

Il rafforzamento ciclico che ha contraddistinto l'area dell'euro sembra essersi riflesso sulle condizioni del mercato del lavoro, connotate, lungo tutto l'arco del 2006, da una tendenza al miglioramento. Il tasso di disoccupazione ha mostrato una costante discesa, passando dall'8,6% in gennaio al 7,5% in dicembre, il livello più basso dal momento in cui l'Eurostat ha iniziato a rilevare la serie storica (1993).

Questi positivi risultati sono in parte dovuti agli effetti benefici delle riforme strutturali e alla persistente moderazione salariale. Anche i cambiamenti nella struttura settoriale dell'economia, in particolare la crescente importanza dei servizi, hanno contribuito a sostenere l'occupazione.

Il mercato
del lavoro

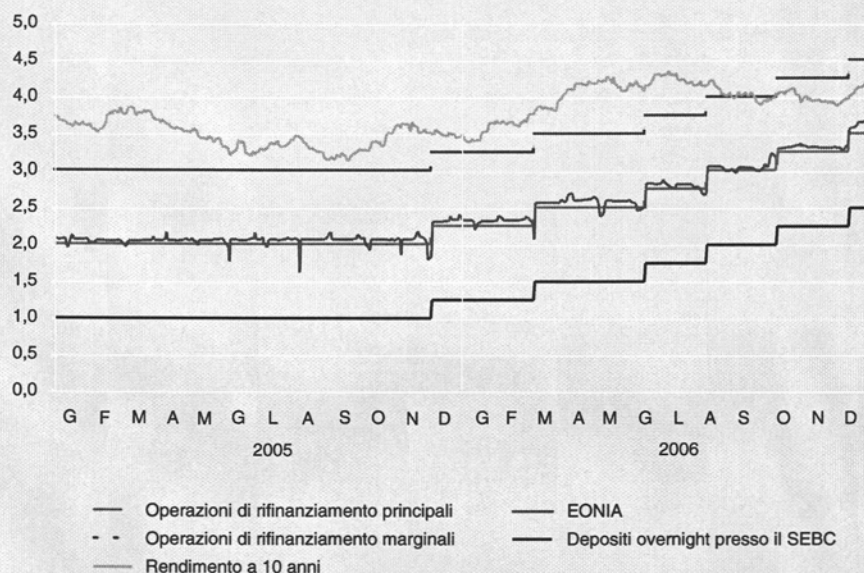
1.6 – LA POLITICA MONETARIA E I MERCATI FINANZIARI NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2006 le autorità monetarie dell'area dell'euro, proseguendo la fase restrittiva iniziata a dicembre 2005, hanno attuato complessivamente cinque rialzi da ¼ di punto ciascuno, in marzo, giugno, agosto, ottobre e dicembre. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato così portato a fine anno al 3,50%, il tasso di rifinanziamento marginale al 4,50% ed il tasso sui depositi *overnight* presso il SEBC al 2,50 per cento.

Gli interventi attuati dalla Banca Centrale Europea sono stati decisi in un contesto caratterizzato dal consolidamento dei segnali di ripresa e da un

Sono proseguiti i
rialzi dei tassi
di interesse
ufficiali

Grafico 14 – TASSI DI INTERESSE (valori percentuali, dati giornalieri)



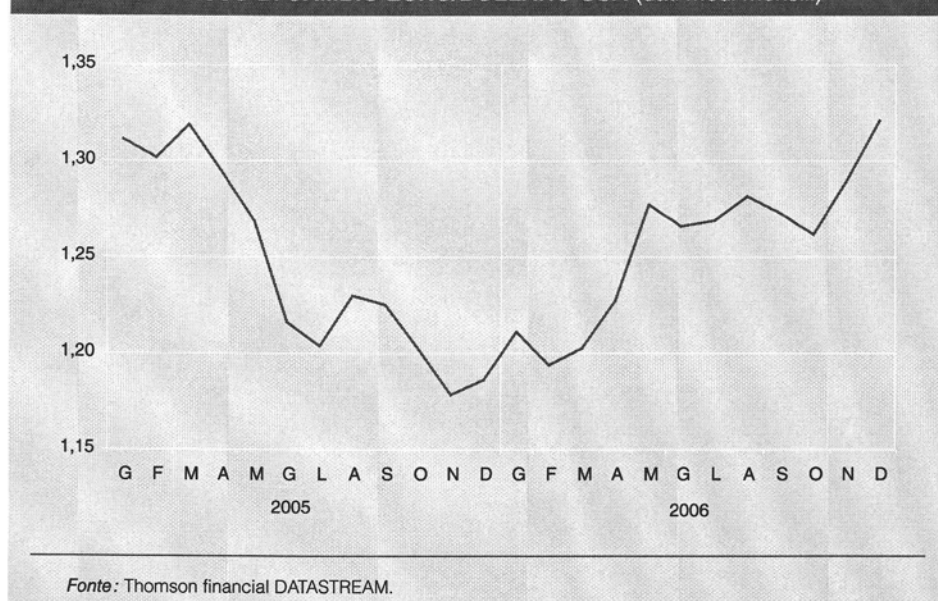
Fonte: BCE, Thomson financial DATASTREAM.

significativo miglioramento delle prospettive di crescita economica anche per gli anni successivi. Nella prima metà del 2006, le decisioni della BCE sono state finalizzate soprattutto a contenere le pressioni e le attese inflazionistiche in presenza di una forte dinamica delle quotazioni dei prodotti energetici, dell'adeguamento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, dei rinnovi dei contratti in alcuni paesi dell'area e di una abbondante massa di liquidità in ulteriore forte crescita. Nella seconda metà dell'anno, con un tasso di inflazione in rapida discesa (da un tasso tendenziale medio nei primi sei mesi del 2,4% ad una media dell'1,8% nell'ultimo trimestre) e in presenza di una riduzione delle attese sulla dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo al di sotto degli obiettivi, i rialzi attuati dalle autorità monetarie hanno riflesso soprattutto una significativa revisione verso l'alto delle prospettive di crescita dell'area dell'euro ed i timori derivanti dagli andamenti degli aggregati monetari e dei mercati finanziari.

Miglioramento
delle prospettive
di crescita

Le proiezioni di crescita economica dell'area dell'euro effettuate dagli esperti della BCE sono aumentate significativamente nel corso dell'anno: la dinamica del PIL nel 2006 è stata rivista al rialzo di ben otto decimi di punto da dicembre 2005 a dicembre 2006 (dall'1,9 al 2,7%) e quella del 2007 è stata innalzata nello stesso periodo di tre decimi di punto (dall'1,9 al 2,2%). Il sensibile miglioramento delle prospettive intervenuto nel corso dell'ultimo anno è ancora più evidente se si considera che le ultime previsioni sono state formulate sulla base di tassi di interesse notevolmente più elevati (di 0,8 punti percentuali nel 2006 e di 1,7 nel 2007) e di un cambio dell'euro più apprezzato di oltre il 7,5% (1,28 anziché 1,19 nei confronti del dollaro statunitense).

Grafico 15 – TASSO DI CAMBIO EURO/DOLLARO USA (dati medi mensili)



Gli aggregati monetari nel corso del 2006 hanno continuato a crescere con una dinamica elevata. L'aggregato di riferimento M3 è aumentato nel 2006 dell'8,5% in media, manifestando una tendenza all'accelerazione nei mesi finali dell'anno, quando il tasso di crescita ha raggiunto il 9,8%. La BCE si è mostrata preoccupata dal potenziale stimolo che una tale ampia massa di liquidità è in grado di esercitare, in una fase di accelerazione dell'attività produttiva, sulla domanda reale e sulle quotazioni dei mercati finanziari e immobiliari, dove aumenti delle quotazioni azionarie eccessivi rispetto all'andamento dei fondamentali si traducono in rischi di brusche correzioni e quindi di crisi finanziarie. Tuttavia, analizzando le componenti dell'aggregato, si evidenzia come l'espansione monetaria si sia accompagnata ad una ricomposizione verso le più lunghe scadenze, soprattutto nella seconda parte dell'anno. La dinamica delle componenti più liquide comprese in M1 ha infatti registrato un forte rallentamento: da un tasso medio di quasi il 10,5% del 2005 si è scesi all'8,5% nel 2006 (al 7% nella parte finale del 2006). In particolare, una significativa accelerazione hanno registrato i titoli fino a due anni ed i depositi di durata superiore ai tre mesi, mentre i depositi a brevissima scadenza hanno subito una brusca decelerazione. Una componente in forte espansione ha continuato ad essere il circolante: il suo tasso di crescita, seppure gradualmente in riduzione, si è mantenuto sopra il 10%. Lo *stock* di monete e banconote in circolazione ha raggiunto livelli molto superiori alle tendenze pre-euro, probabilmente a causa dell'espansione del ruolo della moneta europea come

Aggregati
monetari ancora
in forte
espansione

Grafico 16 – AGGREGATI MONETARI NELL'AREA DELL'EURO (variazioni percentuali annue)

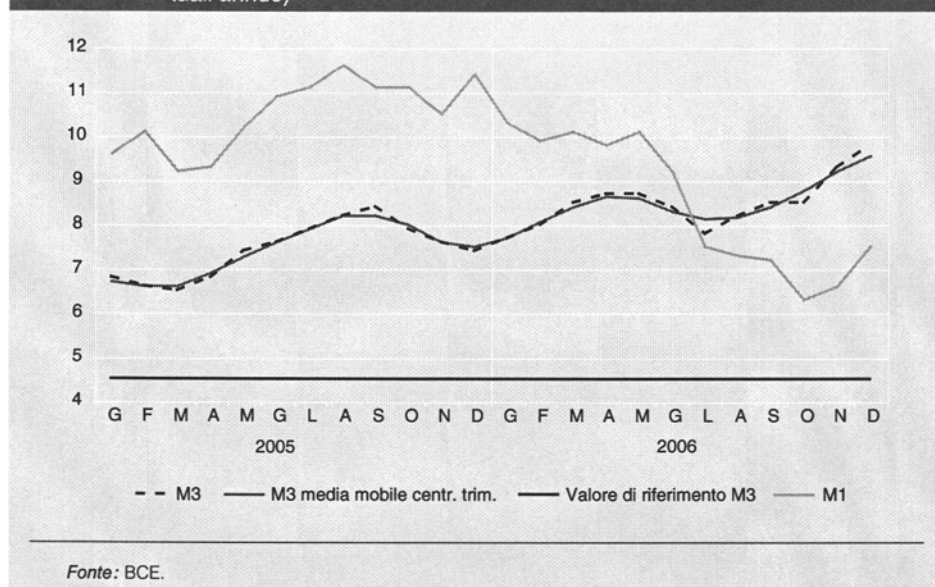
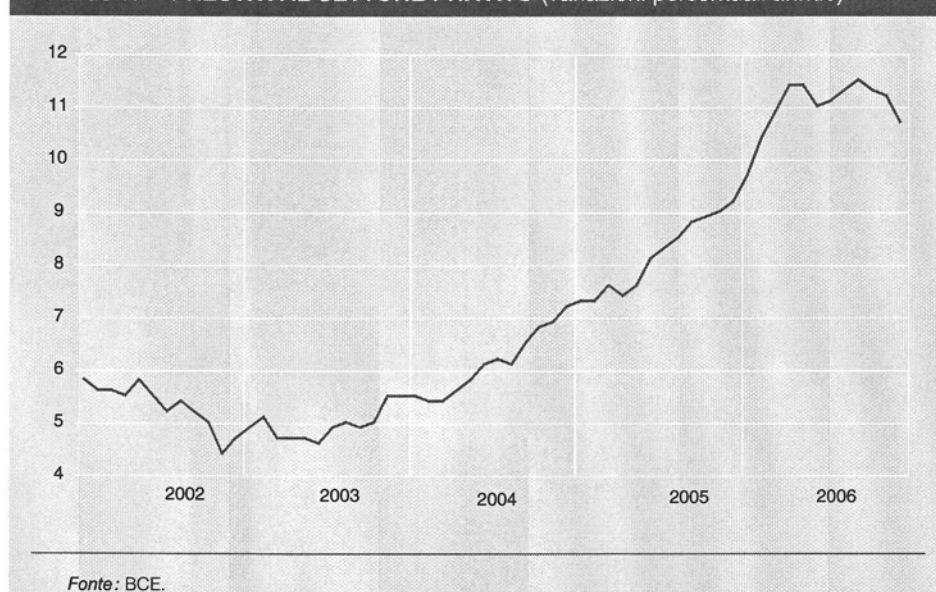


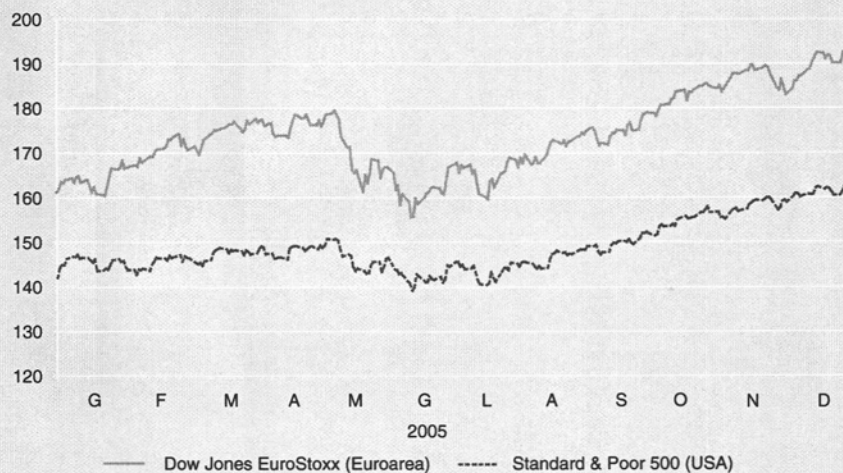
Grafico 17 – PRESTITI AL SETTORE PRIVATO (variazioni percentuali annue)

valuta di riserva internazionale. Segnali rassicuranti per l'evoluzione dei rischi inflazionistici e finanziari derivano anche dall'andamento delle contropartite di M3. I prestiti al settore privato infatti, dopo l'accelerazione dell'ultimo biennio, si sono stabilizzati a partire da aprile su tassi intorno all'11%, con segnali recenti di decelerazione. Tali dinamiche hanno riflesso soprattutto l'andamento dei prestiti alle famiglie, in particolare il rallentamento nell'erogazione di mutui per l'acquisto di abitazioni. I prestiti alle imprese hanno continuato ad accelerare, soprattutto quelli di durata superiore a un anno.

Sensibile
crescita delle
quotazioni
azionarie

La sostenuta dinamica delle quotazioni azionarie ha rappresentato una seconda fonte di preoccupazione per la BCE. L'indice *Dow Jones* relativo al mercato azionario dell'area dell'euro ha proseguito, dopo l'interruzione registrata nel bimestre maggio-giugno, la crescita iniziata alla metà del 2003. Dal mese di giugno al mese di dicembre 2006, l'indice europeo è aumentato del 17% e di quasi il 20% rispetto al dicembre dell'anno precedente. L'indice *Standard & Poor* relativo al mercato azionario americano negli stessi periodi è cresciuto di circa il 13%. Tale andamento, se da un lato può riflettere attese di aumento dei profitti e risultare fisiologico all'avvio della fase di espansione economica, dall'altro può essere in parte il risultato di una sottovalutazione dei rischi da parte degli operatori e dei bassi tassi di interesse.

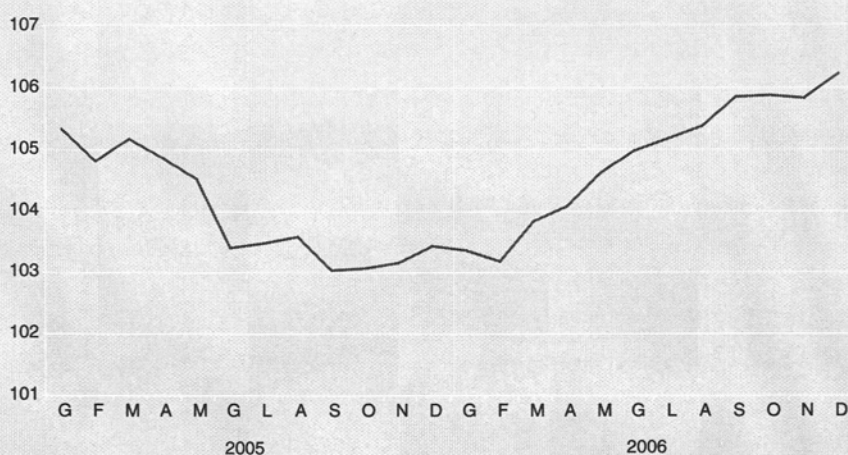
I prezzi delle obbligazioni si sono complessivamente ridotti nel 2006 di circa il 3% rispetto alla media dell'anno precedente, riflettendo i più elevati livelli dei tassi di interesse correnti e previsti.

Grafico 18 – INDICI AZIONARI (1 gennaio 2003=100, dati giornalieri)

Fonte: elaborazioni ISAE su dati Thomson financial DATASTREAM.

In presenza di un rafforzamento del cambio della valuta europea e di un tasso di inflazione che è sceso rapidamente al di sotto del 2% nella seconda metà dell'anno, l'aumento dei rendimenti a breve termine, seppure traslatosi solo in parte su quelli a lunga scadenza, ha determinato un sensibile inasprimento delle condizioni monetarie. L'indice MCI, misurato sul cambio effettivo reale e sui rendimenti reali a sei mesi, ha segnalato un aumento della

Le condizioni monetarie sono diventate più restrittive

Grafico 19 – CONDIZIONI MONETARIE NELL'AREA DELL'EURO (dati mensili; indice 2000=100)

Fonte: elaborazioni ISAE su dati Thomson financial DATASTREAM.

restrizione monetaria del 2,5% da dicembre 2005 a dicembre 2006, quando ha raggiunto il massimo dall'avvio dell'Unione Monetaria. Gli effetti restrittivi sulle condizioni di finanziamento delle imprese sono stati comunque in parte mitigati dal buon andamento dei mercati azionari e dai rialzi contenuti dei rendimenti a medio-lunga scadenza. I rendimenti a dieci anni a fine 2006 si sono collocati, infatti, poco al di sopra del 4%, ed il differenziale rispetto ai tassi a tre mesi si è ridotto nella seconda metà del 2006 di quasi un punto percentuale, a meno di 50 punti base.

Differenziali
con gli Usa

Il differenziale di rendimento a breve termine (3 mesi) tra gli Stati Uniti ed area dell'euro, dopo essere aumentato nel corso del primo semestre da due punti percentuali a 2,5 in giugno, si è ridotto successivamente fino all'1,6% di fine anno. Nella prima parte dell'anno, tale andamento è stato dovuto ad aumenti dei tassi di interesse ufficiali da parte della *Federal Reserve* più marcati di quelli attuati dalla BCE, mentre nella seconda metà dell'anno è stato il risultato della continuazione della stretta da parte della BCE in presenza di una stabilizzazione dei tassi negli Stati Uniti.

Riduzioni meno marcate si sono registrate nel comparto a medio-lungo termine: lo *spread* a 10 anni tra Stati Uniti ed area dell'euro è sceso da 1,5 di giugno al di sotto di un punto percentuale a fine anno.