

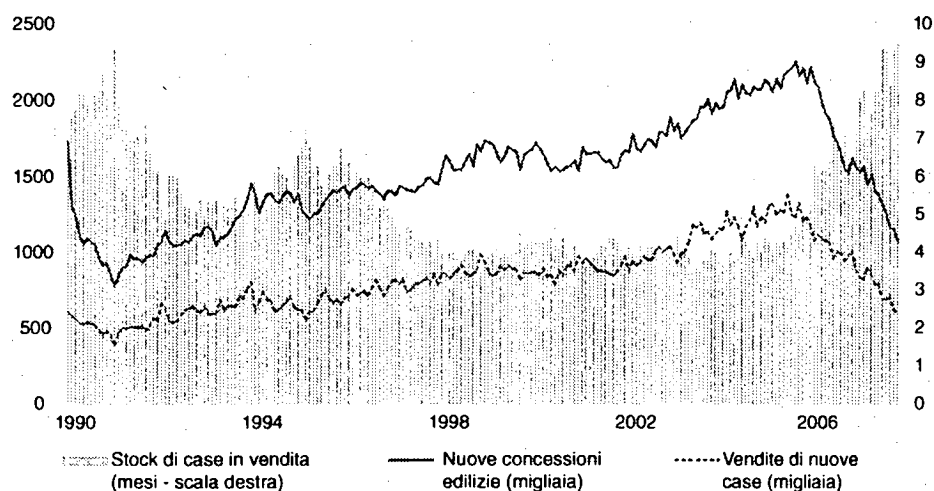
vengono prezzate le materie prime sui mercati internazionali, aumentare i prezzi in dollari del barile al fine di stabilizzarne il prezzo in valuta locale.

1.4 - LE ECONOMIE SVILUPPATE

Nel complesso del 2007, l'economia americana si è espansa in maniera robusta, manifestando però segni di rallentamento sul finire dell'anno. Gli effetti reali delle turbolenze estive sui mercati monetari e finanziari si sono manifestati, infatti, solo negli ultimi tre mesi, periodo in cui la crescita statunitense ha mostrato un chiaro segnale di rallentamento ciclico. Ciononostante, l'espansione del PIL è stata pari al 2,2% rispetto all'anno precedente. A trainare la crescita hanno principalmente contribuito i consumi (2 punti percentuali) e le esportazioni nette il cui apporto, dopo undici anni consecutivi di segno negativo, è stato pari a più di mezzo punto percentuale (6 decimi). Per quanto riguarda gli investimenti, quelli non residenziali hanno continuato ad espandersi (5 decimi di punto percentuale il contributo), mentre quelli residenziali hanno sottratto un punto percentuale alla crescita, il contributo negativo più elevato dal 1980. La domanda pubblica, infine, è risultata pressoché in linea con quella degli anni precedenti, fornendo 4 decimi di punto percentuale all'espansione.

Stati Uniti

Grafico 6 – STATI UNITI: MERCATO DELLE NUOVE ABITAZIONI

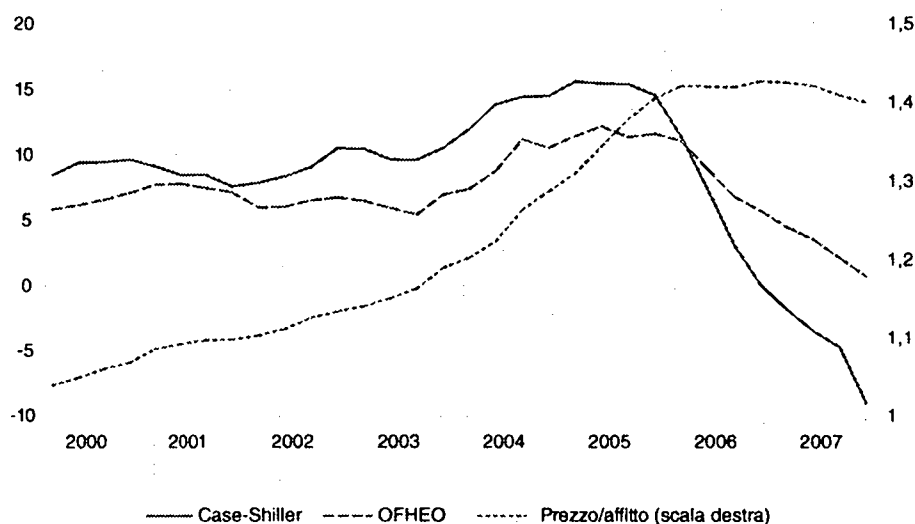


Fonte: Thomson Datastream.

Nel corso del 2007 è proseguita la contrazione del mercato immobiliare statunitense. Rispetto al picco raggiunto nella seconda parte del 2005, sia le nuove concessioni edilizie sia le vendite di nuove abitazioni risultavano dimezzate alla fine del 2007; parallelamente le nuove case invendute, espresse

in mesi d'offerta, sono più che raddoppiate. La dinamica dei prezzi ha registrato un rallentamento repentino fino a mostrare, a seconda degli indici di prezzo considerati, ampie variazioni negative.

Grafico 7 – STATI UNITI: PREZZI DELLE ABITAZIONI (variazioni percentuali annue)



Fonte: Thomson Datastream.

Il rallentamento ciclico nella seconda parte dell'anno si è reso evidente anche nei dati della produzione industriale e del mercato del lavoro. La prima ha mostrato una variazione tendenziale decrescente durante tutto l'arco dell'anno; in termini medi annui, si è determinato un ritmo di espansione ridotto rispetto al 2006 (1,7% contro il 2,2%), mentre la frazione di capacità utilizzata è rimasta pressoché la stessa (81,6%), leggermente superiore alla media di lungo periodo (81%).

Il tasso di disoccupazione, dopo essere sceso fino al 4,4% della forza lavoro nei primi due mesi del 2007, è successivamente tornato a aumentare nel restante periodo, fino al 5% in dicembre (4,6% in media d'anno, così come nel 2006).

Malgrado il rallentamento registrato dall'economia, la dinamica della produttività è risultata elevata e in accelerazione rispetto al 2006. L'*output* per ore lavorate nel settore privato non agricolo è cresciuto dell'1,9% rispetto all'anno precedente. Parte dei benefici dell'aumento di efficienza sono andati ai lavoratori che hanno visto incrementare le proprie retribuzioni reali dell'1,1%, dopo alcuni anni di crescita modesta o negativa.

Le ripercussioni sull'inflazione della dinamica delle quotazioni petrolifere e dei beni alimentari si sono evidenziate, per quanto riguarda l'indice gene-

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

PAESI E AREE	PIL a prezzi costanti (a)			Prezzi al consumo (b)		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria	2,3	3,1	3,4	2,1	1,7	2,2
Belgio	2,0	2,9	2,7	2,5	2,3	1,8
Danimarca	2,5	3,9	1,8	1,7	1,9	1,7
Francia	1,7	2,0	1,9	1,9	1,9	1,6
Germania	0,8	2,9	2,5	1,9	1,8	2,3
Grecia	3,8	4,2	4,0	3,5	3,3	3,0
Irlanda	5,9	5,8	5,3	2,2	2,7	2,9
Italia	0,6	1,8	1,5	2,2	2,2	2,0
Norvegia	2,3	2,5	3,5	1,5	2,5	0,7
Paesi Bassi	1,5	3,0	3,5	1,5	1,7	1,6
Portogallo	0,7	1,2	1,9	2,1	3,0	2,4
Regno Unito	1,8	2,9	3,1	2,1	2,3	2,3
Spagna	3,6	3,9	3,8	3,4	3,6	2,8
Svezia	3,3	4,4	2,8	0,8	1,5	1,7
Svizzera	2,4	3,2	3,1	1,2	1,1	0,7
Canada	3,1	2,8	2,7	2,2	2,0	2,1
Stati Uniti	3,1	2,9	2,2	3,4	3,2	2,9
Giappone	1,9	2,4	2,1	-0,3	0,2	0,1
Area euro	1,6	2,7	2,6	2,2	2,2	2,1
UE 15	1,6	2,9	2,7	2,1	2,2	2,1
UE 25	2,0	3,3	3,1	2,2	2,2	2,3
OCSE(b)	2,3	2,8	2,4	2,3	2,6	2,6

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

(b) Esclusi Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Repubblica Slovacca

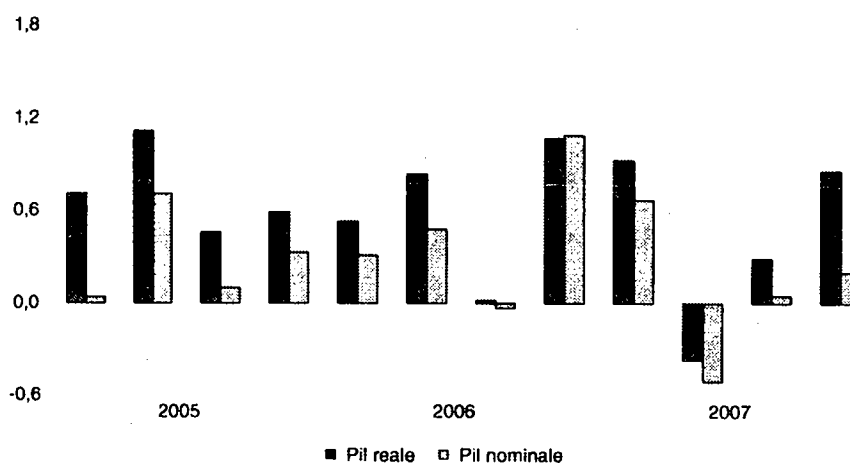
Fonte: Eurostat, FMI.

rale, a partire da settembre, mentre sulla componente meno volatile gli effetti si sono manifestati solamente negli ultimi due mesi dell'anno. La variazione tendenziale dell'inflazione, calcolata dall'indice generale, è risultata pari al 4,1% in dicembre, mentre l'indice *core* ha registrato un incremento del 2,4%. Nonostante questa accelerazione nei prezzi, la Riserva Federale è intervenuta a sostegno dei mercati finanziari sia fornendo liquidità, sia riducendo i tassi di interesse. Tra settembre e dicembre le Autorità monetarie hanno effettuato tre tagli del tasso di riferimento, portandolo al 4,25%, dal 5,25% di metà settembre.

Il mercato azionario americano ha mostrato un *trend* al rialzo nei primi sette mesi dell'anno, prima dello scatenarsi delle turbolenze finanziarie legate alla crisi creditizia. In questo periodo l'indice *Standard & Poor's* 500 è passato da 1400 a 1550 punti. Nei mesi successivi si sono verificate ampie oscillazioni all'interno di questi valori e l'anno si è chiuso con un modesto incremento del 3,5 per cento.

Per il quinto anno consecutivo l'economia del Sol Levante è cresciuta ad un ritmo superiore al potenziale. Nel 2007 il PIL giapponese è aumentato del 2,1%, contro il 2,4% dell'anno precedente. Il dato annuo ha sotteso una dinamica molto volatile, con un trimestre negativo, il secondo, e un'accele-

Giappone

Grafico 8 – GIAPPONE: PIL NOMINALE E REALE (variazioni percentuali annue)

Fonte: Thomson Datastream.

razione nell'ultima parte dell'anno. La crescita reale è stata determinata in via principale dalla domanda estera (1,2 punti percentuali) e in misura minore dalla domanda interna (0,9 punti percentuali). L'espansione ha riflesso una riduzione del deflatore pari a 8 decimi di punto: il PIL nominale, infatti, è cresciuto solo dell'1,3 per cento.

La produzione industriale del 2007 è risultata in decelerazione rispetto all'anno precedente (2,7% contro il 4,8%), mentre la disoccupazione è scesa al 3,9%, il livello più basso dal 1997. Il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro non si è però trasferito sulle retribuzioni che, al contrario, sono diminuite in media d'anno dell'1,7%; il lieve miglioramento nel reddito disponibile delle famiglie è stato quindi la conseguenza dell'aumento delle altre fonti di reddito.

La dinamica dell'inflazione ha risentito delle quotazioni dei beni alimentari ed energetici. L'indice generale dei prezzi al consumo è cresciuto dello 0,1% rispetto al 2006, ma l'andamento dei prezzi dei beni meno volatili ha mostrato una persistenza della deflazione (-0,3%) per il nono anno consecutivo. Dopo il rialzo di 25 punti base del tasso di riferimento, la politica monetaria della Banca del Giappone è rimasta di conseguenza invariata: l'Autorità non ha quindi potuto procedere nella politica di restrizione tendente a "normalizzare" il livello dei tassi ufficiali dopo diversi anni di espansione monetaria.

Il mercato azionario giapponese ha risentito delle turbolenze internazionali, sebbene le Autorità monetarie abbiano più volte sottolineato che l'esposizione degli intermediari finanziari nazionali ai derivati legati ai mutui

immobiliari americani sia trascurabile. L'indice Nikkei rappresentativo dei maggiori 225 titoli ha fluttuato nell'intervallo 17-18.000 punti fino a fine luglio, mostrando nei mesi successivi una forte volatilità intorno ad un *trend* decrescente, e chiudendo l'anno poco sopra 15.000.

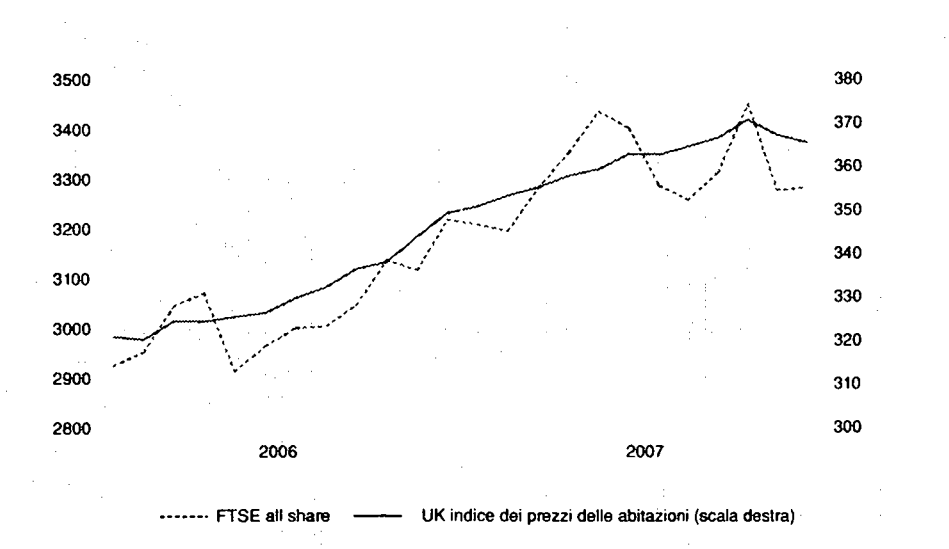
Nel 2007, l'economia britannica ha registrato un tasso di sviluppo del PIL del 3,1%, in accelerazione rispetto all'anno precedente. La crescita è stata sostenuta principalmente dalla domanda interna, stimolata dall'aumento del reddito disponibile e da elevati saggi di profitto.

Il profilo trimestrale ha mostrato un primo semestre particolarmente dinamico (0,8% la variazione congiunturale in entrambi i trimestri) seguito da una leggera decelerazione (0,7% da 0,6% nel terzo e quarto). Il rallentamento sembrerebbe essere principalmente imputabile a una moderazione dei consumi privati e dell'attività nel settore dei servizi, quest'ultimo particolarmente colpito dallo *shock* finanziario internazionale.

Per ciò che concerne la domanda estera, il contributo alla crescita delle esportazioni nette è ancora di difficile quantificazione: dati su esportazioni e importazioni non sono infatti completamente attendibili in quanto per il 2007 scontano ancora la distorsione causata dal fenomeno della "VAT fraud" dell'anno precedente.

A partire dalla fine dell'estate, inoltre, gli elevati tassi di interesse nel Regno Unito, combinati con l'irrigidimento delle condizioni monetarie, hanno innalzato i costi dei mutui e innescato una diminuzione nella domanda e nei prezzi delle abitazioni.

Regno Unito

Grafico 9 – REGNO UNITO: INDICI DI BORSA E PREZZI DELLE ABITAZIONI

Fonte: Thomson Datastream.

Il tasso di inflazione al consumo ha raggiunto il suo picco (3,1%) a marzo, riducendosi nei successivi mesi (2,1% a dicembre), quando si sono iniziati a manifestare gli effetti delle manovre restrittive di politica monetaria. A partire dalla metà del 2006, infatti, la *Bank of England* ha effettuato cinque rialzi del tasso base. L'ultimo, che è stato deciso nella riunione di luglio, ha portato il tasso di sconto al 5,75%. A dicembre, tuttavia, per evitare fenomeni generalizzati di razionamento del credito, la banca centrale ha tagliato il tasso di *policy* di 25 punti base.

1.5 - LE ECONOMIE EMERGENTI

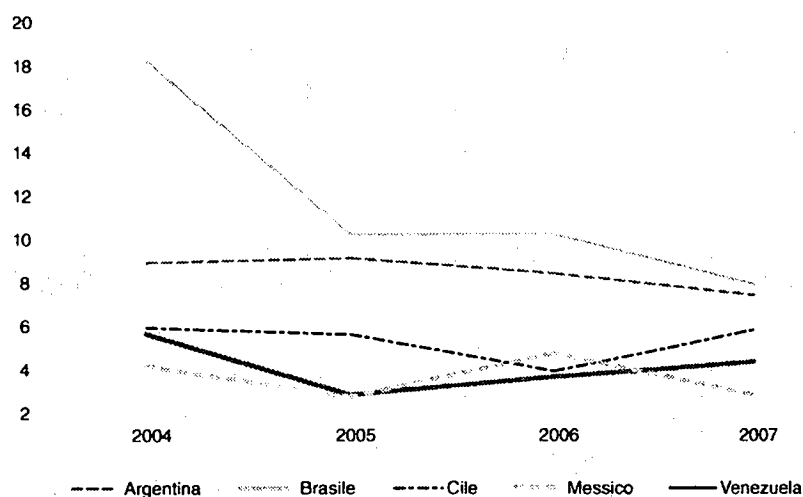
Nel 2007 le economie emergenti hanno continuato a mostrare un accentuato dinamismo, che si è riflesso in un tasso di espansione economica perfino superiore a quello degli ultimi anni. Sebbene i paesi delle aree emergenti siano più integrati nell'economia globale, e quindi in teoria più esposti a *shock* internazionali, negli ultimi anni si è assistito ad un processo di consolidamento dei fondamentali macroeconomici che ne ha accresciuto la capacità di assorbimento e resistenza a episodi di turbolenza esterna. La maggiore solidità macroeconomica sembra quindi, nella parte finale del 2007, avere attenuato le conseguenze di un rallentamento nella domanda internazionale; a fronte delle turbolenze sui mercati finanziari dei paesi avanzati, non si è assistito al ripetersi di episodi di "fuga verso la qualità", con conseguenti ripercussioni sui rapporti di cambio.

America Latina

Nel 2007, in America Latina il tasso medio di sviluppo del PIL è stato pari al 5,5%, in linea rispetto all'anno precedente. Le condizioni macroeconomiche nell'intera regione sono rimaste solide, nonostante una generalizzata accelerazione dell'inflazione. Nel dettaglio nazionale, Argentina e Venezuela, con tassi di crescita superiori all'8%, hanno rappresentato le economie più dinamiche. Cile e Brasile hanno invece sperimentato una crescita più moderata (5%) ma in netto miglioramento rispetto al 2006 (rispettivamente 4,0% e 3,7%). Meno brillante si è rivelata la *performance* del Messico, che ha maggiormente risentito del rallentamento statunitense, mostrando un tasso di sviluppo del PIL del 3,3% in decisa frenata rispetto all'anno precedente (4,8%).

La crescita nella regione è stata trainata sia dalla domanda interna, sia dalle esportazioni nette. Queste ultime hanno rappresentato il principale motore della crescita, in particolare per Cile, Perù e Venezuela. Nonostante l'apprezzamento di alcune importanti valute dell'area, dovuto al sostenuto afflusso di capitali dall'estero, l'elevata dinamica dell'economia e l'innalzamento delle quotazioni dei prodotti energetici e alimentari hanno determinato una decisa accelerazione dell'inflazione (6,1%, dal 5% del 2006).

In un'ottica di lungo termine, l'America Latina si trova attualmente nella fase espansiva più lunga dagli anni '60. La crescita prolungata ha contri-

Grafico 10 – PRODOTTO INTERNO LORDO DELLE PRINCIPALI ECONOMIE DELL'AMERICA LATINA (variazioni percentuali)

Fonte: FMI

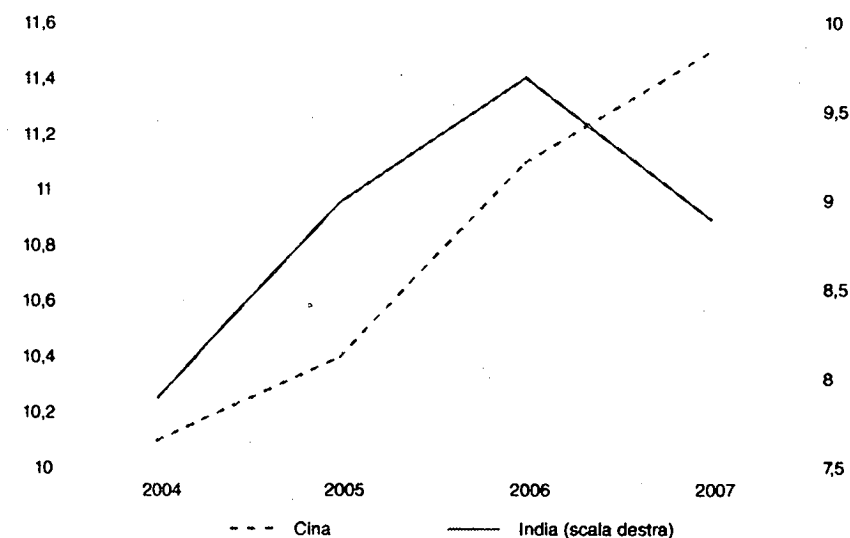
buito a ridurre le vulnerabilità agli *shock* esterni. Tuttavia, la regione continua a crescere a tassi inferiori a quelli delle altre aree emergenti, principalmente a causa dei ritardi nell'implementazione delle riforme strutturali. I maggiori ostacoli allo sviluppo continuano a essere rappresentati dall'inefficienza del settore pubblico, dallo scarso sviluppo dei mercati finanziari, dalle insufficienti infrastrutture e dalle forti disuguaglianze economiche e sociali.

Nel 2007, tutte le economie emergenti dell'Asia hanno realizzato tassi di crescita molto sostenuti, nonostante il rallentamento degli Stati Uniti e le turbolenze sui mercati finanziari nell'ultima parte dell'anno.

Asia

L'economia cinese, motore della crescita dell'area asiatica, nel 2007 è cresciuta dell'11,4%, nonostante un rallentamento significativo delle esportazioni verso gli Stati Uniti. Il principale contributo alla crescita, come nel 2006, è stato fornito dagli investimenti e dalle esportazioni nette. La *performance* economica si è accompagnata ad una accelerazione dell'inflazione, passata dal 2,2% di gennaio al 6,5% di dicembre. Le pressioni inflazionistiche sono state causate, oltre che dal forte dinamismo dell'economia, dalle elevate quotazioni dei prodotti alimentari ed energetici e dal sostenuto tasso di crescita dell'offerta di moneta. La liquidità nel sistema, infatti, ha continuato a crescere nonostante l'orientamento restrittivo della Banca Centrale, che ha progressivamente innalzato il tasso di *policy* e quello di riserva obbligatoria. Quest'ultimo ha raggiunto il valore più elevato degli ultimi dieci anni. Inoltre, il Governo cinese ha varato diversi provvedimenti amministrativi, compreso il controllo dei prezzi dei prodotti alimentari, al

Cina

Grafico 11 – PRODOTTO INTERNO LORDO DI ALCUNE ECONOMIE ASIATICHE EMERGENTI (variazioni percentuali)

Fonte: FMI

fine di calmierare l'inflazione. Nel corso dell'anno è proseguita l'azione di apprezzamento manovrato della valuta cinese verso il dollaro da parte delle autorità monetarie; l'entità media annua della rivalutazione è stata pari al 6,9%. Nello stesso periodo la valuta cinese si è deprezzata nei confronti dell'euro, in media, del 7,5 per cento.

India

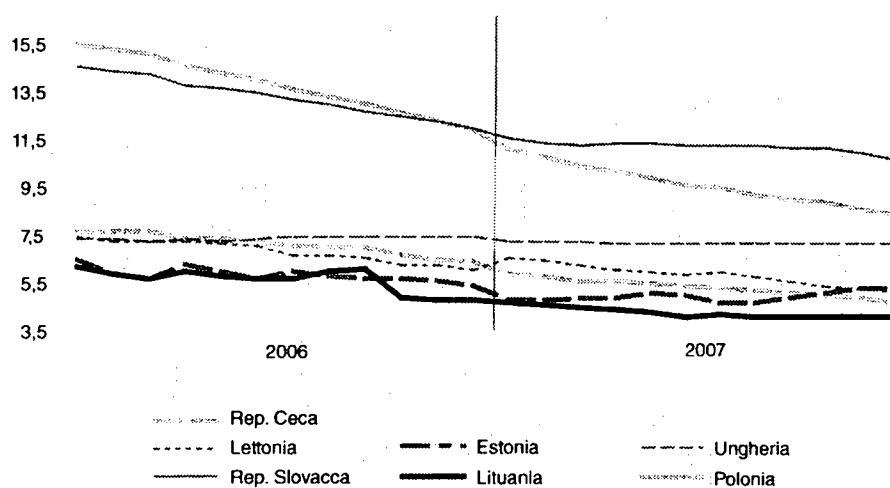
Il tasso di crescita del PIL in India, nel 2007, è stato pari a circa il 9%, grazie alla sostenuta dinamica della domanda interna. Nella seconda parte dell'anno si è osservato un rallentamento congiunturale, in parte determinato dagli effetti dell'orientamento restrittivo della politica monetaria. La Banca Centrale, infatti, dall'ottobre 2004, ha innalzato per otto volte consecutive il tasso di *policy*. A questo irrigidimento delle condizioni creditizie si è aggiunto, dalla fine del 2006, il progressivo innalzamento del tasso di riserva obbligatoria. L'orientamento restrittivo della politica monetaria ha avuto come scopo quello di contrastare il surriscaldamento dell'economia e di contenere le pressioni inflazionistiche. L'inflazione, infatti, si è ridotta dal 6,7% di gennaio al 2,9% di dicembre. Anche l'apprezzamento del tasso di cambio della rupia indiana nei confronti del dollaro, che ha contribuito al rallentamento delle esportazioni nette verso gli Stati Uniti, ha favorito la decelerazione dell'economia nel secondo semestre.

Europa Centro
Orientale

Con l'esclusione dell'Ungheria, nel 2007 tutti gli Stati Membri dell'Europa Centro Orientale hanno sperimentato elevati tassi di sviluppo. Il PIL, in media, ha registrato un tasso di crescita del 6,7%. I dati di contabilità nazionale e gli indicatori congiunturali disponibili portano a ritenere che l'attività economica sia stata sostenuta in maniera generalizzata da tutte le componenti del PIL; in particolare la domanda interna avrebbe continuato a beneficiare

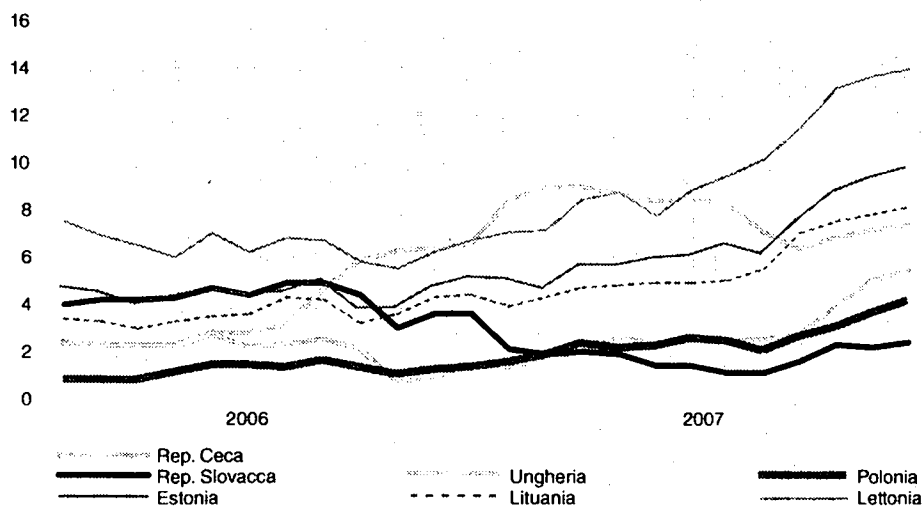
dei fondi strutturali e di coesione e degli investimenti diretti esteri. Elemento comune a tutta l'area è rappresentato dal rallentamento delle esportazioni, dovuto all'apprezzamento delle valute in termini reali e alla concorrenza dei mercati emergenti.

Grafico 12 – TASSI DI DISOCCUPAZIONE ARMONIZZATI NEI PAESI DELL'EUROPA CENTRO ORIENTALE



Fonte: Eurostat.

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



Fonte: Eurostat.

All'interno della regione la composizione e l'andamento della crescita continuano a mostrare qualche differenziazione. Nel dettaglio nazionale, i paesi baltici si confermano le economie più dinamiche, con tassi di crescita tra il 7,5% e il 10,5%. Tuttavia, iniziano a emergere segnali di surriscaldamento che si sono manifestati principalmente attraverso elevati tassi di inflazione e squilibri nei fondamentali economici. In particolare, la Lettonia, che è il paese con l'economia più dinamica, presenta un disavanzo di partite correnti (24% del PIL) e una crescita dei prezzi (9,5%) particolarmente elevati.

In Polonia, lo scorso anno, l'economia è cresciuta a tassi sostenuti (6,5%), stimolata principalmente dagli investimenti fissi (22,3% nella media dei primi tre trimestri). La consistente riduzione del tasso di disoccupazione ha costituito un forte impulso per i consumi privati. Nella Repubblica Ceca e nella Repubblica Slovacca l'economia è stata principalmente trainata dal settore estero. Particolarmente dinamiche si sono rivelate le esportazioni di automobili e mezzi di trasporto.

La *performance* più deludente è stato registrato in Ungheria, dove il PIL è cresciuto a un ritmo decisamente inferiore alla media dell'area (1,4%). Questo risultato è stato in buona parte l'effetto di un orientamento particolarmente restrittivo della politica economica, volta al risanamento dei conti pubblici.

Russia

L'economia russa, nel 2007, è risultata particolarmente dinamica, facendo registrare una crescita del PIL dell'8,1%. L'apporto principale allo sviluppo è stato fornito dai consumi privati e dagli investimenti fissi, rispettivamente stimolati da tassi di crescita dei salari molto elevati e da un forte afflusso di investimenti diretti esteri. Le esportazioni, da un lato, sono state sostenute dalla elevata domanda dei prodotti energetici, dall'altro hanno, però, subito l'effetto depressivo dell'apprezzamento del rublo. Nel complesso, il contributo alla crescita del settore estero, in buona parte a causa del forte incremento delle importazioni, ha continuato a essere negativo. Dal lato dell'offerta, i comparti delle costruzioni e del commercio al dettaglio hanno registrato un comportamento particolarmente vivace.

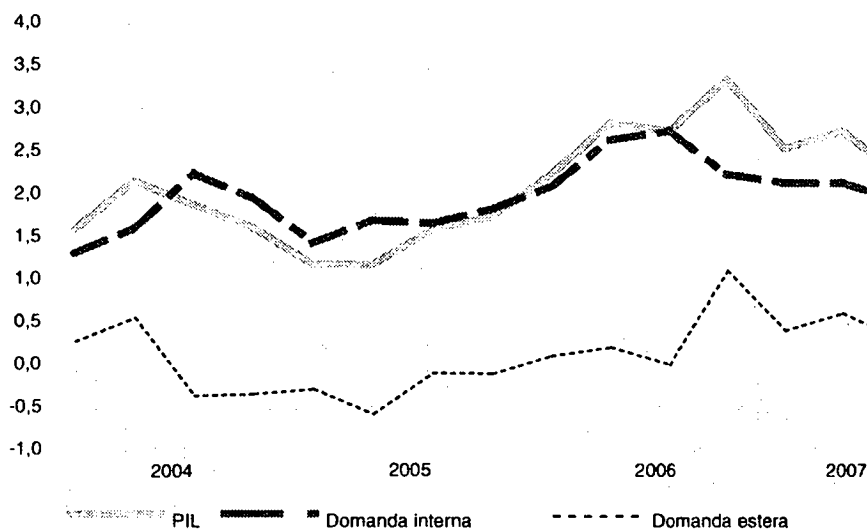
In un contesto di crescita vicino al potenziale, con elevati prezzi dei beni energetici e ampi afflussi di capitale, l'economia russa si è trovata ad affrontare crescenti pressioni inflazionistiche. A fine 2007, il tasso di inflazione in Russia, infatti, ha toccato l'11%, superando ampiamente il valore soglia dell'8% stabilito dal Governo. In generale, l'economia russa rimane dipendente dall'andamento del settore energetico, cosa che la rende particolarmente soggetta a *shock* esterni. Nel 2007, il comparto dell'energia rappresentava circa il 31,6% del PIL russo e l'80% delle esportazioni totali.

1.6 - LA FASE CICLICA NELL'AREA DELL'EURO

Le determinanti
della crescita

Nell'area dell'euro, il 2007 si è chiuso con una crescita del 2,6%, un risultato molto positivo, sostanzialmente in linea rispetto all'anno precedente (2,7%).

Grafico 14 - AREA EURO: PIL E CONTRIBUTI ALLA CRESCITA
(variazioni percentuali annue e punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

Il profilo trimestrale del PIL è stato altalenante: su base congiunturale, l'espansione è risultata sostenuta nel primo e terzo trimestre (0,7% e 0,8%), assai meno brillante nel secondo e quarto (0,3% e 0,4% rispettivamente). In media, tutte le componenti della domanda interna hanno contribuito positivamente alla crescita. Gli investimenti fissi, in particolare, sono stati supportati da elevati saggi di profitto e da condizioni di accesso al credito relativamente favorevoli. Meno dinamici si sono mostrati i consumi privati, soprattutto nella seconda metà dell'anno quando hanno scontato, accanto a un deciso aumento dell'inflazione, anche un peggioramento delle aspettative. Le esportazioni nette, nonostante l'apprezzamento dell'euro in corso d'anno, hanno fornito un apporto positivo allo sviluppo, mostrando una non elevata reattività della domanda al prezzo.

La dinamica economica ha continuato a mostrare una certa eterogeneità tra i principali paesi dell'area. Nel dettaglio nazionale, in Germania la crescita è stata trainata dagli investimenti e dalle esportazioni nette, che hanno confermato una buona tenuta anche in presenza di un forte apprezzamento del cambio. La *performance* dell'*export* tedesco sembrerebbe essere imputabile a fattori strutturali, quali la domanda di beni capitali da parte dei mercati emergenti, la presenza in mercati dinamici quali quelli dell'Europa Centro Orientale, la riduzione nei costi di produzione favoriti dal processo di delocalizzazione delle imprese. Più deludente è stato l'andamento dei consumi privati: l'aumento delle imposte indirette e l'erosione del potere di acquisto a causa dell'inflazione avrebbero più che compensato il forte incremento dell'occupazione e la crescita salariale.

L'economia spagnola ha continuato a segnare tassi di sviluppo tra i più elevati nell'area dell'euro, trainata ancora una volta dal grande dinamismo della domanda interna. Un elemento di instabilità per l'economia spagnola è stato rappresentato dall'evoluzione del comparto immobiliare, che pesa circa il 20% del PIL. Negli ultimi anni, infatti, il calo dei tassi d'interesse ha determinato un ampio ricorso al debito a sostegno di consumi e investimenti residenziali, generando una sostenuta crescita dei prezzi delle abitazioni. La turbolenza sui mercati finanziari di fine estate e le condizioni di credito più stringenti potrebbero in futuro innescare una correzione simile a quella che si è verificata da settembre negli Stati Uniti. La Banca di Spagna, tuttavia, ha evidenziato come l'esposizione diretta e indiretta degli Istituti di credito spagnoli ai mutui *subprime* sia molto contenuta. I crediti alle famiglie in sofferenza a fine 2007 sono aumentati molto moderatamente e la Banca Centrale ha dichiarato di avere costituito un elevato accantonamento a copertura dei prestiti "rischiosi". Un altro elemento che mitiga il rischio finanziario è rappresentato dal fatto che le Banche spagnole sembrano non avere utilizzato le cartolarizzazioni come strumento per portare fuori bilancio il rischio di credito.

Nel 2007, la produzione industriale dell'area euro è cresciuta a ritmi sostenuti (3,4%). Nel dettaglio nazionale, si riscontra una certa eterogeneità tra i paesi della zona euro. La Germania ha continuato a rappresentare il paese

The graph displays the current account balance for five entities from 2005 to 2007. The left Y-axis (ranging from -1.0 to 1.5) applies to France, Germany, Spain, and the Eurozone. The right Y-axis (ranging from 0.00 to 1.00) applies to Eurocoin. The X-axis marks the years 2006 and 2007. The legend at the bottom identifies the series: Francia (solid line), Germania (dashed line), Spagna (dotted line), Area euro (dash-dot line), and Eurocoin (long-dashed line, right scale).

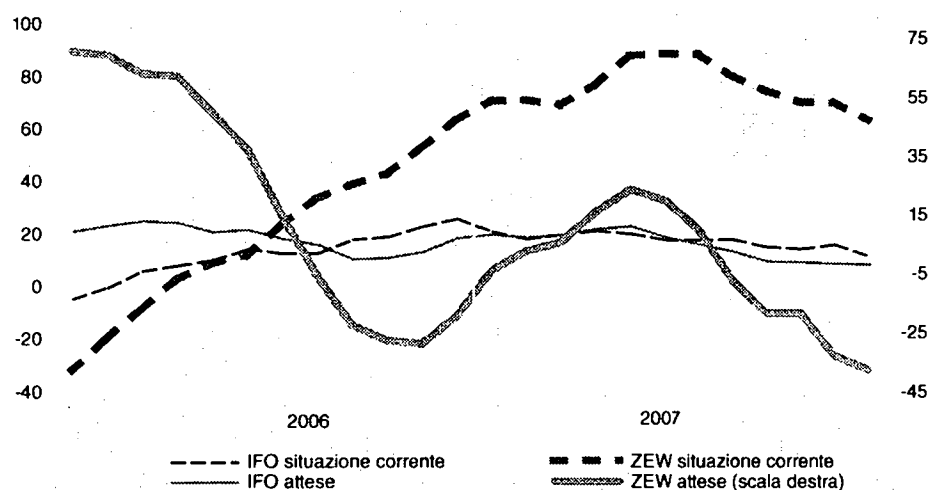
Fonte: Thomson Datastream.

più dinamico dell'area, mentre la Francia e la Spagna hanno mostrato un andamento meno brillante.

Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese, che avevano raggiunto un massimo nella prima metà del 2007, hanno iniziato a registrare, con qualche discontinuità, un deterioramento nel corso del secondo semestre. Questa tendenza si è accentuata a partire dal mese di settembre a causa delle turbolenze sui mercati finanziari e della generalizzata incertezza che ha caratterizzato lo scenario internazionale. Nell'ultima parte dell'anno si è evidenziata anche una certa divergenza tra i giudizi sulla situazione corrente, che hanno rivelato un grande pessimismo, e quelli sulle prospettive future che si sono mostrati più favorevoli.

Il clima
di fiducia

Grafico 16 - CLIMA DI FIDUCIA IN GERMANIA

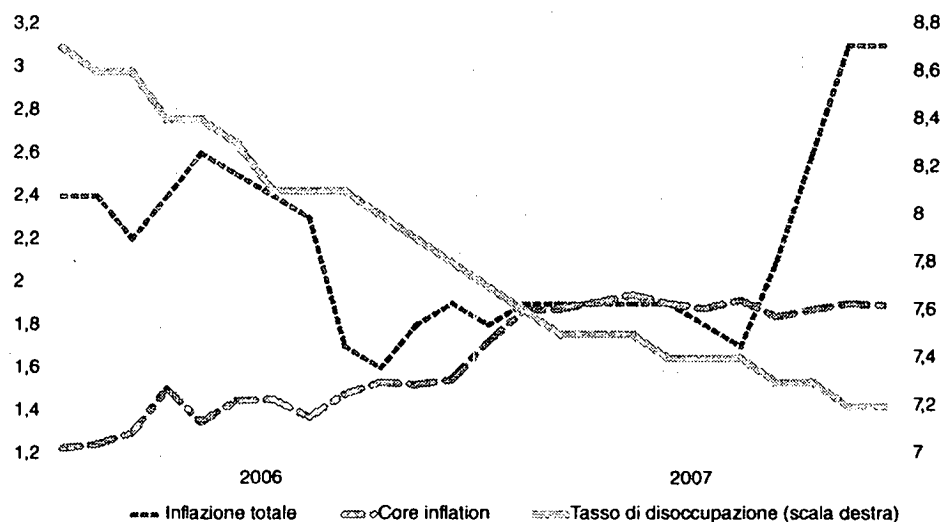


Fonte: Thomson Datastream.

In Germania l'indice ZEW, che misura la fiducia di analisti e investitori istituzionali sulle prospettive a sei mesi dell'economia tedesca, dopo aver registrato un andamento molto positivo è diminuito da maggio per sei mesi consecutivi, collocandosi ben al di sotto della media di lungo termine. Molto probabilmente l'indicatore ha risentito della volatilità sui mercati finanziari innescata dalla crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti. L'indice IFO relativo al clima di fiducia per l'industria e il commercio, ha evidenziato un andamento analogo. In Francia l'inchiesta dell'INSEE ha indicato un indebolimento dei giudizi da parte delle imprese nella seconda metà dell'anno. Il clima di fiducia dei consumatori si è, invece, progressivamente deteriorato in corso d'anno raggiungendo il suo minimo storico.

Il tasso di inflazione al consumo, che nel 2007 è stato in media pari al 2,1%, ha registrato, nella prima parte dell'anno, un andamento piuttosto

La dinamica dei
prezzi

Grafico 17 - AREA EURO: INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO E TASSO DI DISOCCUPAZIONE (variazioni percentuali annue)

Fonte: Eurostat.

contenuto. A partire da settembre, la crescita dei prezzi ha subito un'accelerazione collocandosi, nel quarto trimestre, al 2,9% dopo l'1,9% del trimestre precedente. L'elevato incremento dell'indice *headline*, nonostante l'apprezzamento del cambio euro-dollaro che ha ridotto il prezzo in valuta europea degli *input* importati, è stato in larga misura determinato dalle quotazioni dei prodotti energetici e alimentari. Decisamente più contenuti, infatti, sono stati gli incrementi dell'inflazione *core*, che in media dell'anno è stata pari all'1,9 per cento.

Il mercato
del lavoro

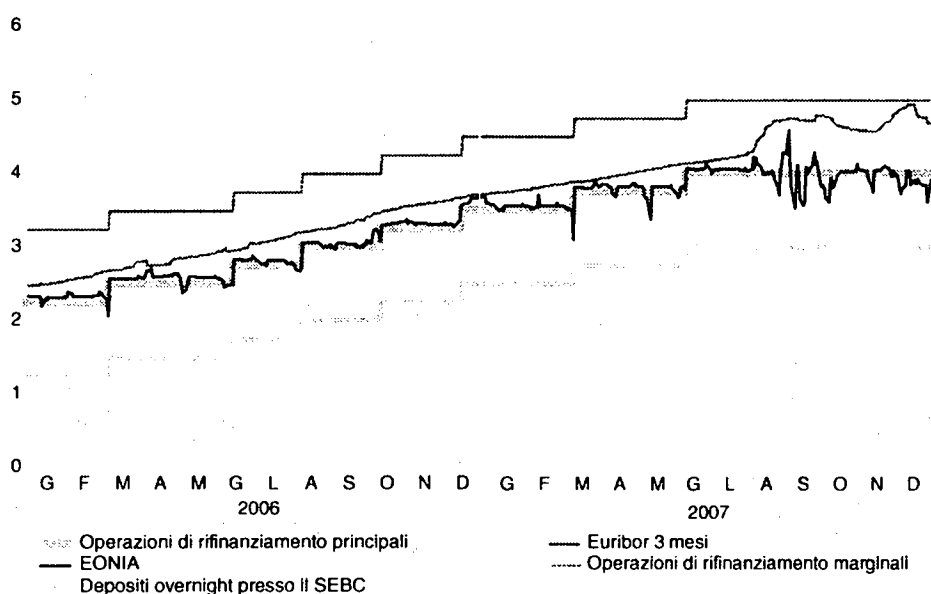
L'evidente rafforzamento ciclico che ha contraddistinto l'area dell'euro nel corso del 2006 e nei primi tre trimestri del 2007 sembra essersi riflesso sulle condizioni del mercato del lavoro, che hanno continuato a beneficiare per tutto l'anno di una tendenza al miglioramento. Il tasso di disoccupazione ha mostrato una costante discesa, raggiungendo in dicembre il livello più basso dal 1993 (7,2%, dal 7,7% di gennaio). Questi risultati sono stati conseguiti anche grazie agli effetti delle riforme del mercato del lavoro nella maggior parte dei paesi dell'area e dalla persistente moderazione salariale.

1.7 - LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2007 le autorità monetarie dell'area dell'euro hanno attuato due manovre al rialzo, di $\frac{1}{4}$ di punto ciascuna, entrambe nel primo semestre. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato portato al 4%, il tasso di rifinanziamento marginale al 5% ed il tasso sui depositi *overnight* presso il SEBC al 3%. Dopo gli interventi attuati in marzo e giugno si è

interrotta la fase di rialzi dei tassi di interesse iniziata alla fine del 2005 e che ne ha complessivamente comportato un aumento di due punti percentuali in due anni.

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



Fonte: BCE, Datastream.

Nel primo semestre del 2007, la BCE ha agito in un contesto caratterizzato da un significativo miglioramento delle prospettive di crescita economica dell'area e dall'aumento dei rischi inflazionistici per effetto del rafforzamento della domanda interna, di una crescita mondiale ancora robusta anche se in rallentamento, e della sostenuta dinamica dei prezzi delle materie prime.

Nel corso dell'estate il quadro economico e finanziario internazionale è bruscamente mutato in conseguenza dello scoppio della crisi dei mutui *subprime* che, partita dagli Stati Uniti, si è rapidamente estesa ai mercati finanziari internazionali e ha comportato, innestandosi in un momento di rallentamento congiunturale, un sensibile aumento dei rischi per la stabilità finanziaria e per la crescita economica mondiale. Parallelamente, sono continuate le tensioni inflazionistiche derivanti dagli aumenti delle quotazioni delle materie prime: il prezzo del petrolio, che era già tornato a superare quota 78 dollari a barile in luglio, con un aumento di 18 dollari rispetto alla fine dell'anno precedente, è successivamente ulteriormente salito, portandosi a 95 dollari a fine 2007. Tali pressioni sono state solo marginalmente moderate dall'apprezzamento dell'euro, che, dopo aver raggiunto nella media di luglio la quotazione di 1,37 dollari da 1,30 di inizio d'anno, si è successivamen-

te maggiormente rafforzato superando quota 1,45 dollari nella parte finale dell'anno, introducendo ulteriori rischi per la crescita economica. La modifica dello scenario economico è evidente dalle correzioni progressivamente apportate nelle proiezioni relative all'andamento dell'attività economica e dell'inflazione nel 2008 che la BCE pubblica trimestralmente: da dicembre 2006 a dicembre 2007 la previsione della crescita del PIL è stata rivista al ribasso di tre decimi di punto, dal 2,3% al 2%, e la correzione è avvenuta interamente nel secondo semestre dell'anno; nello stesso periodo la stima dell'inflazione al consumo è stata alzata di sei decimi di punto, dall'1,9% al 2,5%, di cui cinque decimi nel secondo semestre.

In questo mutato scenario la preoccupazione di contenere le aspettative inflazionistiche di medio-lungo periodo ha comunque prevalso, nelle valutazioni della BCE, sui rischi di rallentamento dell'attività economica, e le autorità monetarie dell'area dell'euro hanno mantenuto invariati i tassi di interesse ufficiali per tutto il secondo semestre del 2007. Per fronteggiare le tensioni derivanti dalla crisi originata dall'insolvenza dei mutui *subprime* e permettere il normale funzionamento dei mercati monetari, la BCE ha invece effettuato, a partire da agosto, ingenti immissioni temporanee di liquidità e condotto consistenti operazioni straordinarie di rifinanziamento a più lungo termine. La *Fed* ha associato a tali tipi di interventi anche significative manovre sui tassi di interesse ufficiali, con un taglio del tasso obiettivo sui *Federal Funds* di 2,25 punti percentuali, dal 5,25% di agosto al 2,25% attuale, ed una riduzione del tasso di sconto, il costo a cui fornisce fondi direttamente alle banche, di 2,50 punti percentuali. Ha, inoltre, apportato opportune modifiche alle procedure di assegnazione dei fondi al fine di consentire un più facile ed esteso accesso da parte delle banche. Nel Regno Unito la Banca Centrale è direttamente intervenuta con l'apertura di linee di credito di emergenza per sostenere una grossa banca colpita da una crisi di fiducia dei risparmiatori. Questi interventi, associati anche ad ingenti investimenti da parte di Fondi Sovrani di proprietà di Paesi in forte *surplus* di bilancia dei pagamenti, hanno permesso di evitare che la crisi di liquidità si propagasse immediatamente dal mercato monetario al sistema finanziario globale.

1.8 - LA CRISI DEI MUTUI IMMOBILIARI AMERICANI E LE SUE CONSEGUENZE

La severa crisi che ha colpito i mercati finanziari internazionali nel corso dell'estate è stata originata dall'aumento delle insolvenze in alcuni settori particolarmente rischiosi relativi ai mutui immobiliari americani. Essa ha preso avvio in un settore ristretto, quello dei mutui *subprime*, ovvero mutui immobiliari concessi dalle banche a debitori che non presentano adeguate garanzie di solvibilità o che sono già stati insolventi, a tassi e condizioni meno convenienti rispetto alla clientela più affidabile. Una gran parte di tali mutui è stata caratterizzata o da tassi di interesse indicizzati ai rendimenti di mer-