

## EDITORIALE

Nella riunione del 10 aprile 2008, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni più recenti confermano l'esistenza di forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo. L'area dell'euro attraversa, infatti, una fase piuttosto prolungata di inflazione temporaneamente elevata sui dodici mesi, riconducibile principalmente ai rincari dell'energia e dei prodotti alimentari. Le ultime informazioni confermano chiaramente la valutazione del Consiglio direttivo secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi anche nel medio termine, in un contesto che continua a essere caratterizzato da un'espansione molto vigorosa di moneta e credito. Le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide. I dati macroeconomici più recenti seguitano a indicare il perdurare della crescita del PIL in termini reali, seppure a ritmi moderati. Il livello di incertezza derivante dalle turbolenze nei mercati finanziari resta tuttavia insolitamente elevato e le tensioni si potrebbero prolungare oltre l'orizzonte temporale che ci si attendeva inizialmente. In questo contesto, il Consiglio direttivo sottolinea che il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo costituisce l'obiettivo primario in linea con il suo mandato. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine riveste infatti la massima priorità per il Consiglio direttivo e non sarebbe sicuramente appropriato abbassare il livello di guardia. Il Consiglio direttivo ritiene che l'attuale orientamento di politica monetaria contribuirà al raggiungimento di tale obiettivo e ribadisce il suo forte impegno a prevenire effetti di secondo impatto e il concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nelle prossime settimane.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, la seconda stima dell'Eurostat indica per il quarto trimestre del 2007 una crescita del PIL in termini reali pari allo 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,7 del terzo trimestre. Anche le ultime informazioni sull'attività

economica suffragano le precedenti aspettative riguardo al perdurare della crescita, seppure a ritmi moderati, nel primo trimestre del 2008. Nel complesso, l'economia dell'area dell'euro è caratterizzata da variabili fondamentali solide e non presenta squilibri di rilievo.

In prospettiva, nel 2008 la domanda sia interna che esterna dovrebbe sostenere il protrarsi della crescita del PIL nell'area dell'euro, sebbene in misura minore rispetto al 2007. Pur registrando una moderazione, l'espansione economica mondiale dovrebbe continuare a mostrare capacità di tenuta, grazie in particolare alla forte crescita delle economie emergenti. Ciò dovrebbe continuare a favorire la domanda esterna dell'area. Frattanto l'incremento degli investimenti nell'area dell'euro dovrebbe esercitare un persistente effetto di stimolo sull'attività economica dati l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, la consistente redditività delle imprese e l'assenza di indicazioni significative di limitazioni nell'offerta di prestiti bancari. Allo stesso tempo, per effetto del miglioramento delle condizioni economiche e della moderazione salariale, l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro hanno registrato un aumento significativo e i tassi di disoccupazione sono scesi su livelli che non si osservavano da un quarto di secolo. Malgrado l'attenuazione riconducibile all'impatto del rincaro dei prodotti energetici e alimentari sul potere di acquisto, la crescita dei consumi dovrebbe continuare a contribuire all'espansione economica, in linea con l'incremento del reddito disponibile reale.

Resta elevata l'incertezza riguardo a tali prospettive di crescita, per le quali prevalgono inoltre rischi al ribasso. Questi sono connessi principalmente alle turbolenze nei mercati finanziari, che potrebbero perdurare più a lungo di quanto si pensasse inizialmente, con ricadute più ampie sull'economia reale rispetto alle attese correnti. In aggiunta, rischi al ribasso derivano dall'effetto frenante su consumi e investimenti di ulteriori rincari imprevisti dei prodotti energetici e alimentari, nonché da spinte protezionistiche e possibili andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali.



Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per marzo 2008 un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 3,5 per cento sui dodici mesi, dopo il 3,3 di febbraio. Questo dato conferma che persistono pressioni al rialzo notevoli e ultimamente in ulteriore crescita sull'inflazione nel breve periodo, riconducibili in ampia misura ai bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari registrati negli scorsi mesi. In prospettiva, è probabile che il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si mantenga su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi registrare soltanto una graduale moderazione nel corso del 2008. L'area dell'euro attraversa, infatti, una fase piuttosto prolungata di inflazione temporaneamente elevata.

Le prospettive di inflazione nel medio periodo restano chiaramente soggette a rischi al rialzo. Questi includono la possibilità di ulteriori rincari dei prodotti energetici e alimentari, nonché di incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora; ma soprattutto esiste il rischio che il processo di formazione di salari e prezzi acuisca le pressioni inflazionistiche. In particolare, potrebbe risultare superiore alle attese correnti il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza, e si potrebbe generare una crescita salariale più vigorosa del previsto, tenuto conto dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e delle condizioni tese nel mercato del lavoro.

È dunque indispensabile che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità. Devono essere evitati effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi connessi al rincaro dei prodotti energetici e alimentari. Il Consiglio direttivo ritiene che ciò sia di importanza fondamentale al fine di preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo e quindi il potere d'acquisto di tutti i cittadini dell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione le trattative salariali all'interno dell'area. A tale riguardo, nutre preoccupazione per l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo; que-

ste comportano il rischio che shock al rialzo sull'inflazione inneschino una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi coinvolti. Il Consiglio direttivo chiede quindi che siano evitate tali forme di indicizzazione.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il tasso di incremento di M3 sui dodici mesi si è mantenuto molto elevato in febbraio, all'11,3 per cento, sostenuto dalla notevole espansione dei prestiti delle IFM al settore privato. Se da un lato la crescita di M1 sui dodici mesi ha registrato un'ulteriore moderazione negli ultimi mesi, per il maggiore costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M3 riconducibile all'aumento dei tassi di interesse a breve, dall'altro l'espansione dei depositi a termine è proseguita a ritmi molto sostenuti. Ciò riflette la configurazione della curva dei rendimenti, relativamente piatta, che ha reso più interessante detenere attività monetarie remunerate a tassi di interesse prossimi a quelli di mercato anziché strumenti più rischiosi a più lunga scadenza. Nel complesso, il profilo piatto della curva dei rendimenti e una serie di altri fattori di carattere temporaneo suggeriscono che la crescita di M3 sovrastimi al momento il tasso di incremento di fondo della moneta. Tuttavia, pur tenendo conto di tali effetti, una valutazione di ampio respiro degli ultimi dati conferma che l'espansione di fondo della moneta e del credito resta vigorosa.

L'indebitamento delle famiglie è rallentato negli scorsi mesi, riflettendo l'impatto dell'innalzamento dei tassi d'interesse di riferimento della BCE dal dicembre 2005 e la moderazione dell'attività nei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro. Tuttavia, la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è proseguita a ritmi molto sostenuti. Il ricorso al debito bancario da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro è aumentato a un tasso del 14,8 per cento sui dodici mesi fino al febbraio 2008. Nell'insieme i prestiti bancari al settore privato interno hanno registrato un'espansione sul periodo corrispon-

dente intorno all'11 per cento nel corso degli ultimi due anni.

Per il momento vi sono scarse indicazioni del fatto che le turbolenze osservate nei mercati finanziari dagli inizi di agosto 2007 abbiano fortemente influenzato le dinamiche complessive dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio. Malgrado l'inasprimento dei criteri per la concessione emerso dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, il persistente vigore della crescita dei prestiti a favore delle società non finanziarie fa ritenere che l'offerta di credito bancario all'interno dell'area finora non sia stata pregiudicata in misura significativa dalle turbolenze finanziarie. Saranno necessari ulteriori dati e analisi per tracciare un quadro più completo dell'impatto esercitato dagli andamenti dei mercati finanziari sui bilanci bancari, sulle condizioni di finanziamento e sulla crescita monetaria e creditizia.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma chiaramente la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto caratterizzato da un'espansione assai vigorosa di moneta e credito e dall'assenza di indicazioni significative riguardo a limitazioni nell'offerta di prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie. Le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide. I dati macroeconomici più recenti seguitano a indicare il perdurare della crescita del PIL in termini reali, seppure a ritmi moderati. Il livello di incertezza derivante dalle turbolenze nei mercati finanziari resta tuttavia insolitamente elevato e le tensioni si potrebbero prolungare oltre l'orizzonte temporale che ci si attendeva inizialmente. In questo contesto, il Consiglio direttivo sottolinea che il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine riveste la massima priorità. Il Consiglio direttivo ritiene che l'attuale orientamento di politica monetaria contribuirà al raggiungimento di tale obiettivo e ribadisce il suo forte impegno a prevenire effetti di secondo impatto e il concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi

nel medio termine. Continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti delle prossime settimane.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, gli ultimi programmi di stabilità presuppongono un incremento del rapporto disavanzo pubblico/PIL dell'area dell'euro nel 2008. È inoltre probabile che si generino ulteriori pressioni sui conti pubblici a seguito della revisione al ribasso, già in atto, di ipotesi macroeconomiche eccessivamente ottimistiche e delle crescenti richieste di allentamento provenienti dalle autorità politiche. In tale contesto, i paesi che presentano squilibri bilancio sono sollecitati a compiere ulteriori progressi sulla via del risanamento strutturale, in linea con i dettami del Patto di stabilità e crescita. Nella fase attuale politiche di bilancio particolarmente prudenti e orientate alla stabilità contribuirebbero anche a contenere le pressioni inflazionistiche.

Per quanto concerne le riforme strutturali, il Consiglio direttivo saluta con soddisfazione l'avvio, da parte del Consiglio europeo, del ciclo 2008-2010 della strategia di Lisbona rinnovata per la crescita e l'occupazione. La tendenza favorevole degli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro fa ritenere che le riforme economiche stiano producendo buoni risultati. Restano comunque da affrontare numerose sfide poiché l'occupazione complessiva è tuttora inferiore all'obiettivo del 70 per cento definito nella strategia di Lisbona e la disoccupazione continua a collocarsi su livelli inaccettabilmente elevati. Inoltre la crescita della produttività rimane debole, ostacolando l'espansione del reddito generale. Il Consiglio direttivo incoraggia quindi vivamente i paesi dell'area dell'euro a impegnarsi maggiormente nelle riforme e li appoggia in questo sforzo, in particolare al fine di promuovere l'integrazione dei mercati e di ridurre le rigidità in quelli dei beni e servizi e del lavoro che limitano la concorrenza, la flessibilità dell'occupazione e la differenziazione delle retribuzioni. Le riforme non soltanto promuoverebbero l'occupazione e sosterrrebbero la crescita del prodotto potenziale, ma concorrerebbero altresì a moderare le pressioni sui prezzi.

Questo numero del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo verte sull'importanza della situazione finanziaria delle imprese per la dinamica degli investimenti nell'area dell'euro. Il secondo descrive alcuni degli strumenti statistici basati su indicatori a maggiore frequen-

za disponibili per la formulazione di previsioni a breve termine sul PIL dell'area dell'euro. Il terzo presenta una visione d'insieme delle principali iniziative intraprese a livello dell'UE per rafforzare gli assetti per la stabilità finanziaria.