

in calo per la maggior parte dell'anno, ha ricominciato a crescere in novembre e dicembre (0,5% e 1,3% rispettivamente) a causa principalmente dell'aumento nella domanda di moneta e dell'aumento dei prezzi dei beni alimentari.

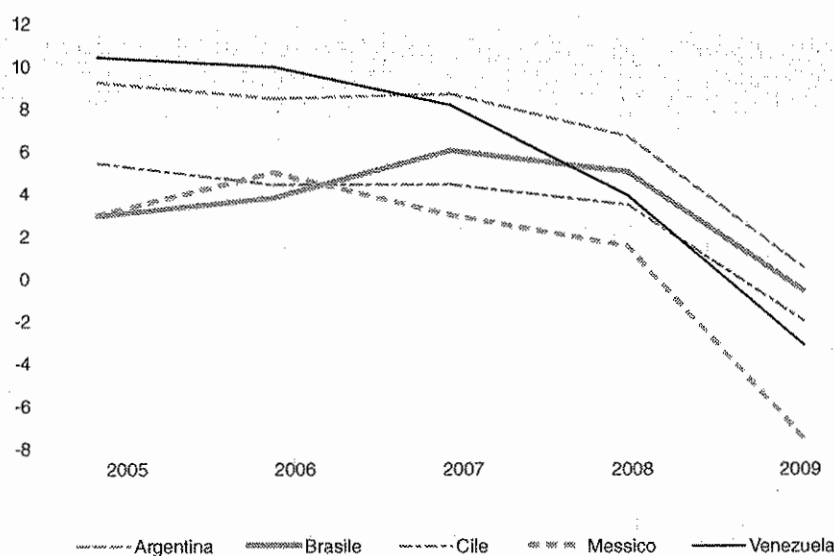
L'economia indiana ha fatto registrare un ulteriore rallentamento nel 2009, crescendo al 6,4% e perdendo un punto percentuale rispetto all'anno precedente e circa 3 punti rispetto al 2007. Questo risultato è dovuto principalmente all'andamento dell'ultimo trimestre (6%), condizionato dalla contrazione del PIL in agricoltura (-2,8%), dal rallentamento della spesa per consumi privati ed investimenti, nonché dal crollo della spesa pubblica, che ha perso il 10% su base tendenziale. La ripresa della domanda estera, al contrario, ha determinato un rallentamento del ritmo di contrazione delle esportazioni (dal -17,4% del terzo trimestre al -4,8% del quarto), superiore a quello delle importazioni (-9,7% nel quarto dal -10,5% del trimestre precedente).

I buoni fondamentali macroeconomici e la ridotta vulnerabilità finanziaria dell'area hanno moderato le conseguenze avverse della recessione. Lo scenario macroeconomico è progressivamente peggiorato nella prima metà del 2009 a causa della forte contrazione dell'*export*, accompagnate dalla caduta della domanda interna. Le conseguenze peggiori si sono osservate in Messico, che ha risentito maggiormente della crisi degli Stati Uniti, e in Argentina. Al contrario, in Brasile si sono osservati segnali di stabilizzazione già dal secondo trimestre.

India

America Latina

Grafico 11 – PRODOTTO INTERNO LORDO DELLE PRINCIPALI ECONOMIE DELL'AMERICA LATINA (variazioni percentuali)



Fonte: Thomson Datastream, FMI e Oxford Economics

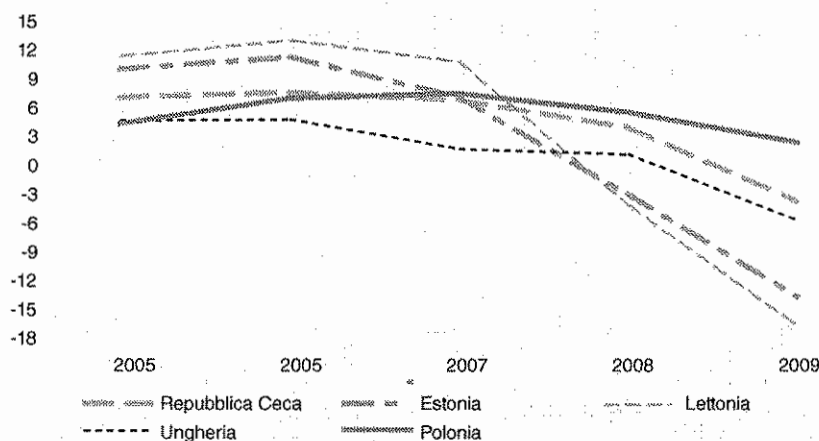
Dalla seconda metà dell'anno i segnali di ripresa sono diventati più consistenti, anche se non uniformi tra le varie economie. La produzione industriale è tornata su un sentiero di espansione dal mese di novembre, così come le esportazioni, che hanno beneficiato nel corso della crisi della domanda di materie prime da parte della Cina. Il Brasile ha saputo reagire meglio grazie in particolare ai consumi interni, in espansione in tutti i trimestri dell'anno.

Le valute della regione hanno ricominciato ad apprezzarsi nella seconda metà dell'anno; all'apprezzamento generalizzato si è accompagnata una rapida ripresa dei mercati finanziari latino-americani. In particolare il *real* brasiliano ha guadagnato l'11% contro il dollaro nel secondo semestre, mentre la moneta peruviana ha recuperato il 4%. L'eccezione è rappresentata dal Venezuela, che ha proceduto ad una svalutazione del *Bolivar* del 100% contro il dollaro allo scopo di stimolare le esportazioni e dare ossigeno alle entrate fiscali. Questa politica ha, tuttavia, aggravato le pressioni inflazionistiche in un paese dove i prezzi crescono su base tendenziale di poco meno del 30% all'anno. In Brasile e Messico l'inflazione è apparsa in riduzione nel secondo semestre (dal 5% al 4% in Brasile e dal 5,5% al 3,5% in Messico), mentre la dinamica dei prezzi ha ripreso ad aumentare in Argentina (dal 5,2% al 7,7%).

Europa Centro
Orientale

Per i paesi dell'Europa Centro Orientale il 2009 è stato l'anno peggiore dal crollo dell'Unione Sovietica. Nel complesso l'area ha sperimentato una contrazione del PIL del 4,3%. Nella prima parte dell'anno le economie dell'area hanno subito molteplici *shock* avversi: crollo della domanda da parte dei paesi dell'Europa Occidentale, contrazione del credito e degli investimenti diretti esteri associati a carenza cronica di capitale domestico, *deficit* gemelli e forti spinte al deprezzamento delle valute, che in alcuni casi hanno generato instabilità politica e dimissioni dei governi in carica (Rep. Ceca, Ungheria e Lettonia).

Grafico 12 – PRODOTTO INTERNO LORDO DI ALCUNI STATI MEMBRI DELL'EUROPA CENTRO ORIENTALE (variazioni percentuali)



Fonte: Thomson Datastream, FMI e Oxford Economics

Nella seconda parte dell'anno si sono osservati segni di ripresa, specie nella produzione industriale e nelle esportazioni, accompagnati da un ritorno all'apprezzamento delle valute nelle economie con cambi flessibili.

I paesi Baltici hanno subito le conseguenze peggiori della crisi internazionale a causa della presenza di un regime di cambi fissi e di forti squilibri esterni. La contrazione del PIL in questi paesi è stata elevata (-14,1% in Estonia, -15% in Lituania e -17% in Lettonia) anche se, grazie all'aiuto del FMI e alle politiche di stabilizzazione interna, è stata evitata la svalutazione del cambio che avrebbe minato la possibilità di un ingresso nell'euro nei prossimi anni.

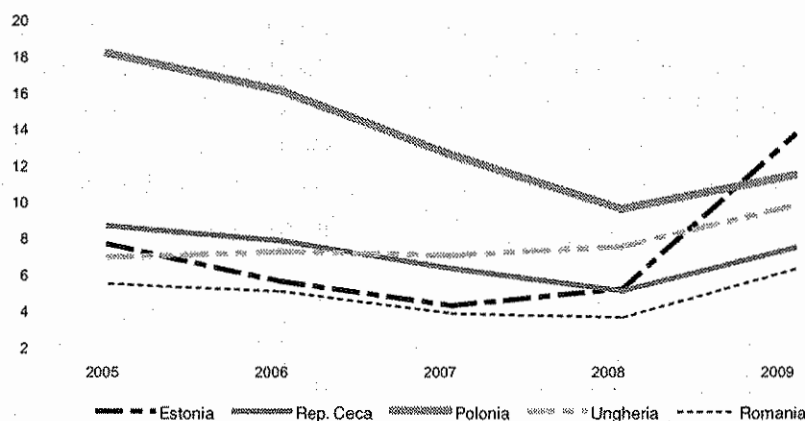
La Polonia è stata l'unica economia, tra quelle principali della regione, a chiudere il 2009 in espansione (+1,7%), grazie alla maggiore solidità macroeconomica, al basso livello di debito e alla minore dipendenza dal commercio estero; la Repubblica Ceca, grazie al massiccio piano di stimoli fiscali e monetari, ha limitato la caduta del PIL (-4,3%). La contrazione è risultata più ampia in Ungheria e Romania (-6,2% e -7,1% rispettivamente), a causa della peggiore situazione della finanza pubblica (Ungheria) e del *deficit* della bilancia dei pagamenti, che hanno reso necessario l'intervento del FMI.

Tra le principali economie emergenti, la Russia ha subito le conseguenze peggiori della crisi internazionale, facendo registrare per il 2009 una contrazione del PIL dell'8,8%. La profondità della recessione è stata acuita dal crollo delle esportazioni di petrolio e delle altre materie prime, nonché dalla forte contrazione degli investimenti. Questi ultimi hanno risentito della scarsità di capitale disponibile per le imprese e delle sofferenze del settore bancario, in un contesto già caratterizzato da sottoinvestimento ed elevata tassazione. Il tasso di disoccupazione è aumentato dal 7,1% al 9,1% nel primo trimestre dell'anno, causando una contrazione dei consumi. L'inflazione è rimasta elevata durante la prima metà dell'anno, anche se in sostanziale diminuzione (dal 13,3% di dicembre 2008 all'11,9% di giugno) grazie principalmente al rallentamento dei prezzi dei beni alimentari. A questo risultato ha contribuito anche l'andamento del tasso di cambio, con il rublo che ha smesso di deprezzarsi nel mese di febbraio per guadagnare il 13% contro il dollaro fino al mese di giugno ed un ulteriore 3,5% nella seconda metà dell'anno. Ciò grazie principalmente alla risalita del prezzo del petrolio e al restringimento della banda di oscillazione del rublo.

Russia

A partire dal terzo trimestre si sono iniziati a osservare segni di stabilizzazione ciclica, con un rallentamento della contrazione del PIL (dal -10,9% al -8,9%) e degli investimenti, a cui si deve aggiungere il contributo positivo della spesa pubblica. I consumi privati, al contrario, hanno accelerato il ritmo di contrazione (-11,6% da -7% nel secondo trimestre). Nell'ultimo trimestre dell'anno la caduta del PIL ha rallentato ulteriormente (-5,8%), mentre produzione industriale ed esportazioni sono ritornati negli ultimi due mesi dell'anno su tassi di crescita positivi.

Grafico 13 – TASSI DI DISOCCUPAZIONE IN ALCUNI PAESI DELL'EUROPA CENTRO ORIENTALE (variazioni percentuali)



Fonte: Thomson Datastream

1.5 – LA FASE CICLICA NELL'AREA DELL'EURO

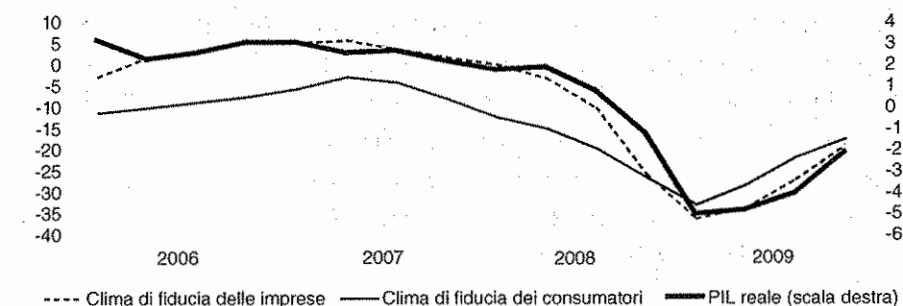
Le determinanti
della crescita

Dopo la contrazione registrata nella prima metà dell'anno, a partire dal terzo trimestre del 2009 il PIL dell'area dell'euro è ritornato in territorio positivo, crescendo dello 0,4% nel 3° trimestre e non registrando alcuna variazione nel trimestre successivo in termini congiunturali e interrompendo una sequenza di cinque cali consecutivi. Ad avere pesato negativamente sulla crescita nei primi due trimestri sono state sia le componenti della domanda interna, sia quelle della domanda estera, queste ultime penalizzate dal forte calo della domanda mondiale. Alla ripresa hanno, invece, contribuito soprattutto fattori esogeni, quali l'orientamento fortemente espansivo delle politiche economiche nella maggior parte dei paesi e un certo recupero della domanda mondiale in corso d'anno, in particolare nell'area asiatica. Tuttavia, anche nella seconda parte dell'anno la domanda interna è rimasta debole a causa del deterioramento dell'occupazione, delle condizioni ancora restrittive del credito e dell'ulteriore flessione nel settore delle costruzioni. La ripresa dell'area euro, dunque, si è presentata priva di slancio e non si è trasferita alle componenti *core* dell'economia.

Le eccezionali misure espansive attuate in risposta agli effetti reali della crisi finanziaria internazionale hanno influito sulla sostenibilità dei conti pubblici nella maggior parte dei paesi.

La Grecia, nella prima parte del 2009, sembrava avere attraversato la fase di crisi internazionale in maniera relativamente meno negativa, supportata dalla capacità di resistenza delle sue esportazioni e da consistenti aumenti

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



Fonte: Eurostat

salariali che avevano sostenuto la domanda interna. Le condizioni hanno subito un più drastico peggioramento nell'ultima parte dell'anno. A ottobre il nuovo Governo greco ha annunciato che il *deficit* di bilancio nel 2009 avrebbe raggiunto il 12,7% del PIL: più del triplo di quanto previsto dall'Amministrazione precedente (3,7%). Gli effetti di tale annuncio, avvenuto in concomitanza con la crisi del settore immobiliare a Dubai e l'avvio della discussione su una futura *exit strategy* da parte della BCE, si sono concretizzati nel declassamento del merito di credito dei titoli di Stato da parte delle maggiori agenzie di *rating*, suscitando forti preoccupazioni circa la possibilità di *default* della Grecia.

Secondo le stime dell'*Autumn Forecast* della Commissione europea dello scorso novembre, nel 2009 il *deficit* primario corretto per il ciclo nella media dell'area è peggiorato di 1,9 punti percentuali di PIL, collocandosi al -2,3%. I paesi con consistenti squilibri di bilancio potrebbero dover affrontare aggiustamenti rilevanti nel medio termine al fine di rispettare i vincoli imposti dal Patto di Stabilità e Crescita. La fragilità della ripresa e l'incertezza perdurante sulle prospettive economiche richiedono, tuttavia, un approccio cauto nel disegnare le misure correttive di finanza pubblica.

Nel dettaglio nazionale, il primo trimestre è stato diffusamente negativo a causa di una stagnazione dei consumi privati e di una flessione degli investimenti fissi lordi penalizzati dalle condizioni restrittive del credito; la caduta della domanda estera e del commercio internazionale ha costituito il canale di trasmissione della crisi, accentuando la contrazione del prodotto in tutti i principali paesi dell'area. Il ritorno a tassi di crescita positivi è avvenuto nel secondo trimestre in Germania e in Francia, mentre in Spagna la fase recessiva è continuata anche nel quarto trimestre 2009.

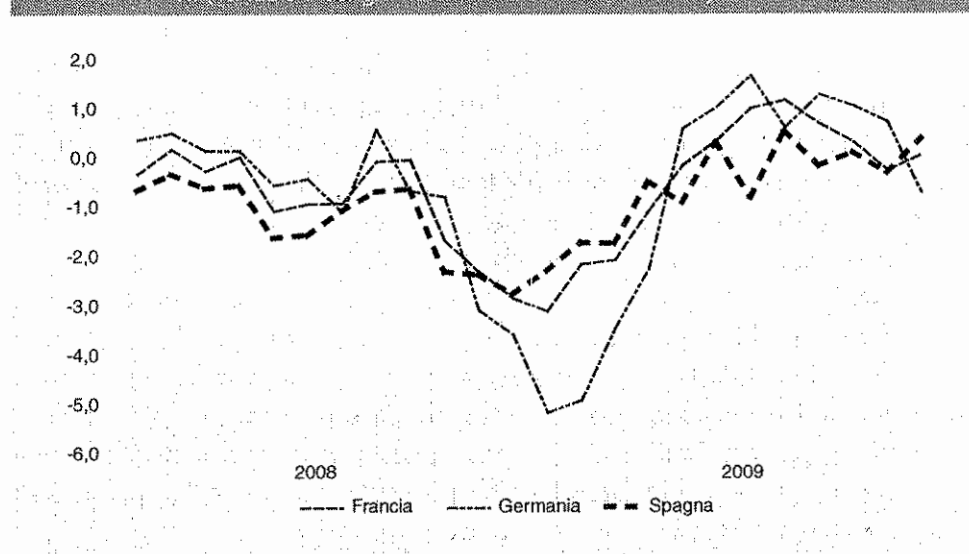
In Germania, a partire dal secondo trimestre, gli investimenti fissi lordi e le scorte hanno contribuito positivamente alla dinamica del PIL,

mentre i consumi privati e le esportazioni nette hanno sottratto forza alla crescita. Al contrario, in Francia, le esportazioni nette hanno fornito un apporto positivo all'attività economica, mentre la domanda interna ha fornito un contributo nullo, pur in presenza di una dinamica positiva dei consumi cresciuti grazie ai consistenti incentivi fiscali al settore automobilistico. In Spagna, il PIL ha continuato a contrarsi a causa della flessione della domanda interna: in particolare, il collasso del settore delle costruzioni, dovuto allo sgonfiamento della bolla immobiliare, ha costituito il principale fattore alla base della forte correzione degli investimenti fissi. Dal mese di aprile si è manifestato un graduale recupero del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori rispetto ai minimi storici dei primi mesi dell'anno. Nell'ultima parte del 2009, però, gli indicatori qualitativi delle inchieste hanno segnalato una progressiva riduzione della forza della ripresa. Le vendite al dettaglio, a partire da luglio del 2009, hanno continuato a registrare, con poche eccezioni, una dinamica negativa, riflettendo una cautela nelle spese dovuta a un deterioramento delle condizioni occupazionali. Gli acquisti di nuove autovetture hanno decelerato, risentendo da settembre del venire meno del *bonus* alla rottamazione in Germania, solo in parte compensato dagli anticipi di spesa connessi con l'avvicinarsi della scadenza degli incentivi fiscali in altri paesi dell'area. In Francia gli incentivi alla rottamazione auto sono stati prorogati per il 2010, anche se a condizioni meno vantaggiose dell'anno precedente.

La produzione
industriale

Dal lato dell'offerta, nella media del 2009, la produzione industriale si è contratta del 14,9% rispetto all'anno precedente. Dopo la forte caduta osser-

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



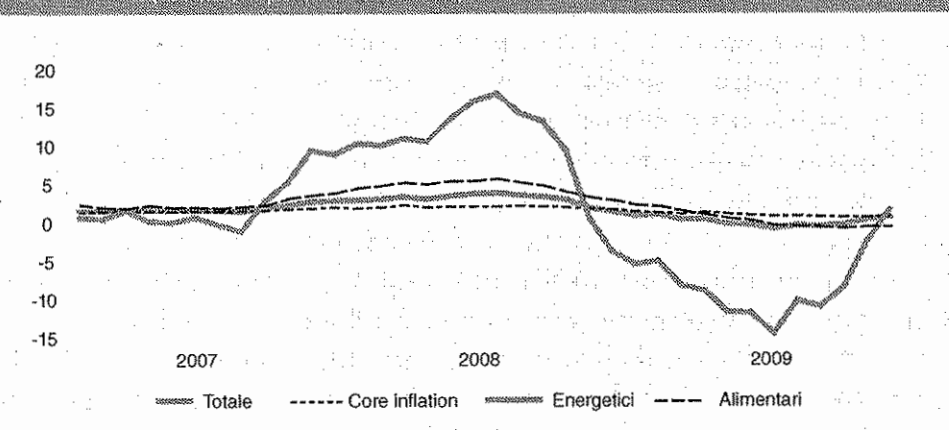
Fonte: Thomson Datastream

vata nel corso della seconda parte del 2008 e a inizio 2009, i livelli produttivi si sono stabilizzati nella parte restante dell'anno.

Dopo avere raggiunto a luglio 2008 il livello più elevato dall'introduzione dell'euro, a seguito dell'inversione di tendenza delle quotazioni petrolifere, la dinamica dei prezzi al consumo ha evidenziato un percorso di rapida discesa. Nel corso del 2009 l'inflazione ha continuato a decelerare, fino a raggiungere in luglio il suo valore minimo dalla creazione dell'area (-0,7%). La flessione è stata determinata, oltre che dal sostenuto calo della domanda, dall'effetto base indotto dai più bassi prezzi delle materie prime rispetto all'anno precedente. Il ritorno a tassi di crescita positivi a partire da novembre è quasi interamente imputabile al venir meno dell'effetto base nei capitoli energia e alimentari e all'esaurirsi delle pressioni deflazionistiche. La dinamica dell'inflazione *core*, al netto dei prodotti energetici e alimentari, nel 2009 ha risentito della debolezza della domanda passando, tra gennaio e dicembre, dall'1,8% all'1%, attestandosi nel dato annuo all'1,3 per cento.

Dinamica dei
prezzi e mercato
del lavoro

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

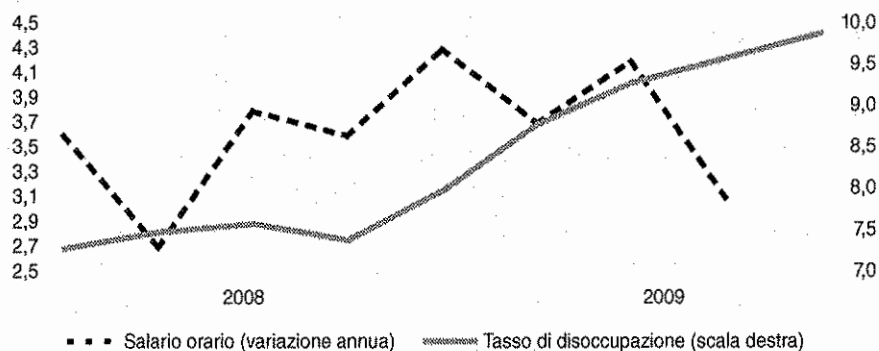


Fonte: Eurostat

Il mercato del lavoro ha iniziato a risentire degli effetti della crisi già a partire dal quarto trimestre del 2008, quando il tasso di disoccupazione, dopo sette mesi di discesa, ha evidenziato una risalita. Nel 2009, la tendenza al rialzo si è accentuata, portando il tasso di disoccupazione dall'8,6% di gennaio al 10% in dicembre.

In alcuni paesi, l'occupazione è stata colpita in misura più intensa, in particolare in quelli dove la crisi immobiliare è stata più acuta: in Spagna e Irlanda il tasso di disoccupazione a dicembre 2009 è stato, rispettivamente, del 19,5% e del 13,3%, spinto dall'elevata elasticità della domanda di lavoro al ciclo che caratterizza il 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

Le manovre sui
tassi di interesse
ufficiali

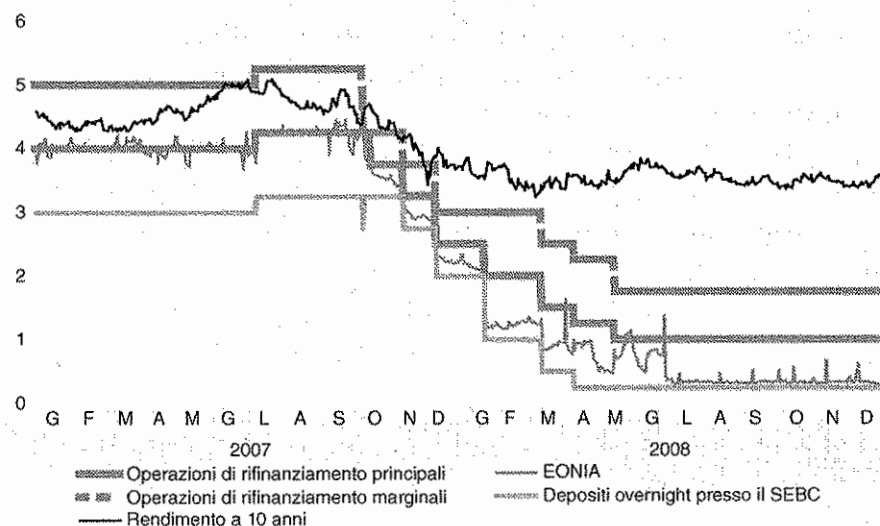
Nella prima parte del 2009 la Banca Centrale Europea ha proseguito la fase di ribassi dei tassi di interesse ufficiali che aveva iniziato nell'ottobre dell'anno precedente, quando, in uno scenario già caratterizzato da segnali di un significativo deterioramento dell'attività economica, il fallimento della banca americana *Lehman Brothers* aveva determinato il riaccendersi della crisi finanziaria e aggravato i rischi di un collasso economico-finanziario globale. Dopo il taglio di 1,75 punti percentuali nella parte finale del 2008, dal 4,25% al 2,5%, nei primi mesi del 2009 il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato progressivamente ridotto di ulteriori 1,5 punti percentuali, fino all'1%, con quattro interventi consecutivi attuati da gennaio a maggio. L'ampiezza del corridoio formato dal tasso di rifinanziamento marginale e dal tasso sui depositi *overnight* presso il SEBC è stata nuovamente ridotta in maggio, da 200 a 150 punti base.

Per tutta la seconda parte del 2009, con la graduale moderazione delle spinte recessive, la BCE ha mantenuto i tassi di interesse ufficiali costanti a livelli storicamente bassi: all'1% il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, all'1,75% il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e allo 0,25% il tasso sui depositi *overnight* presso il SEBC.

Gli interventi
non
convenzionali

Per assicurare che le manovre sui tassi di interesse si trasmettessero correttamente alle condizioni del mercato monetario e del credito e per garantire i flussi di finanziamento all'economia, la Banca Centrale Europea ha continuato ad attuare gli interventi "non convenzionali" introdotti nell'ottobre del 2008, rafforzandoli nel maggio 2009 (cfr. Prospetto a pag. 25).

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



Fonte: BCE e Thomson Datastream

Prospetto delle misure non convenzionali introdotte dalla BCE

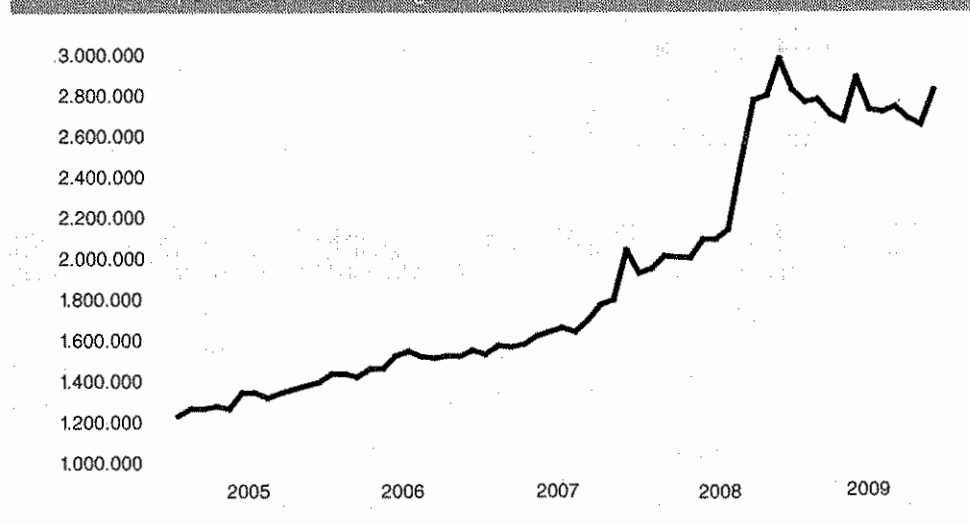
ottobre 2008	maggio 2009
• Aumento della frequenza e della dimensione delle operazioni di rifinanziamento fino a 6 mesi. • Introduzione di una nuova procedura di assegnazione, asta a tasso fisso e piena assegnazione di tutto il finanziamento richiesto, in modo da garantire un accesso illimitato delle banche ai finanziamenti di durata fino a sei mesi. • Estensione della lista dei titoli ammessi a garanzia del finanziamento. • Ampliamento del numero, da 1700 a 2200, delle controparti per le operazioni di rifinanziamento principali. • Restrizione temporanea (dal 10 ottobre 2008 al 20 gennaio 2009) del corridoio fra i tassi sulle operazioni di prestito e di deposito da 2 punti a 1 punto percentuale. • Fornitura di liquidità in valuta straniera (principalmente dollari statunitensi e franco svizzero) in cambio di collaterale in euro, al fine di facilitare l'accesso delle banche europee al mercato interbancario in valuta straniera.	• Estensione della durata massima delle operazioni di rifinanziamento principali da 3 a 12 mesi. • Conduzione con cadenza trimestrale delle operazioni di rifinanziamento principali a 12 mesi. • Inclusione della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) nella lista delle controparti ammesse nelle operazioni di politica monetaria, al fine di alleviare le difficoltà di finanziamento delle piccole e medie imprese. • Annuncio di un programma di acquisto di titoli obbligazionari (covered bond, o obbligazioni bancarie garantite, denominati in euro ed emessi nell'eurozona) per 60 miliardi di euro. Tali operazioni, condotte sia sul mercato primario che secondario, sono state introdotte per influenzare positivamente la profondità e la liquidità del mercato di tali titoli, impedire che il loro prezzo scenda e ridurre il premio di rischio. • Annuncio del prolungamento dell'estensione dei titoli ammessi in garanzia fino alla fine del 2010. • Nuova riduzione del corridoio tra i tassi sulle operazioni di prestito e di deposito da 2 a 1,5 punti percentuali.

Tali interventi sono stati finalizzati a favorire il funzionamento del mercato interbancario, a sostenere i bilanci delle banche e ad allentare le condizioni di finanziamento al settore privato, diventate particolarmente restrittive in seguito alla crisi, sia per gli elevati tassi di interesse richiesti, sia per l'inasprimento dei requisiti per la concessione dei prestiti, sia infine per il restringimento delle linee di credito.

Le misure introdotte a maggio 2009 sono state in particolare tese a migliorare la situazione di liquidità delle banche, a promuovere l'ulteriore riduzione degli *spread* nel mercato monetario e ad incoraggiare l'attività di prestito delle banche alle imprese ed alle famiglie.

La dimensione del bilancio del SEBC, ampliatisi considerevolmente nella seconda metà del 2008, si è stabilizzata su livelli elevati nel 2009.

Grafico 19 – BILANCIO DELL'EUROSISTEMA: Attività/Passività (consistenze di fine periodo in euro, valori grezzi)



Fonte: BCE

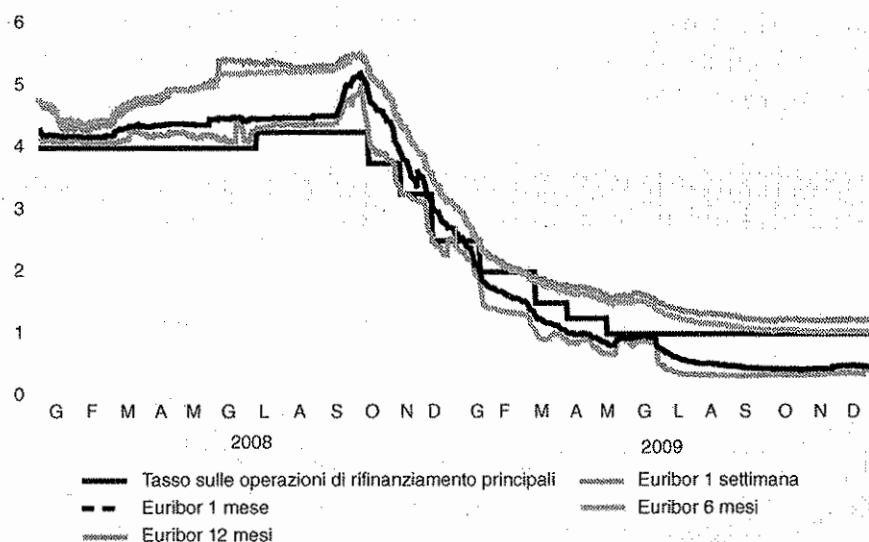
Nell'ultimo trimestre, in seguito al miglioramento delle condizioni dei mercati interbancari, la BCE ha rallentato le misure non convenzionali ed è iniziata la fase di programmazione della strategia di rientro dalle eccezionali misure espansive attuate per fronteggiare l'emergenza della crisi.

Gli interventi di allentamento monetario hanno determinato, attraverso l'eliminazione del premio per la liquidità e il ridimensionamento di quello per il rischio di controparte, una ampia riduzione dei rendimenti interbancari. Il calo dei tassi interbancari è stato più marcato di quello dei tassi ufficiali e, da luglio, i rendimenti sulle scadenze fino a sei mesi sono scesi al di sotto del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. A fronte di una riduzione nel corso del 2009 del tasso *repo* da 2,5% all'1%, il tasso Euribor a 3

Effetti delle azioni
della BCE sui
tassi di interesse
interbancari

mesi si è ridotto dal 3% allo 0,7% ed il tasso EONIA, che nell'ottobre 2008 aveva superato il 4,6%, dal 2,3% allo 0,3 per cento.

Grafico 20 – TASSI DI INTERESSE INTERBANCARI (valori percentuali, dati giornalieri)



Fonte: BCE e Thomson Datastream

Anche i tassi sui prestiti bancari a breve termine si sono significativamente ridotti, ma sono rimasti sensibilmente al di sopra dei rendimenti interbancari. Dall'ottobre 2008 al dicembre 2009, i tassi attivi sui conti correnti delle imprese sono scesi di circa 2,8 punti percentuali (da 6,9% a 4,1%) ed i tassi praticati alle imprese per i prestiti di minore entità e di breve scadenza (fino a 1 milione di euro e fino ad un anno) si sono ridotti di oltre 3 punti percentuali (da 6,5% a 3,3%).

Il livello dei tassi sui prestiti a breve termine si è tuttavia mantenuto elevato rispetto all'Euribor a 3 mesi: il differenziale dei tassi attivi sui conti correnti delle imprese, che prima della crisi si collocava su valori inferiori ai 2 punti percentuali, è successivamente salito fino a raggiungere quasi 3,5 punti nella primavera del 2009 e si è successivamente mantenuto intorno a tali livelli (3,35% a dicembre); lo *spread* dei tassi sui prestiti a breve scadenza alle imprese è cresciuto sensibilmente nel corso del 2009 e l'ultimo dato di dicembre indica un massimo storico, pari a quasi 3,4 punti percentuali (prestiti fino ad un anno e fino a un milione di euro).

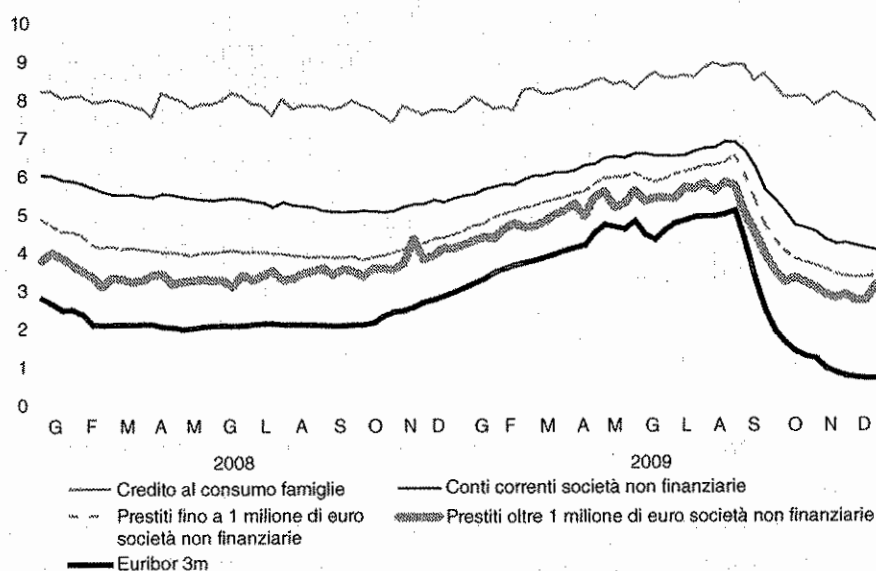
I tassi sui prestiti a più lunga scadenza alle imprese si sono ridotti sensibilmente fino a novembre 2009. A dicembre, tuttavia, la discesa ha rallentato e si sono manifestati anche segni di qualche rialzo: il tasso praticato sulle operazioni di entità superiore a 1 milione di euro e durata tra 1 e 5 anni, che

Tassi di interesse
sui prestiti
bancari

si era ridotto di oltre 3 punti percentuali dall'ottobre 2008 a novembre 2009, da 5,8% a 2,7%, a dicembre è risalito oltre il 3 per cento.

Per quanto riguarda le famiglie, il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sul credito al consumo, che dal 2003 ha oscillato intorno all'8%, con la crisi è aumentato fino a toccare quasi il 9% nell'autunno 2008 e negli ultimi mesi del 2009 è sceso fino a toccare il 7,4% in dicembre. Il TAEG sui prestiti per l'acquisto di abitazioni si è ridotto a fine 2009 di circa due punti percentuali rispetto a ottobre 2008, da 5,7% a 3,8 per cento.

Grafico 21 – TASSI DI INTERESSE SUI PRESTITI BANCARI (valori percentuali, dati mensili)



Fonte: BCE

Rendimenti a
lunga scadenza

Il tasso di interesse sulle attività a dieci anni si è ridotto di circa un punto percentuale nel primo trimestre ed ha successivamente oscillato intorno al 3,5% per tutta la parte rimanente dell'anno.

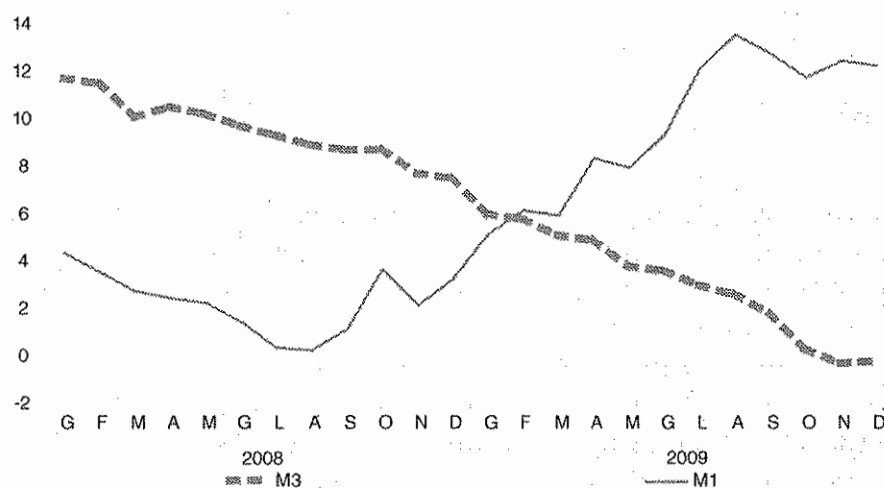
Con la riduzione dei rendimenti a breve scadenza e la stabilizzazione di quelli a medio-lungo, la curva dei rendimenti nel corso del 2009 è diventata più ripida. I differenziali tra i tassi a medio lungo termine e tassi interbancari a breve scadenza si sono sensibilmente ampliati, permettendo un aumento della profittabilità delle banche e consentendo loro di fronteggiare l'aumento delle sofferenze e la perdita di valore di alcune voci attive di bilancio. Lo *spread* del tasso di interesse a due anni rispetto al rendimento interbancario a 3 mesi, che era negativo all'inizio dell'anno, è salito fino a toccare un punto percentuale a fine anno: il differenziale del tasso di interesse a dieci anni nel corso dell'anno è cresciuto da 1 ad oltre 2,5 punti percentuali.

L'andamento degli aggregati monetari ha riflesso l'espansione monetaria e il contesto caratterizzato da attese inflazionistiche contenute. Nella seconda parte dell'anno, inoltre, è risultato coerente con l'approssimarsi di una svolta ciclica.

La dinamica di M3 è risultata in forte decelerazione, riflettendo lo spostamento da attività ricomprese in tale aggregato verso attività a più lunga scadenza. Su tale andamento hanno influito diversi fattori: l'irrigidimento della curva dei rendimenti dovuto al taglio dei tassi BCE, la debole attività economica, il ridimensionamento dei bilanci bancari e le contenute attese inflazionistiche. Il tasso di crescita annuo dell'aggregato monetario M3 è progressivamente sceso dal 7,5% osservato nel dicembre 2008, fino ad annullarsi nel mese di ottobre e diventando negativo negli ultimi due mesi dell'anno. Al contrario, la dinamica di M1 è aumentata sensibilmente, raggiungendo un picco del 13,6% ad agosto 2009 ed ha continuato a crescere a tassi sostenuti, intorno al 12%, anche negli ultimi tre mesi dell'anno, per effetto della riduzione del costo opportunità di detenere, nell'ambito del segmento a breve, le attività più liquide. Il circolante, dopo l'impennata registrata dall'ottobre 2008 che aveva portato i tassi di crescita al di sopra del 13%, nel 2009 è tornato a salire a tassi più moderati, di poco superiori al 6 per cento.

Andamento
degli aggregati
monetari

Grafico 22 – AGGREGATI MONETARI NELL'AREA DELL'EURO (variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE e Thomson Datastream

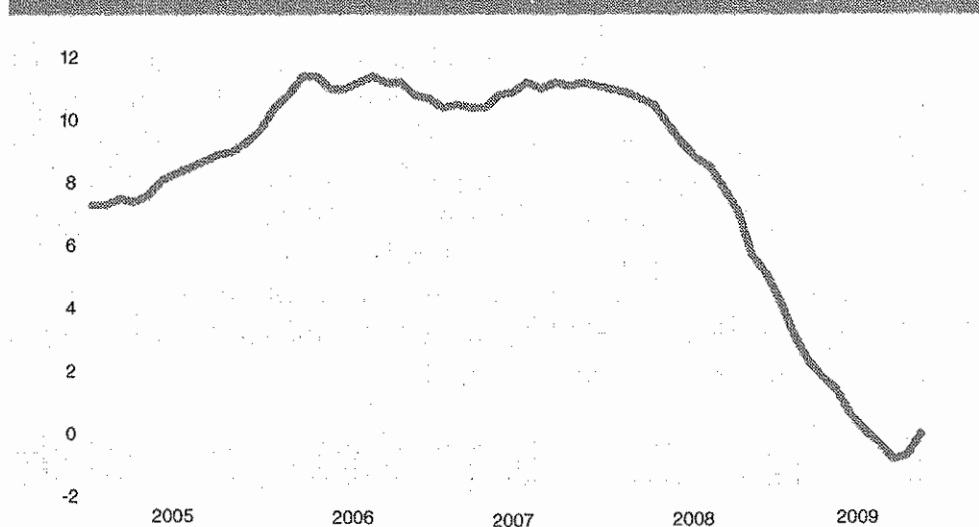
Per quanto riguarda le controparti di M3, la dinamica dei prestiti bancari al settore privato dell'economia si è drasticamente ridotta nel corso del 2009: da un tasso medio annuo di crescita superiore al 9% nel 2008, è progressivamente scesa, diventando negativa nei mesi autunnali e stabi-

Controparti
di M3

lizzandosi in dicembre. La parte finale dell'anno ha visto una crescita dei prestiti alle famiglie (aumentati dell'1,3% a dicembre), trainati dai mutui per l'acquisto di abitazioni (0,3% in novembre e 1,5% in dicembre), e una riduzione dei prestiti alle imprese non finanziarie (scesi del 2,3% in dicembre).

La riduzione dei prestiti alle imprese non finanziarie si è tuttavia accompagnata, nella parte finale dell'anno, ad un aumento delle emissioni di titoli, in particolare quelli obbligazionari a lungo termine.

Gráfico 23 – PRESTITI AL SETTORE PRIVATO (variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE

L'andamento settoriale dei prestiti osservato nella parte finale dell'anno, risulta coerente con l'ipotesi di una svolta ciclica: i prestiti alle famiglie tendono, infatti, di regola a migliorare prima, seguiti con ritardo dai prestiti alle imprese non finanziarie.

Alla decelerazione del credito al settore privato ha fatto riscontro una dinamica crescente del credito al settore pubblico, passata dal 2,9% di dicembre 2008 al 15,2% in ottobre 2009. Gli ultimi due mesi del 2009 hanno visto un parziale ridimensionamento del fenomeno, con una crescita rispettivamente pari al 13,3% e all'11,2 per cento.

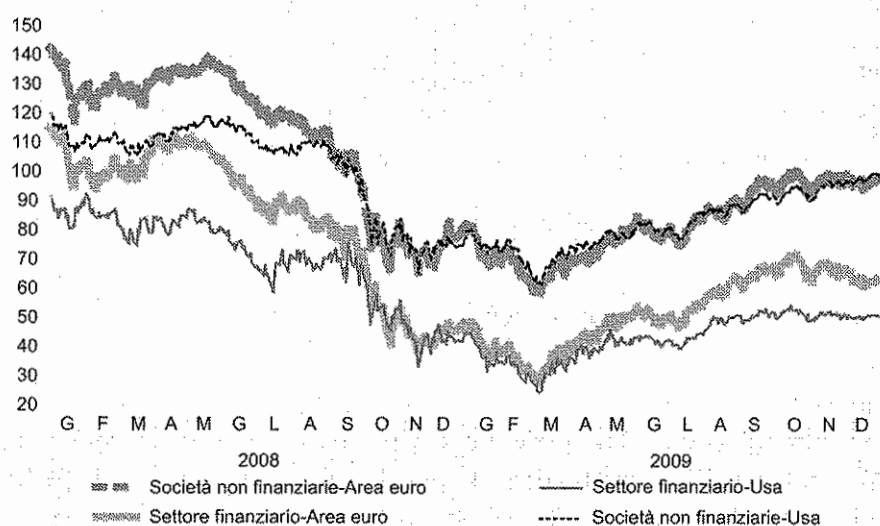
Mercati
finanziari

L'andamento dei mercati azionari e obbligazionari segnala un miglioramento delle prospettive economiche ed un aumento della propensione per il rischio a partire dal secondo trimestre del 2009. Nel primo trimestre dell'anno è proseguita la discesa delle quotazioni azionarie che aveva avuto inizio alla fine del 2007. A marzo, l'indice *Dow Jones Eurostoxx* risultava essere sceso di oltre il 60% rispetto al picco raggiunto al luglio 2007, immediatamente

prima del manifestarsi della crisi finanziaria. A partire dal secondo trimestre del 2009, le condizioni dei mercati finanziari hanno subito un significativo miglioramento, stabilizzandosi negli ultimi tre mesi dell'anno. A dicembre, l'indice *Dow Jones Eurostoxx* risultava cresciuto rispetto ai minimi di marzo del 62%, tornando ai livelli di inizio ottobre 2008. Nella seconda metà dell'anno si osserva un arresto nel processo di riduzione della volatilità che aveva caratterizzato il secondo trimestre, indicando il permanere di un certo grado di incertezza.

Anche le quotazioni delle imprese finanziarie sono risultate in ripresa dalla primavera, dopo che la crisi le aveva colpite in misura maggiore rispetto agli altri settori e, confermando l'elevato grado di integrazione finanziaria, in misura non molto diversa da quanto accaduto alle imprese finanziarie statunitensi. L'indice *Datastream* dei prezzi delle azioni del settore finanziario si è ridotto, dall'aprile del 2007 a marzo 2009, di oltre il 70% sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (l'analogo indice per il settore non finanziario ha registrato nello stesso periodo una diminuzione del 53% nella zona dell'euro e del 43% negli Stati Uniti). Successivamente, la ripresa dei prezzi dei titoli azionari del settore finanziario è stata simile, ma più marcata nell'area dell'euro: a dicembre le quotazioni sono risultate in crescita dell'89% nell'area dell'euro e del 64% negli Usa rispetto ai minimi toccati a marzo (contro rispettivamente il 52% ed il 44% per il settore non finanziario).

Grafico 24 – INDICI AZIONARI PER SETTORE (media 2006=100)

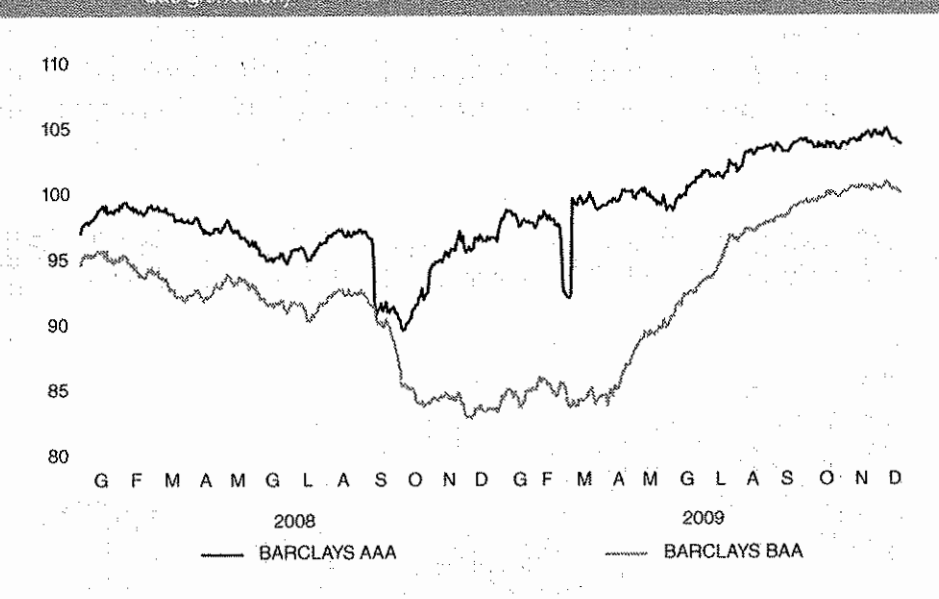


Fonte: Elaborazioni ISAE su dati Thomson Datastream

Gli andamenti dei mercati obbligazionari hanno segnalato fino al mese di maggio la presenza di una elevata propensione degli investitori verso i titoli più sicuri, che si è riflessa in una sensibile divaricazione delle quotazioni dei titoli con *rating* più elevato (AAA) e quelle dei titoli meno sicuri (*rating* BAA). Successivamente, per effetto delle migliori prospettive economiche, tale fenomeno si è sensibilmente ridotto, con una crescita particolarmente sostenuta dei titoli con *rating* meno elevato: i prezzi dei titoli BAA sono aumentati del 13% da maggio a dicembre, mentre le quotazioni dei titoli AAA hanno registrato nello stesso periodo un aumento inferiore al 5 per cento.

Per effetto delle migliori prospettive economiche, dell'aumentata propensione per il rischio e per la riduzione dell'incertezza, dalla scorsa primavera sono diminuiti gli *spread* tra titoli a diverso *rating*: l'indice *Barclays* indica un netto riavvicinamento delle quotazioni dei titoli AAA e quelle dei titoli BAA, con un aumento di queste ultime da aprile ai primi di febbraio pari a circa il 20%, a fronte di una crescita dei prezzi dei titoli più sicuri inferiore

Grafico 25 — INDICI OBBLIGAZIONARI NELL'AREA DELL'EURO (1° gennaio 2007=100, dati giornalieri)



Fonte: Elaborazioni ISAE su dati Thomson Datastream.

al 5 per cento.

I rendimenti sui *Bund* tedeschi a dieci anni hanno oscillato per tutto il 2009 in una fascia compresa tra il 3 ed il 3,5%, ben al di sotto dei livelli dell'anno precedente, quando avevano raggiunto il picco del 4,6%. Nel secondo e terzo trimestre si sono andati anche significativamente riducendo gli *spread* tra i diversi paesi, dalle punte toccate ad inizio d'anno. In particolare, i rendimenti sui titoli pubblici dei paesi più indebitati avevano cominciato a