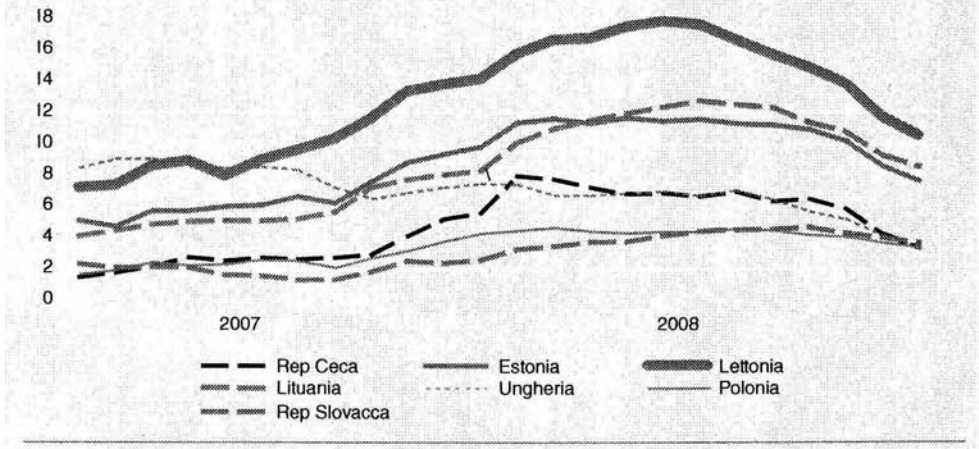
menti diretti esteri, a cui sono uniti gli effetti espansivi della politica fiscale. L'elevato prezzo dei prodotti energetici ha sostenuto le esportazioni nette, malgrado l'apprezzamento del rublo che ne è conseguito. La crescita del PIL è stata sostenuta dalle costruzioni e dal commercio al dettaglio.

Grafico 13 - TASSI DI INFLAZIONE AL CONSUMO ARMONIZZATI NEI PAESI DELL'EUROPA CENTRO ORIENTALE (variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Nella seconda parte del 2008 si sono resi evidenti gli effetti della crisi. La crescita nel terzo e quarto trimestre è stata rispettivamente del 6,2% e dell'1,1%, determinando una espansione media del PIL per l'intero 2008 del 5,6%. A questo risultato hanno concorso la caduta del prezzo del petrolio, con la conseguente contrazione delle entrate fiscali, il rallentamento dei consumi e la fuga di capitali che ha causato una perdita di valore del 30% del rublo rispetto al dollaro tra agosto e la fine dell'anno. Le autorità monetarie hanno contrastato la tendenza al deprezzamento per evitare cadute troppo repentine, ma ciò ha comportato una forte riduzione delle riserve in valuta estera.

1.5 - LA FASE CICLICA NELL'AREA DELL'EURO

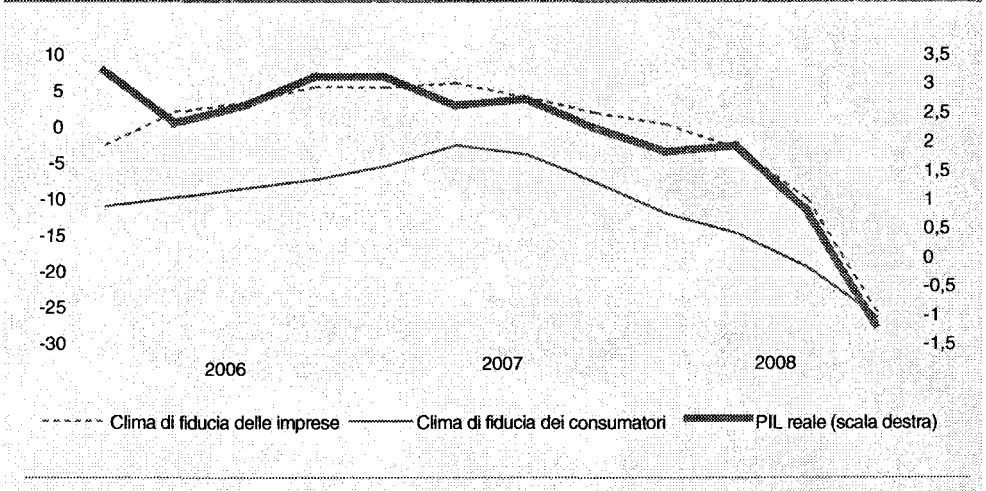
Le determinanti della crescita

Nel 2008, per l'area dell'euro nel suo insieme, il PIL ha registrato un tasso di espansione dello 0,8%, in deciso rallentamento rispetto all'anno precedente. La forte attenuazione della dinamica di crescita, soprattutto nella seconda parte dell'anno, è stata determinata dagli effetti sull'economia reale della crisi finanziaria internazionale. In particolare, nel quarto trimestre del 2008, il PIL ha registrato una caduta dell'1,6%, dopo la contrazione dello 0,2% del periodo luglio-settembre.

La turbolenza finanziaria, che ha avuto origine negli Stati Uniti, si è diffusa attraverso la riduzione nella disponibilità di credito per imprese e con-

sumatori; questa ultima ha rappresentato la conseguenza della crisi di fiducia rispetto alla solvibilità delle istituzioni finanziarie coinvolte nell'acquisizione dei titoli "tossici". Le condizioni creditizie più restrittive hanno avuto un effetto negativo sui piani di investimento delle imprese e di consumo delle famiglie, determinando per questa via anche un brusco ridimensionamento del mercato immobiliare. La crisi ha inoltre causato un'ampia contrazione degli scambi commerciali, penalizzando in particolar modo Germania e Italia, le economie che più delle altre avevano basato la precedente fase di espansione sul traino della domanda estera.

Grafico 14 – AREA EURO: PIL E CLIMA DI FIDUCIA (variazioni percentuali annue e saldi)



Fonte: Eurostat.

Dopo una prima metà dell'anno relativamente positiva, il rallentamento del ciclo europeo è stato, dunque, determinato da un indebolimento della domanda interna, con un andamento stagnante dei consumi privati, che hanno fornito un contributo negativo alla crescita in termini congiunturali sia nel secondo che nel quarto trimestre di 0,2 punti percentuali, e una flessione degli investimenti fissi (soprattutto residenziali) a partire dal secondo trimestre (il contributo è stato rispettivamente di -0,3, -0,2, -0,9 punti percentuali). Dal lato della domanda estera, le esportazioni nette, che in precedenza avevano sostenuto il ciclo economico, hanno fornito negli ultimi tre mesi un apporto decisamente negativo (per 4,7 punti percentuali) alla crescita del PIL in termini congiunturali (-2,8 le esportazioni e + 1,9 le importazioni).

Andamento nei singoli paesi

Nella seconda metà del 2008 tutti i maggiori paesi hanno mostrato una contrazione del prodotto. La caduta è stata particolarmente accentuata in Germania: l'economia tedesca sembra essere stata penalizzata pesantemente dalla consistente flessione delle esportazioni. Dal lato della domanda interna, alla debolezza della spesa delle famiglie si è aggiunto il modesto

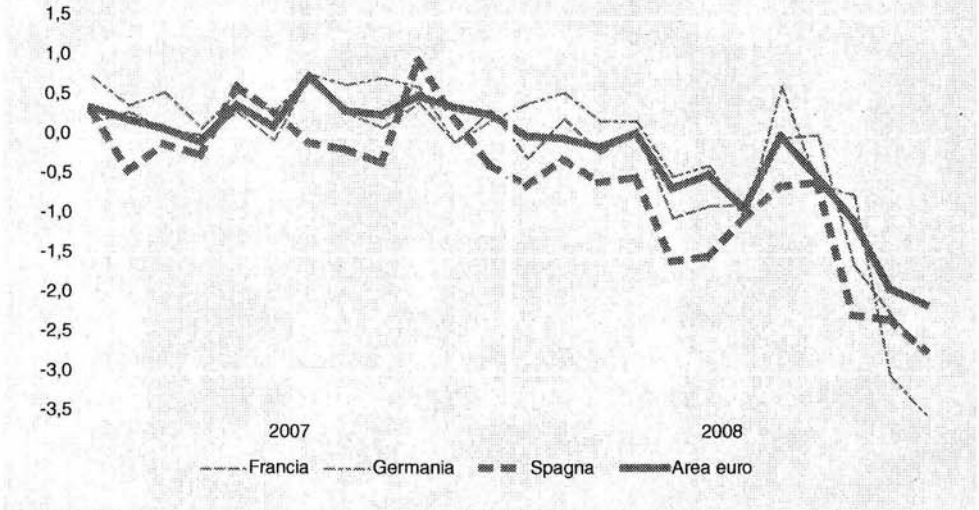
contributo fornito dagli investimenti in costruzioni, nonostante il ciclo immobiliare sia rimasto relativamente esente dal contagio statunitense. In Francia, la contrazione dell'attività economica è stata invece relativamente più contenuta; nel terzo trimestre, in controtendenza con le altre principali nazioni, si è peraltro osservato un incremento del PIL su base congiunturale marginalmente positivo. Anche in Spagna, dove negli ultimi anni lo sviluppo economico si è basato principalmente sull'andamento dei consumi delle famiglie e sul ciclo delle costruzioni, si è registrata una dinamica del PIL negativa sia nel terzo che nel quarto trimestre.

La produzione industriale

L'attività produttiva, che fino ad aprile aveva mostrato una dinamica positiva, a partire dalla seconda metà del 2008 è stata penalizzata dalla crescente incertezza sull'evoluzione economica, dal restringimento delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie e del calo della domanda estera. I risultati più deludenti si sono registrati a fine anno: l'indice della produzione industriale nell'area euro ha infatti evidenziato in dicembre una discesa del 2,7% su base congiunturale, ripetendo la medesima contrazione segnata in novembre (-2,7%). Il settore che ha maggiormente inciso sulla caduta dell'indice è stato quello dei beni intermedi. Per l'intero 2008, l'attività manifatturiera nell'area euro ha registrato una contrazione dell'1,8% rispetto all'anno precedente.

Nel dettaglio nazionale, sebbene tutte le maggiori economie dell'area siano state pesantemente colpite, l'attività manifatturiera tedesca è stata quella che ha mostrato le flessioni congiunturali più ampie.

Grafico 15 – AREA EURO: PRODUZIONE INDUSTRIALE ESCLUSE LE COSTRUZIONI
(variazioni congiunturali; medie mobili 3 termini)

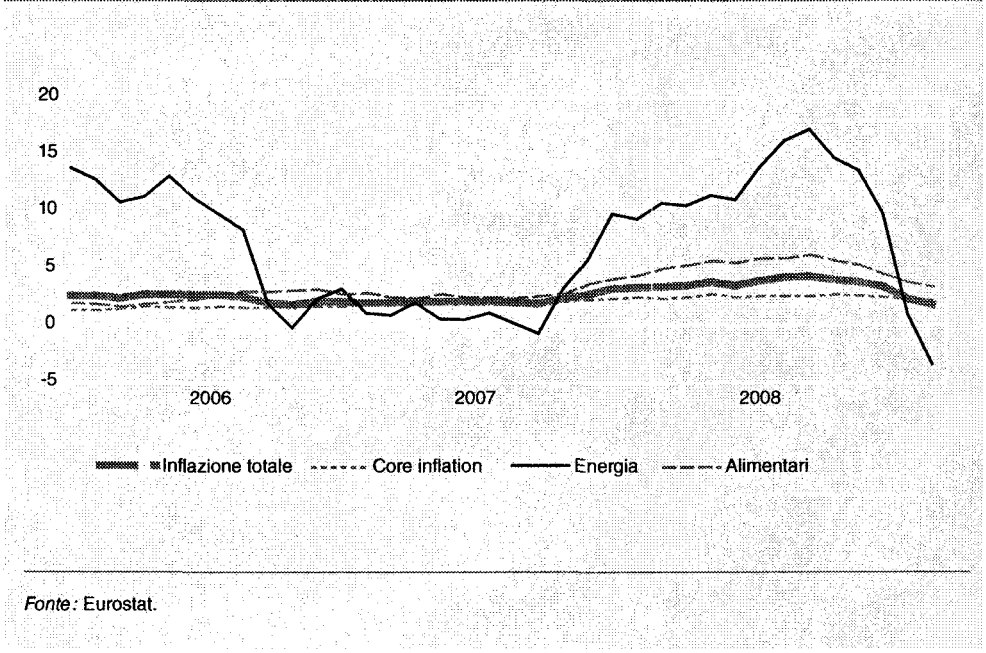


Fonte: Thomson Datastream.

Dinamica dei prezzi e mercato del lavoro

Il tasso di inflazione nel 2008 ha toccato il livello più elevato dalla creazione dell'area dell'euro, spinto principalmente dall'impennata della componente energetica e alimentare nella prima parte dell'anno. Con l'inversione di tendenza delle quotazioni petrolifere, a partire dall'estate, l'andamento dei prezzi al consumo ha intrapreso un percorso di rapida discesa. Le variazioni congiunturali dei prezzi del comparto alimentare si sono invece mantenute positive, mostrando una certa flessione solo a dicembre. Di conseguenza, per l'intero 2008, il tasso di inflazione medio dell'area euro è risultato pari al 3,3%, mentre l'incremento della componente *core* è stato dell'1,8 per cento.

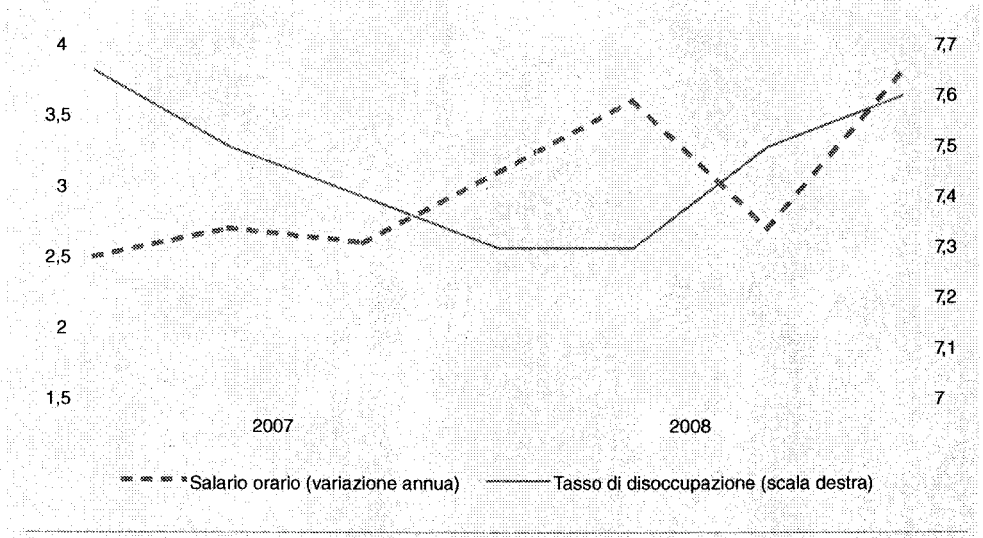
Grafico 16 – AREA EURO: INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Negli ultimi mesi dell'anno, la crisi finanziaria ha cominciato a manifestare i primi effetti negativi anche sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, infatti, per l'area nel suo insieme è salito a dicembre all'8,1%, dopo aver toccato il minimo del 7,2% tra novembre 2007 e marzo 2008. In alcuni paesi l'occupazione è stata colpita in misura più intensa, in particolare in quelli dove la crisi immobiliare è risultata più acuta: in Spagna e Irlanda il tasso di disoccupazione in dicembre si è attestato, rispettivamente, al 14,3% e 8,7%, spinto dell'elevata elasticità della domanda di lavoro al ciclo del settore dell'edilizia.

Grafico 17 – AREA EURO: COSTO DEL LAVORO E TASSO DI DISOCCUPAZIONE



Fonte: Eurostat.

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

Nel corso del 2008, lo scenario macroeconomico dell'area dell'euro è significativamente mutato, determinando una decisa inversione della politica monetaria sul finire dell'anno.

Dopo aver operato un rialzo di un quarto di punto percentuale agli inizi di luglio, che ha portato il tasso *repo* dal 4% al 4,25%, la BCE ha avviato a partire da ottobre una decisa fase di ribassi e, con tre interventi a cadenza mensile, lo ha ridotto al 2,5% a fine anno.

La manovra di luglio

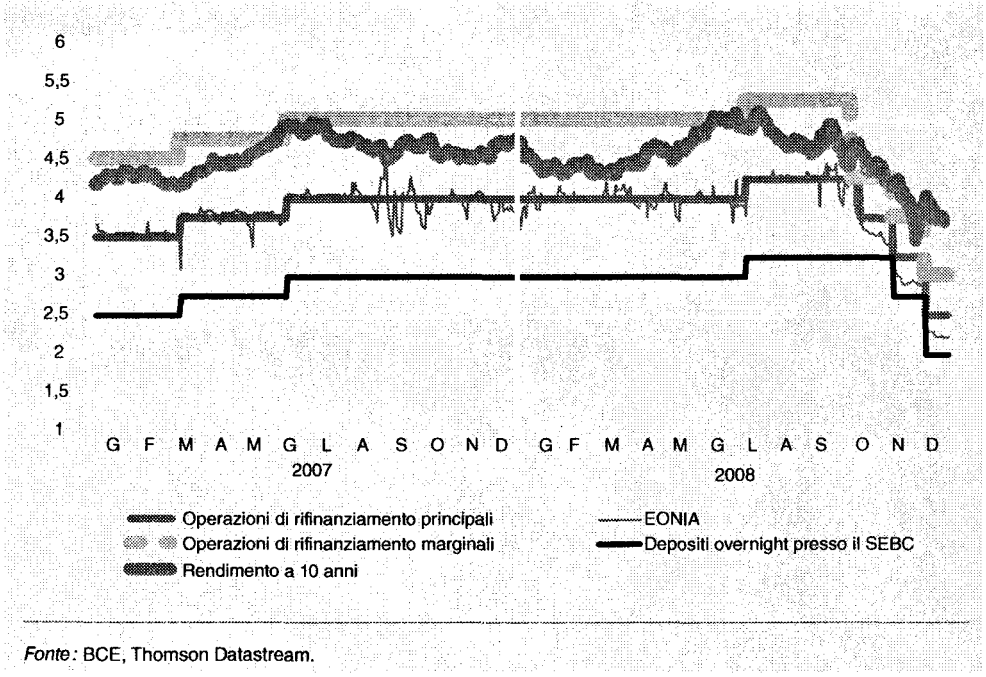
Il rialzo dei tassi di interesse ufficiali attuato agli inizi di luglio è stato annunciato un mese prima ed ha avuto luogo in netta controtendenza rispetto a quanto stava avvenendo negli Stati Uniti, dove il tasso obiettivo sui *Federal Funds* era stato ridotto nel primo semestre 2008 di 2,25 punti percentuali, giungendo così al 2 per cento.

La manovra della BCE ha riflesso principalmente le preoccupazioni per i rischi inflazionistici derivanti dalla forte impennata delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime, soprattutto quelle alimentari, che ha spinto al 4% la dinamica tendenziale dell'inflazione al consumo.

Nonostante non vi fossero ancora segnali preoccupanti sulla *core inflation* (pari all'1,7% in media nel secondo trimestre dell'anno), la BCE riteneva infatti possibili ulteriori aumenti dei prezzi dell'energia e delle materie prime e temeva sia una traslazione degli aumenti dei costi sui prezzi (c.d. *pass-through)* sia il manifestarsi di effetti di *second round* derivanti dagli adeguamenti salariali. Ad accrescere tali timori contribuivano, come sottolineato dalla BCE

nel comunicato del 3 luglio, da un lato l'abbondante liquidità e la forte crescita degli aggregati monetari che, seppure in rallentamento, continuava a mantenersi su tassi sostenuti (superiori al 10% per M3); dall'altro il rischio che le aspettative sugli andamenti di medio periodo della dinamica dei prezzi si disancorassero dall'obiettivo prefissato del 2 per cento.

Grafico 18 – TASSI DI INTERESSE (valori percentuali, dati giornalieri)



Fonte: BCE, Thomson Datastream.

Tali timori sono risultati, nelle valutazioni della BCE, prevalenti rispetto ai rischi di rallentamento della crescita economica, nonostante il perdurare di una situazione di difficoltà e di incertezza nei mercati finanziari e gli effetti restrittivi derivanti dagli stessi aumenti dei prezzi delle materie prime.

Parallelamente all'azione di rialzo dei tassi di interesse, la BCE, in coordinamento con altre importanti banche centrali, ha attuato diverse misure di sostegno non convenzionali per soddisfare il fabbisogno di fondi del sistema bancario conseguente alle turbolenze finanziarie emerse nell'estate del 2007, incrementando la liquidità erogata al sistema.

Gli interventi dell'autunno

Da settembre, lo scenario macroeconomico si è bruscamente deteriorato. La crisi finanziaria si è aggravata ed ha cominciato a colpire l'economia reale e, dopo il fallimento della *Lehman Brothers* in settembre, ha determinato il riacutizzarsi dei timori di insolvenza e di fallimenti di altri operatori. Si sono manifestati segnali di un significativo inasprimento delle condizioni di credito all'economia ed è emerso il pericolo di un collasso dei mercati finanziari, mentre le principali economie rischiavano di avviarsi verso una severa recessione economica.

Dall'altro lato, le dinamiche dei prezzi delle materie prime hanno bruscamente cambiato direzione. Il netto calo del prezzo del petrolio, sceso a fine anno a meno di 40 dollari al barile dai 145 di metà luglio, ed il peggioramento delle prospettive economiche mondiali hanno comportato una sensibile riduzione delle prospettive inflazionistiche (il tasso di inflazione è stato ridotto, nelle proiezioni della BCE, dal 2,4% all'1,4% nel 2009 ed è indicato mantenersi al di sotto del 2% anche nel 2010).

Per far fronte alla situazione di eccezionale gravità venutasi a creare alla fine dell'estate, le autorità monetarie dell'area dell'euro sono quindi intervenute in maniera decisa e utilizzando una ampia gamma di strumenti, anche coordinandosi con le altre principali autorità monetarie internazionali.

A partire dal mese di ottobre, la BCE ha tagliato, con tre interventi consecutivi, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 1,75 punti percentuali complessivamente ed ha ridotto il corridoio formato dal tasso di rifinanziamento marginale e dal tasso sui depositi *overnight* presso il SEBC da 200 a 100 punti base. Le manovre sui tassi sono state accompagnate da ulteriori interventi finalizzati all'aumento dell'erogazione di liquidità e ad assicurare i flussi di finanziamento al settore finanziario e reale dell'economia. In particolare, è stato ampliato lo schema delle garanzie, con l'estensione, fino alla fine del 2009, della lista delle attività stanziabili come collaterale nelle operazioni di credito dell'Eurosistema; è stata aumentata l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine; sono stati effettuati *swap* in valuta al fine di fornire la liquidità in dollari statunitensi necessaria alle banche europee.

Alle azioni delle banche centrali si sono associati infine anche interventi governativi tesi a rafforzare la posizione patrimoniale delle banche in difficoltà e la fiducia dei risparmiatori.

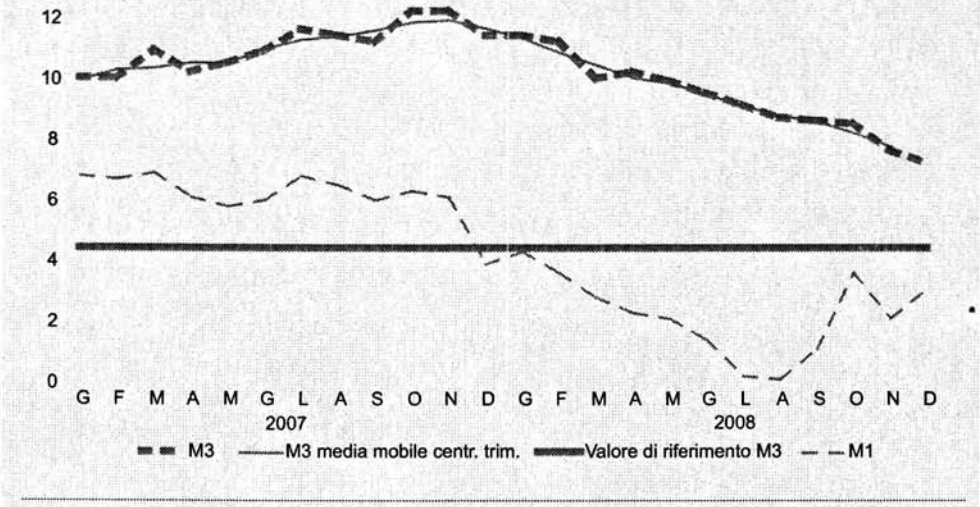
Aggregati monetari in rallentamento

Dalla fine del 2007, quando ha raggiunto il 12,3%, la crescita dell'aggregato monetario di riferimento (M3) ha registrato un sensibile rallentamento, scendendo progressivamente fino al 7,3% nel dicembre 2008.

Il rallentamento di M3 è risultato da una forte contrazione del tasso di crescita dei depositi a breve termine e degli strumenti negoziabili. Nella prima parte dell'anno si è verificata una ricomposizione a favore delle attività meno liquide: la crescita dell'aggregato M1 è infatti scesa da un tasso medio superiore al 6% nel 2007 ad una crescita annualizzata pari allo 0,2% nel mese di agosto 2008. Nella parte finale dell'anno, dopo l'esplosione della crisi finanziaria, tale tendenza si è interrotta e le componenti più liquide (depositi *overnight* e circolante) sono cresciute ad un tasso del 3,1% nell'ultimo trimestre dell'anno.

Sul finire del 2008, dopo le vendite registrate in autunno in seguito al fallimento della *Lehman Brothers*, capitali sono tornati ad affluire verso i fondi comuni monetari (ricompresi tra gli strumenti negoziabili). La sfiducia ha continuato a colpire invece le istituzioni finanziarie, i cui titoli di debito

Grafico 19 – AGGREGATI MONETARI NELL'AREA DELL'EURO (variazioni percentuali annue)

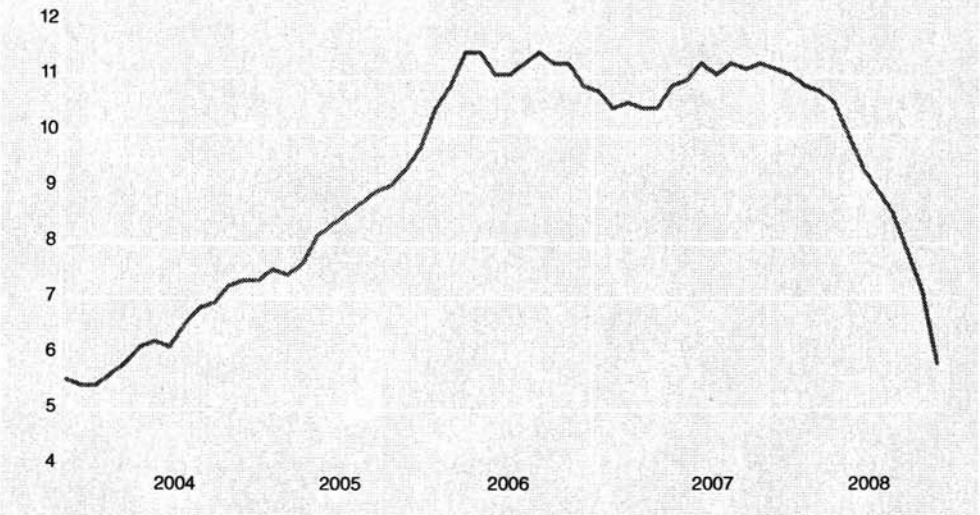


Fonte: BCE.

con durata inferiore a due anni hanno registrato un marcato calo (-14,1% in dicembre rispetto ad un anno prima) e le cui nuove emissioni hanno incontrato notevoli difficoltà ad essere collocate sul mercato.

La contrazione della crescita dei depositi a breve termine ha riflesso soprattutto un sensibile calo di quelli delle società non finanziarie. Il maggio-

Grafico 20 – PRESTITI AL SETTORE PRIVATO (variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE.