre 2005, secondo i dati pubblicati dalla Banca del Popolo cinese (triplicate dal 2002), serve a garantire la stabilità del cambio; nello scorso luglio il meccanismo di cambio dello yuan è stato modificato, passando dal rapporto fisso con il solo dollaro statunitense ad uno agganciato ad un *basket* di valute estere, tra cui anche l'euro. Pesì e frequenza di revisione del paniere non sono noti. Questa mossa inattesa, che avrebbe potuto modificare l'assetto dei mercati valutari mondiali, non ha avuto in realtà effetti rilevanti sul tasso di cambio che, in media d'anno nel 2005 è stato pari a 8,19 yuan per dollaro, rispetto al valore fisso precedente di 8,28. Data la scarsa capacità di gestire i flussi finanziari, per carenza degli intermediari nazionali e del sistema finanziario, il cambio amministrato è una soluzione che privilegia la stabilità interna, a scapito dei *partner* commerciali e della loro competitività.

L'economia indiana nel 2005 ha segnato un'espansione dell'8,4%, in rafforzamento rispetto al 2004, grazie al contributo degli investimenti fissi e delle esportazioni. Tale sostenuto ritmo di crescita si è accompagnato a un ulteriore allargamento dello squilibrio commerciale esterno. Hong Kong ha contenuto il rallentamento, passando da una crescita dell'8,2% nel 2004 ad una del 7,0% nel 2005. Questa economia subisce la Cina come paese *competitor* in alcuni importanti settori, ma si sta organizzando per riposizionarsi e sfruttare meglio le sinergie con la madrepatria. La Corea del Sud ha registrato una *performance* del 4,1% nel 2005, rispetto al 4,6% dell'anno precedente.

Grafico 10 – RISERVE UFFICIALI DI ALCUNI PAESI ASIATICI
(miliardi di dollari)

Fonte: Thomson Financial DATASTREAM ed EIU

Singapore ha evidenziato una minore dinamica nel 2005, rispetto al 2004, a causa di un rallentamento degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni.

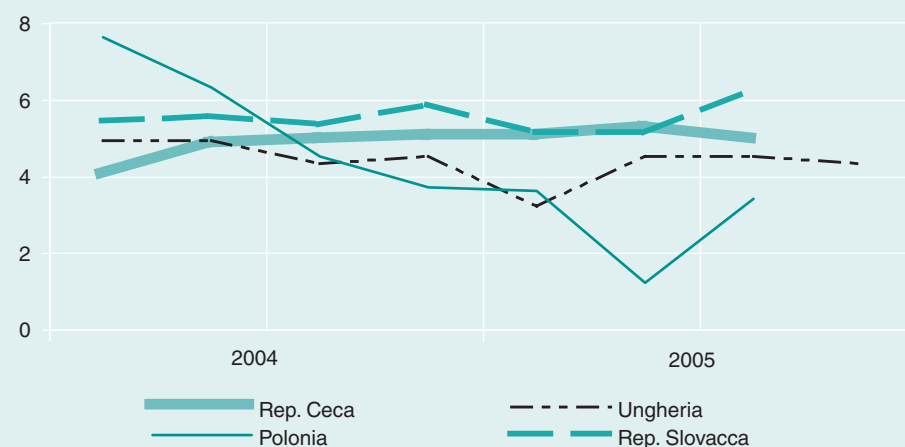
Gli andamenti positivi di questi paesi, ancorché lontani dal picco del 2004, si sono riflessi in un sostenuto interscambio commerciale intra-area. Le esportazioni complessive misurate in volume hanno subito un rallentamento, passando da una variazione annua del 16,2% al 10,5% nel 2005; le importazioni hanno evidenziato un comportamento simile, decelerando al 10%, dal 18% nel 2004. La perdita di velocità delle esportazioni ha risentito dell'attenuazione della dinamica della domanda mondiale e della rivalutazione rispetto al dollaro di gran parte delle valute nazionali nel corso della prima metà del 2005. Sulle importazioni può aver inciso l'aumento del prezzo del greggio nel corso dell'anno.

Nel 2005, la *performance* economica degli Stati dell'Europa Centro Orientale ha continuato a essere molto positiva. Nonostante un generalizzato rallentamento nella prima parte dell'anno, quasi tutti i paesi (con l'eccezione della Slovenia e della Repubblica Ceca) hanno mostrato una nuova accelerazione a partire dal secondo trimestre.

I tassi di crescita più elevati sono stati registrati dalle economie baltiche (Estonia, Lettonia e Lituania), che hanno sperimentato incrementi medi del PIL di poco inferiori al 10%. La crescita è stata robusta anche nelle altre nazioni, avendo l'area in generale beneficiato dei vantaggi derivanti dal recente ingresso nell'Unione Europea.

Questo evento, verificatosi nel maggio del 2004 per gran parte dei paesi della regione, ha dato un grande impulso a esportazioni e investimenti diretti

**Europa Centro
Orientale**

Grafico 11 – PRODOTTO INTERNO LORDO DEI PRINCIPALI PAESI DELL'EUROPA CENTRO ORIENTALE (variazioni percentuali annue)

Fonte: Eurostat

esteri che, assieme ai fondi strutturali e di coesione erogati dall'Unione Europea, hanno rappresentato i principali fattori dello sviluppo.

In molti di questi Stati, la buona *performance* delle esportazioni si è accompagnata a tendenze all'apprezzamento delle valute, indicando come le divise siano percepite dal mercato come ancora sottovalutate rispetto al valore di equilibrio.

Attualmente Repubblica Slovacca, Lituania, Slovenia, Estonia, Lettonia, (assieme a Cipro, Malta e Danimarca) fanno parte degli Accordi Europei di cambio, che costituiscono l'anticamera necessaria per l'ammissione all'Unione Economica e Monetaria.

L'ultima valuta, in termini cronologici, ad aderire a sorpresa a questi accordi è stata, lo scorso novembre, la corona Slovacca.

In Russia, la crescita dell'economia è stata sostenuta dalla domanda interna, caratterizzata principalmente dalla dinamica degli investimenti privati trainati da alti saggi di profitto.

La congiuntura ha continuato a essere strettamente collegata all'andamento produttivo del settore energetico. Anche se la dinamica della produzione del petrolio è rallentata (in volume da oltre l'8% nello scorso anno a 2,5% nel 2005) le elevate quotazioni del greggio hanno consentito alle esportazioni di petrolio in valore di mantenersi invariate.

L'elevato tasso di inflazione al consumo, che ha superato nella media del 2005 il 10%, sembra rappresentare il principale rischio per l'economia russa.

Grafico 12 – PRODOTTO INTERNO LORDO DELLE ECONOMIE BALTICHE
(variazioni percentuali annue)



1.5 - LA FASE CICLICA NELL'AREA DELL'EURO

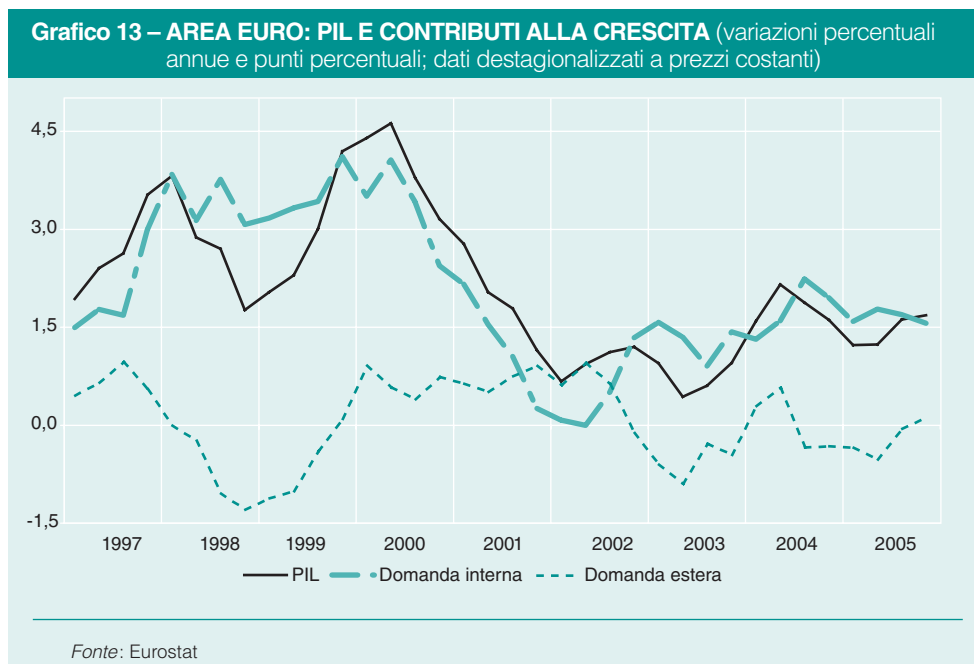
Nel corso del 2005 l'attività economica nell'area dell'euro ha mostrato un tasso di espansione del prodotto in decelerazione (1,3%, contro il 2,0% del 2004)

Il profilo trimestrale della crescita ha visto un progressivo rafforzamento nei primi nove mesi dell'anno, seguito da un rallentamento nell'ultimo trimestre. La maggiore vivacità ha coinciso con un più deciso contributo alla crescita da parte delle esportazioni, favorite, a partire dalla primavera, dal rapido deprezzamento dell'euro. In termini annui, tuttavia, la *performance* di crescita è completamente da ascrivere al contributo fornito dalle componenti interne di domanda (per 1,5 punti percentuali), in particolare ai consumi privati (8 decimi) e, in minor misura, agli investimenti fissi lordi (quattro decimi). La componente estera netta ha invece nel complesso sottratto risorse all'espansione del prodotto (per due decimi di punto).

L'andamento ciclico nelle principali economie dell'area è stato contraddistinto da profonde differenze. Mentre in Francia e in Germania si è evidenziato un forte rallentamento rispetto al 2004 (la crescita del PIL è stata rispettivamente 1,5% e 0,9% contro il 2,5% e 1,6% del 2004), la Spagna ha continuato a mostrare una dinamica sostenuta, risultando nella media 2005 in accelerazione rispetto all'anno precedente (3,2% contro il 3,1% del 2004).

Le differenze riguardano inoltre sia il profilo trimestrale, sia il contributo fornito dalle componenti della domanda. La Germania e la Francia, nel corso del primo semestre del 2005, sono state accomunate da un profilo di

**Le determinanti
della crescita**



crescita congiunturale del PIL in decelerazione, a cui è seguito un rimbalzo nel terzo trimestre e una nuovo rallentamento nel quarto. La Spagna ha invece continuato a evidenziare una espansione trimestrale costante e sostenuta lungo tutto il corso del 2005.

In Germania sia i consumi privati che gli investimenti hanno fornito un contributo nullo alla crescita annuale. Le esportazioni, che si erano comunque mantenute competitive grazie a un andamento molto contenuto dei costi unitari di produzione e alla peculiare distribuzione geografica delle merci tedesche, hanno beneficiato anche del deprezzamento dell'euro; il loro contributo alla crescita reale è risultato rilevante (2,5 punti percentuali), determinando un apporto positivo da parte della componente estera netta (6 decimi di punto).

La Francia, che negli ultimi anni ha condiviso con la Spagna la crescita economica più brillante tra le principali economie, ha continuato a sperimentare una dinamica della domanda interna abbastanza sostenuta, se pur in rallentamento. Il contributo dei consumi alla crescita annuale è, infatti, risultato ancora elevato, sia per quanto riguarda la componente privata che pubblica; gli investimenti hanno addirittura aumentato il proprio apporto rispetto al 2004. La componente estera netta è risultata invece negativa, così come nel 2004.

La Spagna non ha invece evidenziato segni di rallentamento. Il ritmo di espansione del PIL su base annua ha addirittura visto una accelerazione, mentre si è mantenuto costante e sostenuto in termini trimestrali nel corso del 2005. Tutte le componenti interne di domanda hanno segnato incrementi

sostenuti, in particolare gli investimenti fissi (6,5%, dal 4,9% del 2004). La vivace dinamica interna ha favorito la domanda di importazioni (+6,8%), determinando un contributo fortemente negativo delle esportazioni nette alla crescita annuale (per 2,1 punti percentuali).

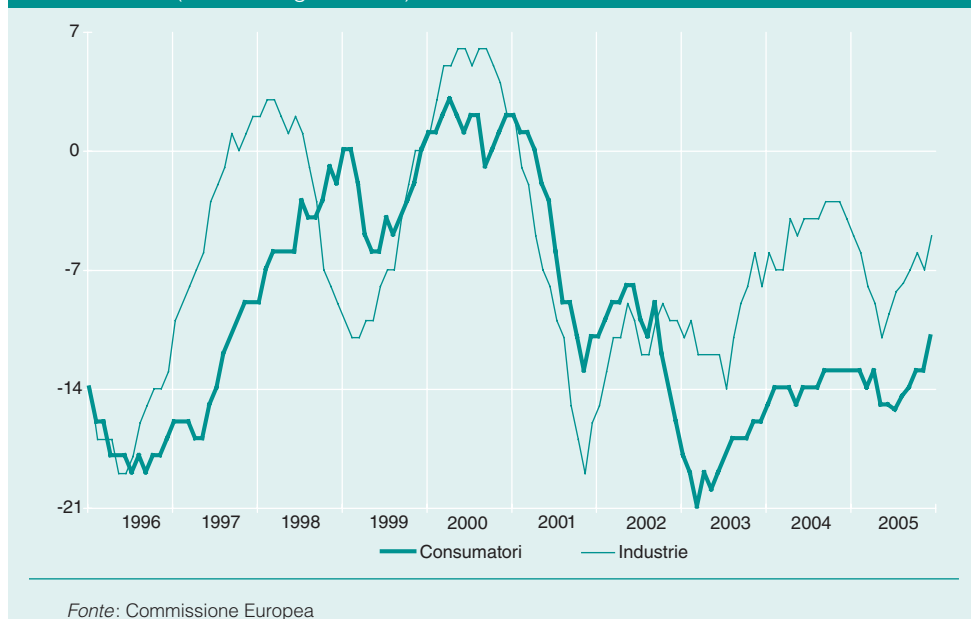
Dopo la stagnazione della seconda metà del 2004, l'attività manifatturiera dell'area euro ha evidenziato una decisa ripresa solo a partire dal secondo trimestre dello scorso anno. Dalla fine dell'estate il sentiero di espansione dell'attività produttiva si è invece fatto più incerto: in particolare nel periodo ottobre-dicembre la produzione industriale ha segnato un forte rallentamento su base congiunturale. In media d'anno, l'indice di produzione industriale al netto del settore delle costruzioni ha segnato un incremento dell'1,2 per cento.

Gli indicatori anticipatori hanno evidenziato un progressivo miglioramento già a partire dalla seconda metà del 2005, grazie soprattutto alla vivace domanda internazionale e all'apprezzamento del dollaro. L'indice di fiducia degli imprenditori per l'intera area, monitorata dalla Commissione Europea, ha segnato, a partire dal mese di giugno, una decisa risalita, (dopo la discesa ininterrotta dei sei mesi precedenti) guidato da un miglioramento delle attese di produzione e del giudizio sugli *stock* di prodotti finiti. Stesse indicazioni sono giunte dall'indice PMI per il settore manifatturiero dell'intera area: dopo aver toccato nel mese di aprile un valore al di sotto dei 50 punti (la soglia che separa la contrazione dall'espansione economica), ha evidenziato una ininterrotta tendenza al rialzo, raggiungendo in dicembre il livello più elevato degli ultimi sedici mesi.

La produzione industriale

Il clima di fiducia

Grafico 14 – AREA EURO: INDICATORI DEL CLIMA DI FIDUCIA
(saldi destagionalizzati)



**La dinamica
dei prezzi**

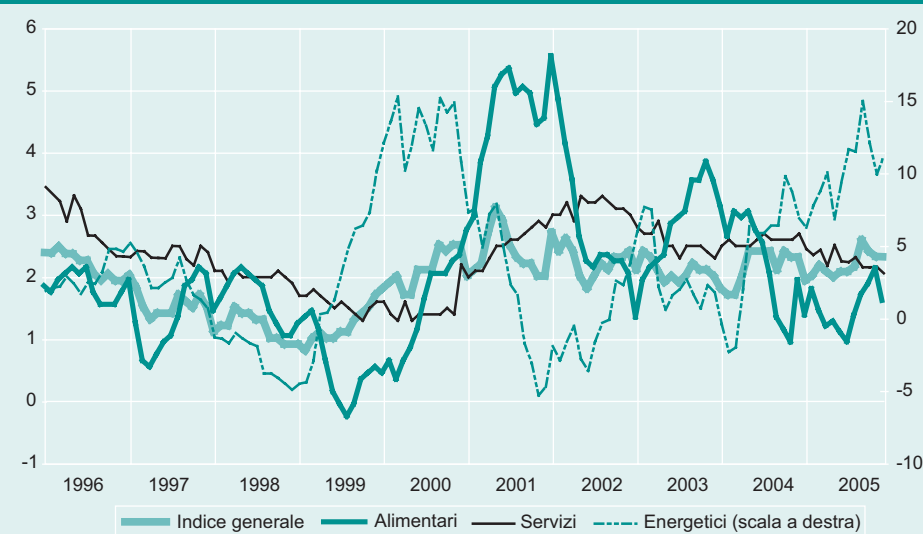
Il clima di fiducia delle famiglie, dopo un prolungato periodo di relativa stabilità su livelli ancora inferiori a quelli di lungo periodo, ha cominciato a evidenziare un moderato rafforzamento a partire dal mese di settembre, guidato principalmente dalle attese circa una riduzione prospettica dell'occupazione.

Nel corso del 2005 l'andamento dei prezzi alla produzione e al consumo è stato influenzato, come nel 2004, dalle quotazioni del greggio e delle principali materie prime sui mercati internazionali; tuttavia, la dinamica inflazionistica è rimasta sostanzialmente sotto controllo.

I prezzi all'origine hanno evidenziato, a partire dal mese di giugno, un ritmo di incremento su base congiunturale relativamente elevato ma stabile; ciò ha determinato un profilo tendenziale sostanzialmente costante (poco superiore al 4%), con un picco nel mese di dicembre (4,7%) dovuto allo sfavorevole confronto statistico con il relativo periodo del 2004, quando l'indice, in coincidenza con un calo delle quotazioni petrolifere, aveva segnato un decremento. In media d'anno, l'indice dei prezzi alla produzione, al netto del settore delle costruzioni, ha segnato un rialzo del 4,1 per cento

Nel corso dell'estate, le elevate quotazioni del greggio sui mercati internazionali hanno cominciato a riflettersi, dopo i prezzi all'origine, anche sui prezzi al consumo. In settembre, l'indice armonizzato ha mostrato un notevole balzo sia nel confronto tendenziale (2,6%, dal 2,2% di agosto), sia in quello congiunturale (0,5% rispetto al mese precedente); in seguito si è però assistito ad un rapido rientro, con il tasso di inflazione che in dicembre si è attestato al 2,2%, lo stesso incremento medio per l'intero 2005.

Grafico 15 – AREA EURO: INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO E SUE PRINCIPALI COMPONENTI (variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat

Al netto delle componenti più volatili (energia e beni alimentari non lavorati) l'inflazione *core* è risultata sempre sotto controllo; in leggera risalita tra agosto e novembre (dall'1,3 all'1,5%), è comunque rimasta ben al di sotto dell'obiettivo delle autorità monetarie, attestandosi in dicembre all'1,4% (1,5% in media d'anno).

L'evidente rallentamento ciclico che ha contraddistinto l'area dell'euro nel corso del 2005 sembra essersi riflesso sulle condizioni nel mercato del lavoro. Nel corso dei primi nove mesi dello scorso anno il tasso di espansione dell'occupazione è risultato leggermente meno dinamico nel confronto con lo stesso periodo del 2004. Anche il profilo tendenziale di crescita ha quindi evidenziato un rallentamento (dallo 0,9% del primo trimestre allo 0,7% del terzo); ciononostante, l'incremento risulterebbe ancora superiore a quello medio dell'intero 2004 (0,7%).

Il mercato
del lavoro

Le dinamiche settoriali sono risultate molto differenziate. Nell'industria manifatturiera ed estrattiva, così come nell'agricoltura, si è registrata una contrazione su base congiunturale in tutti e tre i trimestri; nel comparto delle costruzioni si è evidenziata una espansione nel secondo e terzo trimestre, dopo la stagnazione nel primo. Il 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 particolare per ciò che riguarda il comparto dei servizi finanziari.

In corrispondenza di questi andamenti, il tasso standardizzato di disoccupazione ha mostrato una ulteriore riduzione nel corso del 2005, pari a tre decimi di punto in media d'anno (8,6%, dopo l'8,9% dell'anno precedente), attestandosi in dicembre al 8,4 per cento.

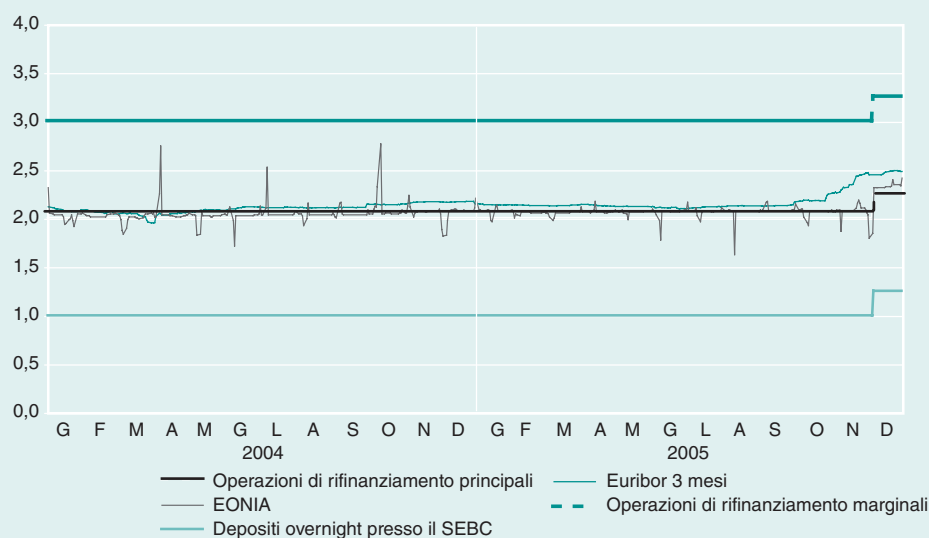
1.6 - LA POLITICA MONETARIA E I MERCATI FINANZIARI NELL'AREA DELL'EURO

Il 6 dicembre 2005 la Banca Centrale Europea è intervenuta sui tassi di interesse ufficiali per la prima volta dopo due anni e mezzo, con un rialzo di un quarto di punto percentuale: il tasso di riferimento sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato aumentato dal 2 al 2,25%, il tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale dall'1 all'1,25% e il tasso di rifinanziamento marginale dal 3 al 3,25 per cento.

Le azioni della
Banca Centrale
Europea.

La manovra di dicembre ha rappresentato la prima azione di inasprimento dopo oltre cinque anni, precisamente dall'ottobre del 2000, quando il tasso *repo* era stato portato dal 4,5% al 4,75%, livello massimo dagli inizi dell'Unione Economica e Monetaria.

L'intervento di rialzo è stato deciso in seguito all'emergere, in autunno e dopo un prolungato periodo di debolezza congiunturale e di elevata incertezza, di alcuni segnali di miglioramento del quadro macroeconomico delle economie dell'area dell'euro ed in presenza di forti incrementi dei prezzi del petrolio, di

Grafico 16 – TASSI DI INTERESSE (valori percentuali, dati giornalieri)

una tendenza al deprezzamento della valuta europea, di liquidità abbondante ed in crescita, di una elevata dinamica del credito e di prezzi delle attività in espansione, soprattutto quelle immobiliari. In questo scenario sono aumentate le preoccupazioni di un rialzo delle aspettative inflazionistiche ed i rischi che il conseguente adeguamento dei comportamenti degli operatori economici determinasse pressioni sull'inflazione di lungo periodo.

Grafico 17 – TASSO DI CAMBIO EURO/DOLLARO USA (dati medi mensili)