

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 I MERCATI FINANZIARI E IL CICLO INTERNAZIONALE

La crisi finanziaria e la sua trasmissione alle economie reali si accentuano

La crisi che dall'estate del 2007 investe i mercati finanziari internazionali, acuitasi nel settembre scorso dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, con il rarefarsi delle contrattazioni sui mercati interbancari e il crollo delle quotazioni azionarie, si sta ripercuotendo sull'attività economica internazionale. Quasi tutte le principali economie avanzate hanno registrato contrazioni del prodotto nel terzo trimestre del 2008 e un ulteriore deterioramento dell'attività negli ultimi mesi dell'anno, risentendo della forte caduta dei prezzi delle attività finanziarie, della riduzione della disponibilità di credito, del peggioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese, oltre che del persistere, in alcuni paesi, di una depressione del mercato immobiliare. Le economie emergenti sono state investite dalla crisi attraverso il deflusso di capitali esteri, conseguente alla liquidazione di investimenti azionari e obbligazionari da parte di banche e fondi di investimento internazionali. Questi sviluppi hanno posto in evidenza la vulnerabilità dei paesi con più ampi disavanzi esterni, divenuti improvvisamente di difficile finanziamento. Nel complesso non si sono ancora manifestati segnali di duratura riduzione degli squilibri delle bilance dei pagamenti tra le principali aree, anche se la recente caduta del prezzo del petrolio contribuirà a ridimensionarli nel breve periodo. Le proiezioni degli organismi internazionali e quelle dei previsori privati censite in dicembre da *Consensus Forecasts*, ripetutamente riviste al ribasso, delineano per il 2009 una contrazione del prodotto nelle principali economie avanzate e un netto rallentamento in quelle emergenti (tav. 1). Alcuni dei principali analisti privati formulano attualmente previsioni sensibilmente più pessimistiche.

Le autorità monetarie e fiscali hanno intrapreso una forte azione di contrasto

L'azione di contrasto alla crisi finanziaria si è sviluppata lungo le linee guida tracciate dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei sette (G7) lo scorso 10 ottobre. Le autorità di politica economica dei paesi industriali hanno adottato rilevanti provvedimenti di ricapitalizzazione dei sistemi ban-

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	OCSE			Consensus Forecasts	
	2007	2008	2009	2008	2009
PIL					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	2,6	1,0	-0,6	1,0	-0,9
Giappone	2,4	0,5	-0,1	0,4	-0,9
Regno Unito	3,0	0,8	-1,1	0,8	-1,5
Stati Uniti	2,0	1,4	-0,9	1,2	-1,3
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	5,7	5,3	3,0	5,5	2,1
Cina	11,9	9,5	8,0	9,3	7,8
India (1)	9,0	7,0	7,3	6,9	6,3
Russia	8,1	6,5	2,3	6,7	2,9
Prezzi al consumo					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	2,1	3,4	1,4	3,3	1,4
Giappone	0,1	1,4	0,3	1,6	0,1
Regno Unito	2,3	3,7	2,7	3,6	1,2
Stati Uniti	2,9	4,3	1,6	4,0	0,3
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile (2)	4,5	6,3	5,3	6,2	5,0
Cina	4,8	6,1	3,0	6,1	1,7
India (1)	6,2	10,3	6,0	8,1	6,2
Russia (2)	11,9	13,6	7,5	13,8	10,6
Commercio mondiale	7,0	4,8	1,9	-	-

Fonte: statistiche nazionali; *OECD Economic Outlook*, dicembre 2008; *Consensus Forecasts*, dicembre 2008.

(1) Variazioni riferite all'anno fiscale (che inizia nell'aprile dell'anno indicato e si conclude nel marzo di quello successivo). - (2) Variazioni dicembre su dicembre.

cari (cfr. il riquadro: *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*); le banche centrali sono intervenute a sostegno della liquidità dei mercati monetari e dell'attività di cartolarizzazione di diverse categorie di prestiti a famiglie e imprese. Con il rientro delle tensioni inflazionistiche, principalmente a seguito del calo dei prezzi delle materie prime, e in un contesto di deterioramento dell'economia reale, le banche centrali hanno inoltre operato un deciso allentamento delle condizioni monetarie. In molti paesi le autorità hanno annunciato estesi piani di sostegno all'attività economica. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha offerto assistenza finanziaria ad alcune economie emergenti colpite dall'arresto dei flussi di finanziamento dall'estero, stanziando fondi per circa 45 miliardi di dollari.

Crollano i prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche

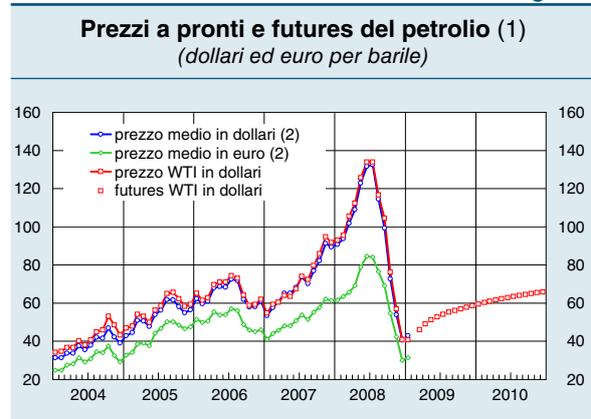
Le quotazioni del petrolio hanno continuato a scendere negli ultimi mesi, risentendo della minore domanda di greggio corrente e attesa – conseguente all'effetto della crisi finanziaria sull'attività produttiva – solo in parte contrastata dalla riduzione dei volumi di produzione dei paesi appartenenti al cartello dell'OPEC. Nella quarta settimana di dicembre la media dei prezzi delle tre principali qualità si collocava attorno a 35 dollari (da un picco di 143 dollari in luglio). Nelle ultime settimane i rialzi che hanno fatto seguito alle tensioni in Medio Oriente e alla crisi russo-ucraina sono stati contenuti. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) segnerebbe una ripresa nel 2009 – dovuta al graduale riassorbimento delle condizioni di eccesso dell'offerta – dagli attuali 41 dollari sino a circa 60 dollari a fine anno (fig. 1). Anche le quotazioni in dollari delle altre principali materie prime sono calate in misura sensibile.

Le tensioni sui mercati finanziari, ancora rilevanti, si attenuano...

Le tensioni sui mercati interbancari di Stati Uniti, area dell'euro e Regno Unito, acuitesi fortemente dopo il fallimento di Lehman

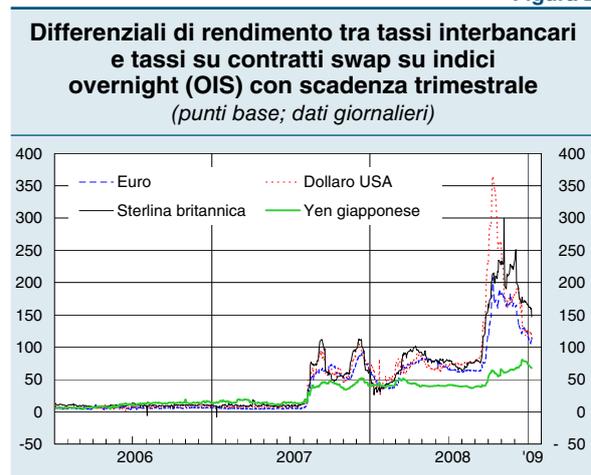
Brothers il 15 settembre scorso, si sono attenuate negli ultimi mesi. Una misura di tali tensioni, il differenziale tra i tassi sui depositi interbancari in dollari senza garanzia a tre mesi e i tassi su contratti swap su indici overnight (*overnight index swaps*) con uguale durata, salito sino a 360 punti base il 10 ottobre, è sceso a 110 punti alla fine della prima decade di gennaio. Il corrispondente differenziale in euro si è ridotto da 210 a 110 punti base; quello in sterline, dopo aver toccato un picco di 300 punti base ai primi di novembre, è calato sino a 150 punti (fig. 2). Anche le forti tensioni manifestatesi all'inizio dell'autunno sul mercato della carta commerciale negli Stati Uniti si sono parzialmente allentate: alla fine della seconda decade di ottobre il volume in circolazione era diminuito del 20 per cento circa rispetto a un mese prima; nelle settimane successive ha registrato un sostanziale recupero.

Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato è del 9 gennaio 2009. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 2



Fonte: Thomson Financial Datastream e Bloomberg.

A partire dallo scorso ottobre, l'azione dei governi dei maggiori paesi industriali volta a contrastare le crescenti difficoltà delle istituzioni finanziarie e la conseguente crisi di fiducia è divenuta più intensa e articolata; si sono moltiplicati gli sforzi di coordinamento internazionale. Il 3 ottobre il Congresso statunitense ha approvato il Troubled Assets Relief Program (TARP), che autorizza il Tesoro ad acquistare o garantire attività in sofferenza prive di un mercato liquido (cfr. il riquadro: *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità in Bollettino economico, n. 54, ottobre 2008*). Nei giorni successivi, anche a causa del continuo deterioramento delle condizioni finanziarie internazionali, si è affermata la convinzione che per riportare stabilità sui mercati e sostenere l'attività creditizia fosse necessaria un'azione più diretta e rapida, coordinata tra i principali paesi, per rafforzare la patrimonializzazione del sistema bancario e la capacità di raccolta di fondi sul mercato.

Le tappe del coordinamento – Nel corso del vertice del G7 tenutosi a Washington il 10 ottobre 2008 sono state concordate le direttrici lungo le quali articolare le misure da adottare nei singoli paesi: fornire sostegno alle istituzioni finanziarie che rivestono rilevanza sistemica; assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle banche anche mediante la concessione di garanzie, ancorché temporanee, su un'ampia gamma di passività a breve e a medio termine; ampliare le garanzie in essere sui depositi bancari; rafforzare la posizione patrimoniale delle istituzioni in difficoltà, mediante piani organici di intervento pubblico nel capitale.

Immediatamente dopo il vertice, il 12 ottobre, i capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro hanno concordato un piano d'azione comune finalizzato a: garantire appropriate condizioni di liquidità per le istituzioni finanziarie e facilitarne il finanziamento mediante garanzie pubbliche o strumenti assicurativi; fornire alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali aggiuntive, erogate dal settore pubblico a fronte di adeguati piani di ristrutturazione e di eventuali misure volte a tenere conto delle responsabilità degli azionisti e degli amministratori, favorendo nel contempo la raccolta di capitali privati; assicurare sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili; migliorare la cooperazione tra i paesi europei, rafforzando le procedure esistenti per lo scambio di informazioni. Il Consiglio europeo del 15 e 16 ottobre ha fatto proprio, estendendolo a tutti i paesi dell'Unione europea, il piano d'azione precedentemente adottato dai paesi dell'area dell'euro. Il 2 dicembre il Consiglio Ecofin ha quantificato in 1.800 miliardi di euro le misure già adottate sotto forma di garanzie pubbliche e in 280 miliardi i programmi di ricapitalizzazione.

L'8 dicembre la Commissione europea ha pubblicato le linee guida cui dovranno attenersi le misure di ricapitalizzazione dei sistemi bancari al fine di garantire che il sostegno pubblico alle banche non determini vantaggi competitivi per gli intermediari beneficiari. Nel caso delle banche "fondamentalmente sane" (che ricevono un sostegno temporaneo al fine di facilitare l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese) la ricapitalizzazione dovrà avvenire mediante la sottoscrizione, da parte dell'operatore pubblico, di passività emesse dalle banche con un rendimento "congruo": la Commissione ha raccomandato tassi di rendimento compresi tra il 7 e il 9 per cento circa, a seconda delle caratteristiche degli strumenti emessi. Tassi di remunerazione anche più elevati sono peraltro ritenuti opportuni per incentivare un tempestivo disimpegno dell'investitore pubblico. Alle banche "in difficoltà" (quelle per le quali esistono rischi di insolvenza) dovrebbero invece, in linea di principio, essere applicate condizioni più penalizzanti; entro sei mesi dall'operazione di ricapitalizzazione dovrà essere presentato un piano di ristrutturazione o di liquidazione della banca.

Le misure adottate nelle maggiori economie – Negli Stati Uniti, a partire dal 14 ottobre le garanzie fornite dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) sono state temporaneamente estese, senza limiti di importo, ad alcune tipologie di debito senior emesso dalle banche entro il 30 giugno 2009, tra cui i prestiti interbancari e la carta commerciale, e ai conti correnti non re-

munerati (sino alla fine del 2009). Nello stesso giorno il Tesoro ha annunciato di voler effettuare, nell'ambito del TARP, interventi di ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie attraverso acquisti di azioni privilegiate; a fine dicembre erano state completate operazioni per circa 250 miliardi di dollari, in larga parte destinati alle nove principali banche del paese, la cui adesione al programma è stata immediata; 20 miliardi sono stati inoltre destinati a sostenere l'industria automobilistica. Il 23 novembre il gruppo bancario Citigroup, per far fronte alle crescenti difficoltà, ha concordato con le autorità statunitensi un significativo intervento che prevede una copertura parziale delle eventuali perdite su un portafoglio di attività connesse con mutui residenziali e commerciali (per un valore complessivo di circa 300 miliardi di dollari). I primi 29 miliardi di perdite graverebbero sulla banca stessa, mentre il Tesoro (attraverso il TARP) e l'FDIC, che hanno contestualmente ricevuto in cambio azioni privilegiate per 7 miliardi, si farebbero carico delle perdite ulteriori sino a 15 miliardi. Il rischio residuo ricadrebbe, infine, quasi interamente sulla Riserva federale, che erogherebbe un prestito garantito dalle sole attività dello stesso portafoglio. Citigroup ha ricevuto, inoltre, nuovi capitali per 20 miliardi di dollari, anch'essi finanziati con i fondi del TARP, che si sono aggiunti ai 25 già ottenuti in precedenza.

Nel Regno Unito, il 7 ottobre il governo ha annunciato un vasto piano di ricapitalizzazione del sistema bancario nell'ambito del quale si è impegnato ad acquistare, attraverso un fondo istituito appositamente, partecipazioni ordinarie o privilegiate in banche e *building societies* per un minimo di 50 miliardi di sterline. Agli istituti aderenti viene offerta anche la possibilità di ottenere una garanzia temporanea (per un periodo sino a tre anni, successivamente prolungabile) su strumenti di debito senior, carta commerciale o certificati di deposito di nuova emissione; secondo le previsioni delle autorità questa misura potrebbe coprire strumenti per circa 250 miliardi di sterline. Le otto principali banche del paese si sono impegnate, sinora, a effettuare aumenti di capitale per circa 51 miliardi di sterline, ricorrendo in parte al fondo governativo (per 37 miliardi), in parte al mercato. Il governo ha già sottoscritto nuove azioni ordinarie e privilegiate della Royal Bank of Scotland per 20 miliardi di sterline, acquisendone così la maggioranza (circa il 60 per cento), e pianificato un intervento di 17 miliardi nel capitale della banca risultante dalla fusione di HBOS e Lloyd TSB.

In Germania il 13 ottobre il governo federale ha istituito un fondo speciale per un ammontare fino a 100 miliardi di euro che potrà effettuare operazioni di ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie e, laddove necessario, acquistare attività problematiche o garantirle sino a scadenza, fino a un massimo di 80 miliardi di euro; i rimanenti 20 miliardi verranno utilizzati per offrire garanzie su strumenti finanziari di nuova emissione per un ammontare complessivo fino a 400 miliardi di euro. Hanno sinora fatto ricorso al fondo, fra le altre, due banche tedesche di rilevanti dimensioni: Commerzbank ha ricevuto nuovo capitale, in due occasioni, per complessivi 18,2 miliardi di euro e una garanzia su nuove passività per 15 miliardi; il gruppo Hypo Real Estate ha ricevuto garanzie su passività per complessivi 65 miliardi di euro, di cui 45 a valere sul fondo speciale.

Il governo francese ha presentato lo scorso 12 ottobre un piano con cui si è impegnato a offrire una garanzia a copertura dei titoli emessi dalla Société française de financement de l'économie (SFFE) entro il 31 dicembre 2009, con scadenza da uno a cinque anni e a tassi di mercato, per un ammontare complessivo pari a 320 miliardi di euro. L'SFFE può concedere prestiti alle banche che incrementino rispetto al 2007 i volumi di finanziamenti erogati a privati, società e autorità pubbliche. Il governo francese può inoltre offrire garanzie, in circostanze straordinarie e urgenti, su passività emesse da istituzioni di credito a condizioni analoghe a quelle stabilite per i prestiti dell'SFFE. Finora sette banche hanno richiesto finanziamenti all'SFFE per complessivi 5 miliardi di euro. Lo Stato francese si è inoltre impegnato a offrire una garanzia sui finanziamenti concessi alle società del gruppo Dexia; la garanzia offerta, come da accordi con i governi belga e lussemburghese, è limitata al 36,5 per cento dell'ammontare concedibile (pari a 55 miliardi di euro). Il governo

francese ha anche dato facoltà a una società posseduta interamente dallo Stato (la Société de Prise de Participations de l'Etat) di sottoscrivere strumenti ibridi o azioni privilegiate di istituzioni finanziarie francesi, computabili nel capitale regolamentare, per un ammontare massimo complessivo pari a 40 miliardi di euro; il 21 ottobre è stata preannunciata la sottoscrizione di nuovo debito subordinato di sei importanti gruppi per 10,5 miliardi di euro complessivamente.

Il governo spagnolo ha annunciato lo scorso 7 ottobre l'adozione di due misure: la creazione di un fondo, con una dotazione iniziale di 30 miliardi di euro (aumentabile a 50), che potrà acquistare titoli da istituzioni finanziarie operanti in Spagna; l'innalzamento del limite minimo di copertura della garanzia sui depositi bancari da 20 mila a 100 mila euro. Il 13 ottobre ha inoltre istituito una garanzia per nuove emissioni di titoli di debito senior da parte degli istituti di credito fino a un tetto iniziale, per il 2009, pari a 100 miliardi di euro; la garanzia potrebbe essere estesa anche ai depositi interbancari, ma solo nel quadro di un'eventuale iniziativa coordinata nell'ambito dell'area dell'euro.

...contrastate da interventi straordinari delle banche centrali...

La Riserva federale ha adottato numerosi provvedimenti per ripristinare il normale funzionamento dei mercati finanziari e sostenere i flussi di finanziamento all'economia: è intervenuta a più riprese per alleviare le tensioni sul mercato della carta commerciale; per sostenere l'offerta di mutui ipotecari, a fine novembre ha annunciato l'intenzione di acquisire titoli derivanti dall'attività di cartolarizzazione

delle principali agenzie governative, da esse garantiti, per complessivi 500 miliardi di dollari; al fine di sostenere altre categorie di prestiti a famiglie e a piccole e medie imprese, ha messo a punto uno schema per concedere finanziamenti con durata triennale per un ammontare complessivo di 200 miliardi di dollari a fronte di titoli emessi dal 1° gennaio 2009 risultanti dalla cartolarizzazione di tali categorie di prestiti; ha accordato alle banche centrali di quattro importanti economie emergenti (Brasile, Corea del Sud, Messico e Singapore) linee di swap di rilevante ammontare, che si aggiungono a quelle già concesse alle banche centrali delle economie avanzate.

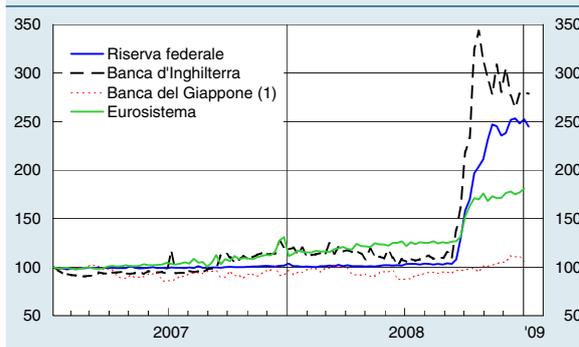
...che si riflettono in un forte incremento della dimensione dei loro bilanci

Gli interventi straordinari condotti dalle banche centrali si sono riflessi in un forte incremento della dimensione delle attività

iscritte in bilancio. Tra metà settembre e inizio gennaio le attività della Riserva federale sono aumentate del 140 per cento circa e quelle della Banca d'Inghilterra in misura leggermente superiore (fig. 3). All'inizio del 2009 le attività di entrambe le banche centrali si aggiravano attorno al 16 per cento del PIL dei rispettivi paesi. L'azione di sostegno ai mercati finanziari si è tradotta anche in una consistente ricomposizione dell'attivo delle banche centrali: alla riduzione dell'incidenza dei titoli emessi dal Tesoro si è accompagnato un incremento di quella dei finanziamenti a istituzioni finanziarie. L'incremento di rischiosità dei portafogli delle banche centrali che ne potrebbe derivare è stato contrastato imponendo consistenti margini di garanzia sui titoli ricevuti a fronte dei finanziamenti. Il corrispondente incremento delle passività iscritte in bilancio è stato guidato, nel caso della Riserva federale, da un forte aumento delle riserve e dei depositi detenuti, rispettivamente, dal sistema bancario e dal Tesoro statunitense presso la banca centrale.

Figura 3

Dimensione dei bilanci di alcune banche centrali
(numeri indice: 5 gennaio 2007 = 100; dati settimanali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Per la Banca del Giappone, i dati originali hanno frequenza decennale.

La volatilità dei mercati azionari rimane su livelli molto elevati, pur con qualche segnale di miglioramento

La volatilità implicita delle quotazioni nel mercato azionario statunitense è rimasta su livelli molto elevati, riflettendo l'incertezza sull'evoluzione della crisi finanziaria, sui suoi riflessi sull'economia reale e sulle scelte delle autorità di governo. Il picco è stato raggiunto nella seconda metà di novembre, in concomitanza con l'acutizzarsi delle difficoltà del gruppo bancario Citigroup e l'accrescersi dell'incertezza sulla dimensione e i tempi degli interventi a sostegno dei principali gruppi automobilistici; essa è poi diminuita in dicembre, ritornando su livelli non distanti da quelli prevalenti agli inizi di ottobre (fig. 4). L'indice Standard & Poor's 500, dopo aver toccato un minimo il 20 novembre, è tornato alla fine della prima decade di gennaio su valori non discosti da quelli del 10 ottobre (fig. 5); il mercato azionario dell'area dell'euro ha seguito un andamento analogo; quelli del Giappone e del Regno Unito, per contro, hanno segnato negli ultimi tre mesi recuperi pari a circa il 7 e l'11 per cento, rispettivamente. Rispetto alla fine del 2007 le perdite si aggirano attorno al 40 per cento negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro, attorno al 30 per cento nel Regno Unito.

Spread obbligazionari ai massimi e rendimenti dei titoli pubblici bassi

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno continuato ad ampliarsi nell'autunno per tutte le principali classi di rischio, raggiungendo livelli storicamente elevati (fig. 6); a partire dalla metà di dicembre si sono manifestati segnali di inversione, particolarmente marcati per le classi di rischio più elevate.

I rendimenti dei titoli pubblici statunitensi sono scesi nettamente negli ultimi tre mesi, riflettendo l'allentamento delle condizioni monetarie, la ricomposizione dei portafogli a favore dei titoli pubblici e la possibilità che la Riserva federale avvii l'acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza: tra il 10 ottobre e il 9 gennaio i tassi decennali sono diminuiti dal 3,8 al 2,4 per cento. Nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone essi hanno registrato cali più contenuti (scendendo, rispettivamente, al 3,0, 3,4 e 1,3 per cento; fig. 7).

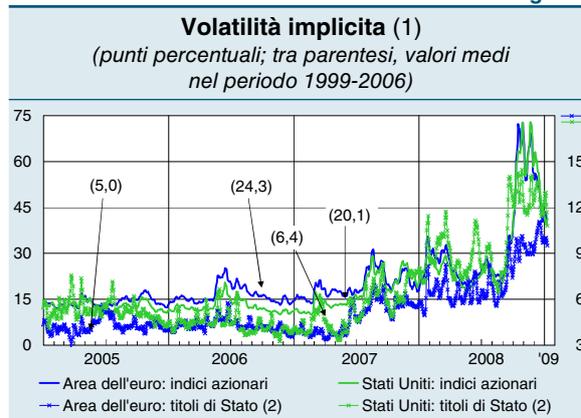
La volatilità implicita delle quotazioni nel mercato azionario statunitense è rimasta su livelli molto elevati, riflettendo l'incertezza sull'evoluzione della crisi finanziaria, sui suoi riflessi sull'economia reale e sulle scelte delle autorità di governo.

Il picco è stato raggiunto nella seconda metà di novembre, in concomitanza con l'acutizzarsi delle difficoltà del gruppo bancario Citigroup e l'accrescersi dell'incertezza sulla dimensione e i tempi degli interventi a sostegno dei principali gruppi automobilistici; essa è poi diminuita in dicembre, ritornando su livelli non distanti da quelli prevalenti agli inizi di ottobre (fig. 4). L'indice Standard & Poor's 500, dopo aver toccato un minimo il 20 novembre, è tornato alla fine della prima decade di gennaio su valori non discosti da quelli del 10 ottobre (fig. 5); il mercato azionario dell'area dell'euro ha seguito un andamento analogo; quelli del Giappone e del Regno Unito, per contro, hanno segnato negli ultimi tre mesi recuperi pari a circa il 7 e l'11 per cento, rispettivamente. Rispetto alla fine del 2007 le perdite si aggirano attorno al 40 per cento negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro, attorno al 30 per cento nel Regno Unito.

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno continuato ad ampliarsi nell'autunno per tutte le principali classi di rischio, raggiungendo livelli storicamente elevati (fig. 6); a partire dalla metà di dicembre si sono manifestati segnali di inversione, particolarmente marcati per le classi di rischio più elevate.

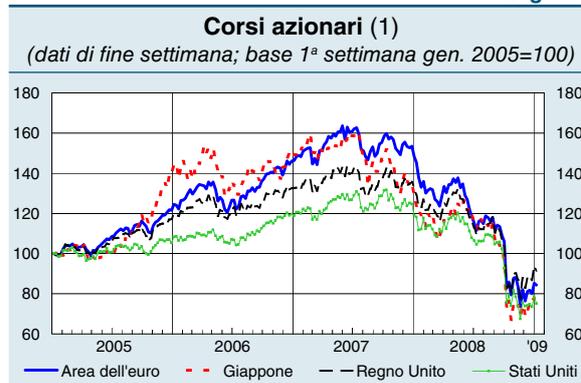
I rendimenti dei titoli pubblici statunitensi sono scesi nettamente negli ultimi tre mesi, riflettendo l'allentamento delle condizioni monetarie, la ricomposizione dei portafogli a favore dei titoli pubblici e la possibilità che la Riserva federale avvii l'acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza: tra il 10 ottobre e il 9 gennaio i tassi decennali sono diminuiti dal 3,8 al 2,4 per cento. Nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone essi hanno registrato cali più contenuti (scendendo, rispettivamente, al 3,0, 3,4 e 1,3 per cento; fig. 7).

Figura 4



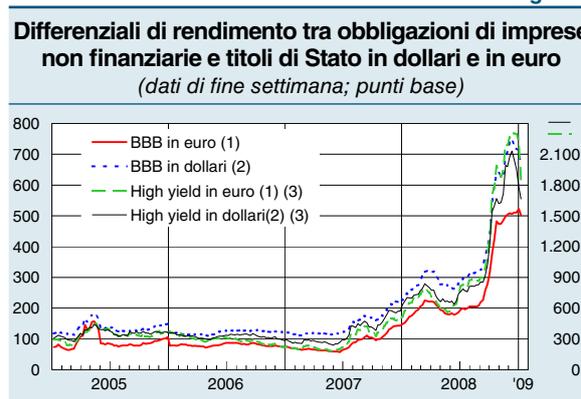
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sul futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul futures sul Treasury Note per gli Stati Uniti. - (2) Scala di destra.

Figura 5



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 6



Fonte: Merrill Lynch.
(1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. - (3) Scala di destra.

Anche sui mercati finanziari delle economie emergenti permangono tensioni

Nei paesi emergenti l'ampliamento dei differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine in dollari e quelli del Tesoro statunitense, già manifestatosi in settembre, si è successivamente accentuato. Il differenziale, misurato dall'indice EMBI Global, pari a circa 330 punti base a inizio settembre, ha raggiunto un picco di poco inferiore ai 900 punti base a fine ottobre, per poi scendere attorno ai 690 punti alla fine della prima decade di gennaio. I corsi azionari hanno seguito un andamento non dissimile da quelli delle principali economie avanzate; il 9 gennaio erano vicini ai livelli del 10 ottobre.

In dicembre si è arrestata la tendenza all'apprezzamento del dollaro

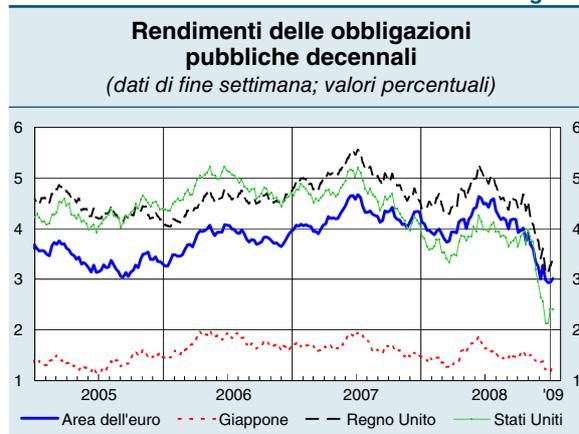
Nei confronti delle principali valute il tasso di cambio del dollaro ha registrato negli ultimi tre mesi andamenti differenziati (fig. 8): quello con lo yen ha continuato a deprezzarsi (dell'8 per cento circa); quello con la sterlina si è apprezzato (dell'11 per cento); il cambio con l'euro si è rafforzato fino all'inizio di dicembre, per poi tornare al livello di tre mesi prima nei primi giorni di gennaio. Tali andamenti differenziati non sono di facile razionalizzazione. Verso il dollaro e soprattutto verso lo yen, più che verso l'euro, si sono rivolti ingenti flussi di rimpatrio di capitali in precedenza investiti in valute ad alto rendimento (*carry trade*) nel contesto di un'accresciuta percezione del rischio, cui hanno fatto riscontro forti pressioni al ribasso su alcune valute di economie emergenti, contrastate solo in parte dalle rispettive banche centrali. L'elevata volatilità dei cambi tra le maggiori valute ha verosimilmente riflesso l'andamento alterno delle informazioni sul deterioramento della congiuntura nelle rispettive economie e delle connesse aspettative sull'evoluzione delle politiche monetarie. Il cambio del dollaro nei confronti della valuta cinese è rimasto pressoché invariato negli ultimi tre mesi (nel complesso del 2008 il deprezzamento del dollaro si è attestato attorno al 6,5 per cento, in linea con quello registrato nel 2007). In termini effettivi nominali, il 9 gennaio la valuta statunitense si collocava su livelli prossimi a quelli di tre mesi prima e risultava apprezzata del 9 per cento circa rispetto alla fine del 2007.

2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti l'attività economica si sta contraendo...

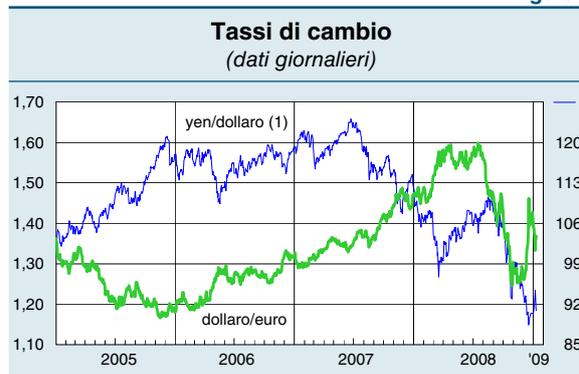
Nel terzo trimestre del 2008 il PIL statunitense è calato dello 0,5 per cento in ragione d'anno, riflettendo la forte caduta dei consumi privati, il netto rallentamento delle esportazioni e il persistente ripiegamento degli investimenti residenziali. Nell'ultima parte dell'anno l'attività economica si è ulteriormente indebolita: l'occupazione dipendente nel settore non agricolo è caduta di circa 1.950.000 unità tra agosto e di-

Figura 7



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 8



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

cembre (650.000 nei primi otto mesi); i consumi hanno mostrato in ottobre e novembre una limitata sensibilità all'incremento del reddito disponibile reale indotto dal forte calo dei prezzi dei prodotti energetici. Le valutazioni degli organismi internazionali e dei previsori privati delineano uno scenario di marcata contrazione del prodotto nel quarto trimestre del 2008 e nella prima parte del 2009.

...risentendo del calo della ricchezza delle famiglie,...

La crisi finanziaria si è trasmessa all'attività economica attraverso diversi canali. Sulle decisioni di spesa delle famiglie ha influito negativamente il calo della ricchezza netta, che a fine settembre era scesa a circa il 535 per cento del reddito disponibile, circa 30 punti percentuali in meno rispetto a fine giugno, 100 rispetto a un anno prima.

...dell'inasprimento delle condizioni di accesso al credito...

Il deterioramento delle condizioni di accesso al credito si è riflesso, nel terzo trimestre del 2008, in flussi di finanziamento netti in riduzione per le società non finanziarie e negativi per le famiglie. Dall'indagine sul credito bancario della Riserva federale (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) condotta in ottobre sono emersi segnali di un ulteriore irrigidimento dell'offerta di credito a famiglie e imprese. Le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, che avevano segnato un forte calo nel terzo trimestre, sono rimaste su livelli contenuti nel quarto.

...e del proseguimento della crisi del mercato immobiliare

Gli effetti di retroazione del calo dei prezzi degli immobili sulla ricchezza delle famiglie e sulle insolvenze sui mutui ipotecari costituiscono uno degli elementi di maggiore fragilità dell'economia statunitense. In novembre le vendite di nuove abitazioni sono state inferiori al 9 per cento dello stock di nuove abitazioni invendute, prefigurando un ulteriore calo degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a diminuire (fig. 9): in ottobre la caduta ha raggiunto il 25 per cento rispetto al picco di metà 2006; le quotazioni dei contratti futures scontano una ulteriore riduzione del 12 per cento circa entro la fine del 2009. Gli avvii di procedure esecutive su mutui residenziali si sono mantenuti a un livello molto elevato anche nel terzo trimestre (fig. 10).

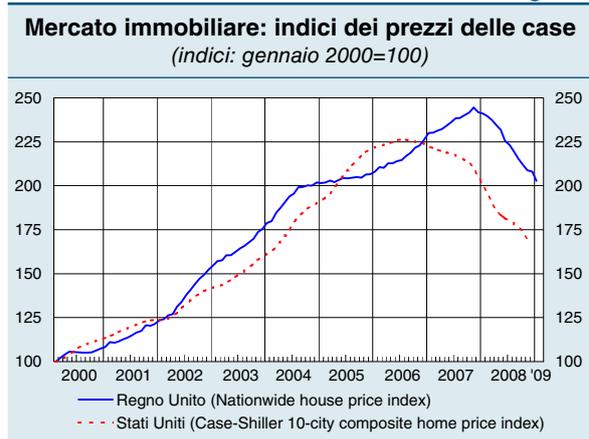
Le vendite di nuove abitazioni sono state inferiori al 9 per cento dello stock di nuove abitazioni invendute, prefigurando un ulteriore calo degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a diminuire (fig. 9): in ottobre la caduta ha raggiunto il 25 per cento rispetto al picco di metà 2006; le quotazioni dei contratti futures scontano una ulteriore riduzione del 12 per cento circa entro la fine del 2009. Gli avvii di procedure esecutive su mutui residenziali si sono mantenuti a un livello molto elevato anche nel terzo trimestre (fig. 10).

L'inflazione al consumo è in netta flessione

L'inflazione negli Stati Uniti, misurata dal deflatore dei consumi, ha registrato negli ultimi mesi un forte calo, all'1,4 per cento in novembre (dal 4,4 in agosto), riconducibile in gran parte alla riduzione dei prezzi dei prodotti energetici. Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione è diminuita all'1,9 per cento (dal 2,4).

Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione è diminuita all'1,9 per cento (dal 2,4).

Figura 9



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Figura 10



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso.

Tra settembre e dicembre le previsioni di consenso per l'inflazione nella media del 2009 sono scese dal 2,9 allo 0,3 per cento.

Pressoché azzerati i tassi di politica monetaria, la Riserva federale valuta l'adozione di altre misure

La Riserva federale, che il 29 ottobre aveva ridotto di 50 punti base il proprio obiettivo per il tasso sui federal funds, all'1 per cento, il 16 dicembre ha definito un intervallo-obiettivo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Nel comunicato del 16 dicembre ha inoltre reso esplicita la propria determinazione a mantenere i tassi di politica monetaria su livelli eccezionalmente bassi per qualche tempo. Le ultime quotazioni dei contratti futures indicano che gli operatori scontano tassi di politica monetaria invariati per tutta la prima metà del 2009. La banca centrale

americana sta orientando la propria azione di sostegno all'economia verso l'adozione di misure miranti ad agevolare l'accesso al credito di famiglie e piccole e medie imprese (cfr. par. 2.1); sta inoltre valutando l'opportunità di interventi volti a influenzare più direttamente i tassi a più lunga scadenza.

Previsto un forte ampliamento del disavanzo del bilancio federale nell'esercizio 2009

Il Congressional Budget Office (CBO) ha recentemente stimato che la scelta adottata il 6 settembre di porre in amministrazione controllata le due agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari, acquisendone il controllo (cfr. il riquadro: *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità* in *Bollettino economico*, n. 54, ottobre 2008), contribuirà ad ampliare il disavanzo federale nell'esercizio 2009 (iniziato lo scorso 1° ottobre)

di 240 miliardi di dollari. Il piano di sostegno al sistema bancario approvato il 3 ottobre (cfr. il riquadro: *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*) prevede uno stanziamento complessivo di 700 miliardi di dollari; l'attuazione del piano dilaterà il disavanzo nello stesso esercizio di ulteriori 180 miliardi. Le valutazioni del CBO riflettono una stima del valore scontato delle perdite derivanti dall'attuazione dei due provvedimenti. Non tenendo conto della manovra espansiva attualmente allo studio, il disavanzo federale si amplierebbe da 455 miliardi di dollari (3,2 per cento del PIL) nell'esercizio 2008 a 1.186 miliardi nel 2009 (8,3 per cento del PIL).

In Giappone l'attività economica continua a contrarsi...

In Giappone il prodotto, già sceso del 3,7 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre del 2008, è calato dell'1,8 nel terzo, a seguito principalmente del protrarsi della flessione degli investimenti privati produttivi e del contributo ancora negativo delle esportazioni nette. Il più recente sondaggio Tankan ha rileva-

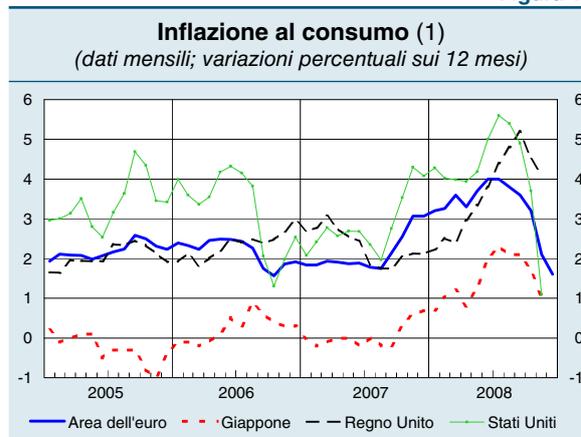
to, nel quarto trimestre, un ulteriore netto deterioramento delle condizioni di fiducia delle imprese, su cui ha influito l'emergere di restrizioni nell'offerta di credito bancario e di forti difficoltà nel finanziamento tramite emissione di carta commerciale. L'inflazione al consumo è scesa dal 2,1 all'1,0 per cento tra agosto e novembre (fig. 11).

...e le autorità monetarie e fiscali intervengono a sostegno dell'economia

La Banca del Giappone ha reagito riducendo in due riprese il tasso di riferimento per la politica monetaria, per complessivi 40 punti base, allo 0,10

per cento; i mercati scontano tassi di politica monetaria invariati per tutto il 2009. Le autorità fiscali hanno annunciato a fine ottobre il varo di misure volte ad attenuare le difficoltà di finanziamento per le piccole e medie imprese, per un ammontare pari a circa 4 punti percentuali di PIL e di misure a sostegno delle fami-

Figura 11



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

glie per altri 1,2 punti; da ultimo a fine dicembre hanno annunciato ulteriori misure volte a rafforzare il sistema finanziario.

Energiche azioni monetarie e fiscali anticicliche nel Regno Unito

Nel terzo trimestre l'attività economica nel Regno Unito ha segnato una netta contrazione (-2,6 per cento in ragione d'anno), per la caduta degli investimenti, la stagnazione dei consumi privati e il peggioramento del contributo alla crescita delle esportazioni nette. I meccanismi di trasmissione della crisi finanziaria all'economia reale sono stati simili a quelli che hanno operato negli Stati Uniti. La ricchezza finanziaria netta delle famiglie ha continuato a ridursi nel terzo trimestre; l'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito si è riflesso in una ulteriore marcata contrazione dei flussi di finanziamento a famiglie e società non finanziarie. Dalla *Credit Conditions Survey*, pubblicata dalla Banca di Inghilterra il 2 gennaio, sono emerse aspettative di un'ulteriore restrizione nell'offerta di credito nei primi mesi del 2009. I prezzi degli immobili hanno continuato a scendere: in dicembre erano inferiori di circa il 17 per cento al picco dell'ottobre 2007. L'inflazione al consumo, dopo aver toccato il 5,2 per cento in settembre, è scesa al 4,1 in novembre. In tale contesto la Banca d'Inghilterra ha ridotto i tassi di politica monetaria di 150 punti base il 6 novembre, di altri 100 il 4 dicembre; l'8 gennaio li ha abbassati di ulteriori 50 punti, portandoli all'1,5 per cento. Il Tesoro britannico ha annunciato l'adozione di misure antirecessive incentrate su una riduzione temporanea dell'imposta sul valore aggiunto, dal 17,5 al 15 per cento, e su un anticipo dei tempi di attuazione di investimenti pubblici già programmati; tali misure dovrebbero fornire un impulso espansivo quantificabile attorno a 0,6 punti percentuali del prodotto nell'esercizio 2008-09 (che si conclude nel marzo 2009) e a 1,1 punti nel 2009-2010.

Nelle economie emergenti fuoriescono i capitali e rallenta l'attività

Dal terzo trimestre del 2008 la crisi finanziaria ha coinvolto le economie emergenti. Le difficoltà di accesso al credito internazionale, assieme all'indebolimento della domanda estera, hanno contribuito al netto rallentamento dell'attività economica. Le economie esportatrici di materie prime sono state inoltre colpite dalla riduzione dei prezzi intervenuta negli ultimi mesi. Secondo la media delle previsioni censite in dicembre da *Consensus Forecasts*, riviste in netto ribasso rispetto a tre mesi prima, l'attività economica decelererebbe fortemente in Russia (dal 6,7 per cento nel 2008 al 2,9 nel 2009) e in Brasile (dal 5,5 al 2,1 per cento); in misura più contenuta in Cina (dal 9,3 al 7,8 per cento) e in India (dal 6,9 al 6,3 per cento).

La reazione delle autorità monetarie e fiscali

Nel tentativo di contrastare l'indebolimento dell'attività economica e in un contesto di rapida riduzione delle pressioni inflazionistiche, le banche centrali di numerose economie emergenti, particolarmente nella regione asiatica, hanno allentato le condizioni monetarie, attraverso la riduzione dei tassi di interesse di riferimento e dei coefficienti di riserva obbligatoria. Il deprezzamento del tasso di cambio ha invece condizionato maggiormente l'azione delle autorità monetarie in altre regioni emergenti più dipendenti dal credito internazionale e con elevate passività in valuta. Sono stati varati o annunciati piani di sostegno fiscale all'economia. Il governo indiano ha predisposto un piano, incentrato su una riduzione dell'imposizione indiretta, che dovrebbe fornire nel 2009 uno stimolo quantificabile attorno a 1,5 punti percentuali del PIL. Le autorità cinesi hanno annunciato un programma che include misure di sostegno al mercato residenziale e investimenti in infrastrutture; secondo le stime ufficiali del governo cinese, le misure previste dal piano ammonterebbero a circa il 13 per cento del PIL, anche se probabilmente distribuite su più anni.

2.3 L'AREA DELL'EURO

L'area dell'euro è entrata in recessione

Nel terzo trimestre del 2008 il PIL dell'area dell'euro è calato ancora, dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente. La contrazione dell'attività è diffusa ai prin-

cipali settori (con una caduta particolarmente pronunciata del valore aggiunto nel complesso dell'industria in senso stretto e delle costruzioni, -1,3 per cento rispetto al trimestre precedente) e alle maggiori economie dell'area (il PIL è sceso dello 0,5 per cento in Germania e in Italia e dello 0,2 in Spagna; ha sostanzialmente ristagnato in Francia). A frenare la crescita dell'area hanno concorso la stagnazione delle esportazioni e dei consumi privati. Gli investimenti fissi lordi si sono nuovamente ridotti (-0,6 per cento sul trimestre precedente); quelli in costruzioni hanno segnato un ulteriore, deciso calo (-1,1 per cento), confermando l'inversione del ciclo immobiliare. Anche le spese in attrezzature e mezzi di trasporto si sono lievemente contratte; sull'attività d'investimento delle imprese ha inciso inoltre la riduzione in corso d'anno del grado di utilizzo della capacità produttiva, tornato su livelli prossimi a quelli osservati prima della robusta espansione del prodotto nel biennio 2006-07.

Tutti gli indicatori segnalano un peggioramento del quadro congiunturale

Gli indicatori disponibili per il quarto trimestre del 2008 indicano un aggravamento della fase recessiva, soprattutto nel comparto manifatturiero. La produzione industriale dell'area, corretta per i giorni lavorativi e per i fattori stagionali, dopo il calo di oltre l'1 per cento del terzo trimestre ha subito ulteriori contrazioni dell'1,6 per cento sia in ottobre sia in novembre. L'indicatore **€-coin**, che fornisce una stima mensile della variazione del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è in calo ininterrotto dalla scorsa primavera; è divenuto negativo in novembre e dicembre (fig. 12).

Gli indici ricavati dalle interviste ai responsabili degli acquisti (PMI) sono scesi da ottobre ai minimi storici, così come il clima di fiducia rilevato dalle inchieste della Commissione europea; le imprese intervistate a fine 2008 nel sondaggio semestrale sugli investimenti ne scontano una riduzione nell'anno in corso. Secondo nostre stime, nel quarto trimestre del 2008 il PIL dell'area sarebbe sceso in misura molto più consistente che in quello estivo. Tra i maggiori paesi, nella media del 2008 solo l'economia italiana segnerebbe un calo del prodotto, dell'ordine di mezzo punto percentuale (cfr. il par. 3.10).

La caduta dei corsi delle materie di base causa il calo dell'inflazione

Tenendo conto dei dati preliminari dell'Eurostat per dicembre, nella media del 2008 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area è aumentato del 3,3 per cento, contro il 2,1 dell'anno precedente. In corso d'anno l'inflazione al consumo, dopo il picco toccato nel trimestre estivo (3,8 per cento), è fortemente scesa negli ultimi mesi, all'1,6 per cento in dicembre (fig. 13), trascinata dal rapido calo delle quotazioni delle materie di base (cfr. il par. 2.1). Le variazioni sui

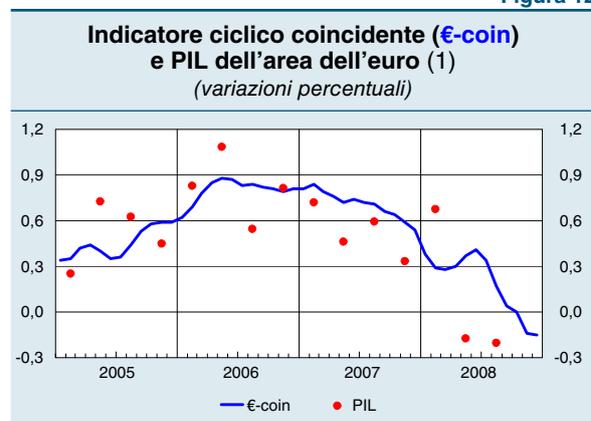
Gli indicatori disponibili per il quarto trimestre del 2008 indicano un aggravamento della fase recessiva, soprattutto nel comparto manifatturiero. La produzione industriale dell'area, corretta per i giorni lavorativi e per i fattori stagionali, dopo il calo di oltre l'1 per cento del terzo trimestre ha subito ulteriori

contrazioni dell'1,6 per cento sia in ottobre sia in novembre. L'indicatore **€-coin**, che fornisce una stima mensile della variazione del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è in calo ininterrotto dalla scorsa primavera; è divenuto negativo in novembre e dicembre (fig. 12).

Gli indici ricavati dalle interviste ai responsabili degli acquisti (PMI) sono scesi da ottobre ai minimi storici, così come il clima di fiducia rilevato dalle inchieste della Commissione europea; le imprese intervistate a fine 2008 nel sondaggio semestrale sugli investimenti ne scontano una riduzione nell'anno in corso. Secondo nostre stime, nel quarto trimestre del 2008 il PIL dell'area sarebbe sceso in misura molto più consistente che in quello estivo. Tra i maggiori paesi, nella media del 2008 solo l'economia italiana segnerebbe un calo del prodotto, dell'ordine di mezzo punto percentuale (cfr. il par. 3.10).

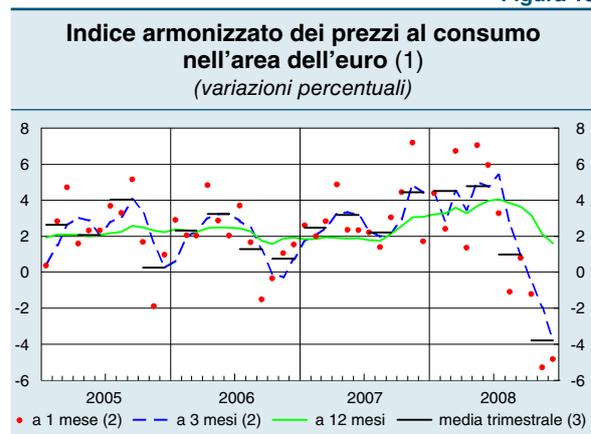
Tenendo conto dei dati preliminari dell'Eurostat per dicembre, nella media del 2008 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area è aumentato del 3,3 per cento, contro il 2,1 dell'anno precedente. In corso d'anno l'inflazione al consumo, dopo il picco toccato nel trimestre estivo (3,8 per cento), è fortemente scesa negli ultimi mesi, all'1,6 per cento in dicembre (fig. 13), trascinata dal rapido calo delle quotazioni delle materie di base (cfr. il par. 2.1). Le variazioni sui

Figura 12



Fonte: Eurostat ed elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream. (1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: **€-coin: una stima in tempo reale della crescita nell'area dell'euro**, in *Bollettino economico*, n. 50, ottobre 2007. Per il PIL: dati trimestrali, variazione sul trimestre precedente. Per €-coin: dati mensili, variazioni sui 3 mesi.

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE. (1) Dati preliminari per dicembre. - (2) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno. - (3) Media, nel trimestre di riferimento, dei tassi di crescita mensili al netto della stagionalità ed espressi in ragione d'anno.

tre mesi dell'indice armonizzato dell'area, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, sono divenute negative da ottobre, risentendo delle forti riduzioni dei prezzi dei carburanti. Escludendo le componenti energetica e alimentare, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile, poco al di sotto del 2 per cento, segnalando che i temuti effetti dei rincari delle materie prime sulle componenti di fondo sono rimasti circoscritti, al più, alle voci direttamente influenzate da quegli andamenti (ad esempio, i trasporti aerei). Il rientro delle spinte inflazionistiche di origine importata è alla fonte anche della riduzione della dinamica dei prezzi alla produzione, cresciuti in novembre del 3,3 per cento sui dodici mesi, contro il massimo del 9,2 di luglio. Per effetto del calo dei corsi delle materie prime, l'indicatore dei costi degli input delle imprese manifatturiere rilevato dalle inchieste congiunturali presso i responsabili degli acquisti si è portato su livelli assai bassi nel confronto storico; quello relativo al comparto dei servizi, che tiene conto anche dell'andamento del costo del lavoro, si è ridotto in misura inferiore. Nella media dei primi nove mesi del 2008 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'intera economia ha accelerato nel complesso dell'area, al 3,0 per cento, dall'1,4 del 2007. Il rialzo ha riflesso sia il rallentamento ciclico della produttività del lavoro sia gli effetti, di natura temporanea, dei rinnovi contrattuali in alcuni paesi dell'area.

Secondo le valutazioni degli operatori professionali censiti in dicembre da *Consensus Forecasts*, nel 2009 il tasso di crescita dei prezzi al consumo dell'area si attesterebbe in media all'1,4 per cento; nei trimestri centrali dell'anno l'inflazione sui dodici mesi potrebbe toccare livelli particolarmente bassi, grazie al confronto con lo stesso periodo del 2008, quando i prodotti alimentari ed energetici avevano subito forti rincari.

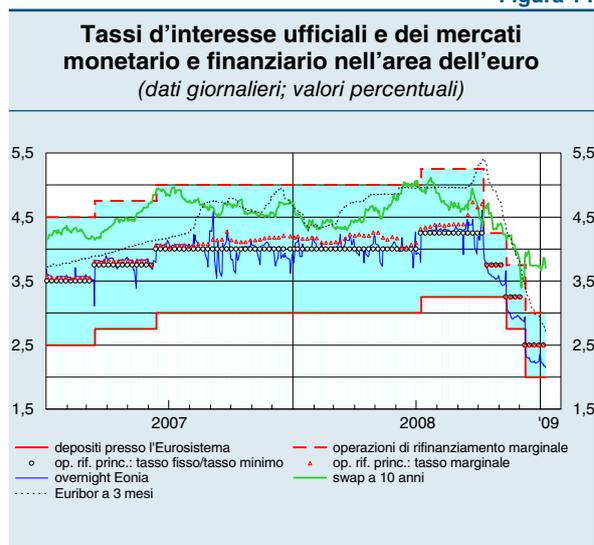
Continua il rallentamento di moneta e credito

La crescita dei prestiti bancari al settore privato si è ulteriormente ridotta, al 7,1 per cento nei dodici mesi terminanti a novembre 2008, riflettendo la decelerazione dei finanziamenti alle imprese e, soprattutto, alle famiglie. Il rallentamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni continua tuttavia a essere parzialmente ascrivibile all'effetto contabile di cartolarizzazioni volte in larga misura a ottenere titoli stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. L'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) condotta dall'Eurosistema in ottobre prospetta per il quarto trimestre una ulteriore restrizione delle condizioni di offerta del credito, in particolare per i prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. per l'Italia il par. 3.7). Il ritmo di espansione della moneta M3 è sceso al 7,8 per cento in novembre, riflettendo principalmente un rallentamento delle componenti meno liquide.

La BCE ha ridotto sensibilmente i tassi ufficiali

Dopo aver preso parte alla discesa concertata dei tassi di inizio ottobre, sulla scorta del forte calo delle pressioni inflazionistiche e nel contesto di prospettive di crescita in rapido deterioramento, la Banca centrale europea (BCE) ha ulteriormente diminuito il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali in due occasioni: di 50 punti base il 6 novembre e di 75 punti il 4 dicembre (al 2,50 per cento; fig. 14). La politica monetaria dell'Eurosistema viene ritenuta credibile dai mercati, come segnalato dagli indicatori delle attese d'inflazione tra cinque e dieci anni in avanti (calcolate sugli *inflation swaps*), che si collocano su valori compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il differenziale fra i tassi sui prestiti

Figura 14



Fonte: BCE, Reuters.

senza garanzia (Euribor) e con garanzia (Eurepo) a tre mesi – che fornisce una misura del premio per il rischio sul mercato interbancario – salito a un picco di 185 punti base il 10 ottobre dopo il fallimento di Lehman Brothers, è calato sensibilmente, pur rimanendo su un livello ancora eccezionalmente elevato (102 punti base il 9 gennaio). La BCE ha inoltre confermato il proprio impegno a sostegno della liquidità deliberando nella riunione del Consiglio direttivo del 18 dicembre di continuare a condurre, almeno sino a fine marzo 2009, le operazioni di rifinanziamento principali mediante la formula, introdotta in ottobre, dell'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti; è stato contestualmente comunicato che, allo scopo di agevolare la riattivazione del mercato interbancario, l'ampiezza del corridoio definito dai tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso l'Eurosistema, diminuita in ottobre a 100 punti base, tornerà a 200 punti dal 21 gennaio.

Il bilancio dell'Eurosistema è cresciuto molto, mutando nella composizione

Gli interventi straordinari di gestione della liquidità intrapresi dalla BCE a partire dalla seconda metà di settembre hanno avuto effetti rilevanti su dimensione e composizione del bilancio consolidato delle banche centrali dell'Eurosistema; a fine dicembre il totale dell'attivo risultava aumentato del 40 per cento (a circa 2.000 miliardi di euro; [cfr. fig. 3](#)). L'incremento è sensibilmente inferiore a quello dei bilanci della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra ([cfr. il par. 2.1](#)). La consistenza media giornaliera della liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto è quasi raddoppiata (a circa 800 miliardi di euro), mentre è rimasta sostanzialmente invariata l'incidenza dei prestiti con scadenza pari o superiore ai tre mesi (intorno al 60 per cento). Una quota eccezionalmente elevata della liquidità fornita al sistema (circa 170 miliardi di euro al giorno in media) è stata depositata dalle banche sui propri conti presso l'Eurosistema (*deposit facility*), presumibilmente riflettendo l'accumularsi di liquidità in eccesso detenuta dalle banche a scopi precauzionali.