

EDITORIALE

Nella riunione del 6 marzo 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 che si sono rese disponibili dopo la precedente riunione, tenuta il 7 febbraio, hanno confermato forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo. Hanno inoltre avvalorato la valutazione dell'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto 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 indicano un rallentamento del PIL in termini reali, che tuttavia continua a crescere. Il livello di incertezza derivante dalle turbolenze nei mercati finanziari resta nondimeno elevato. In questo contesto, il Consiglio direttivo sottolinea che il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo costituisce il suo obiettivo primario, in linea con il mandato ad esso conferito. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine riveste, in effetti, 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 concerne l'analisi economica, i dati più recenti confermano un rallentamento dell'attività intorno al volgere dell'anno. La prima stima dell'Eurostat indica per il quarto trimestre del 2007 una crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro pari allo 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,8 del terzo trimestre. I risultati delle indagini sul clima di fiducia di consumatori e imprese, che mostrano una tendenza al peggioramento dall'estate del 2007, restano nel complesso coerenti con il perdurare dell'espansione dell'economia.

In prospettiva, nel 2008 la domanda sia interna sia esterna dovrebbe sostenere il protrarsi della crescita del PIL nell'area dell'euro, seppure a

ritmi inferiori rispetto al 2007. L'economia dell'area seguita a essere caratterizzata da variabili fondamentali solide e non presenta squilibri di rilievo. Pur risentendo del rallentamento registrato a livello mondiale, l'espansione degli investimenti dovrebbe continuare a esercitare un effetto di stimolo, dati l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e la consistente redditività delle imprese. 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 incremento significativo e i tassi di disoccupazione sono scesi su livelli che non si osservavano da un quarto di secolo. Malgrado l'effetto di contenimento dovuto al rincaro delle materie prime, la crescita dei consumi dovrebbe continuare a contribuire all'espansione economica, in linea con l'aumento dell'occupazione.

Tali fattori si riflettono anche nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2008 elaborate dagli esperti della BCE. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di incremento medio annuo compreso tra l'1,3 e il 2,1 per cento nel 2008 e tra l'1,3 e il 2,3 l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni di dicembre 2007 predisposte dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli di valori previsti per l'espansione del prodotto nei due anni considerati hanno subito una revisione al ribasso, riconducibile all'indebolimento della domanda mondiale, a maggiori pressioni provenienti dai prezzi delle materie prime e a condizioni di finanziamento meno favorevoli rispetto all'esercizio di dicembre. Le previsioni pubblicate da organizzazioni internazionali confermano essenzialmente questo scenario.

Il Consiglio direttivo ritiene che l'incertezza riguardo alle prospettive di crescita permanga insolitamente elevata. Sussistono ancora rischi al ribasso per l'attività economica. Questi sono connessi principalmente alla possibilità che gli andamenti dei mercati finanziari abbiano ricadute più estese del previsto. Ulteriori rischi al ribasso derivano da potenziali nuovi rincari delle materie prime, da spinte protezionistiche e da eventuali andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali.



Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per febbraio un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 3,2 per cento sui dodici mesi, invariato rispetto a gennaio. Ciò conferma l'esistenza di forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo, riconducibili principalmente ai rincari dell'energia e dei beni alimentari registrati negli ultimi mesi. In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende una fase di inflazione relativamente elevata più prolungata rispetto all'orizzonte prospettato alcuni mesi fa. Con ogni probabilità il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si manterrà su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi probabilmente registrare una graduale moderazione nella rimanente parte dell'anno.

Le proiezioni macroeconomiche di marzo elaborate dagli esperti della BCE indicano che il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si collocherà tra il 2,6 e il 3,2 per cento nel 2008 e tra l'1,5 e il 2,7 per cento nel 2009. Rispetto all'esercizio di dicembre 2007, condotto dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli di valori previsti per l'inflazione al consumo evidenziano uno spostamento verso l'alto, riconducibile principalmente a ulteriori significativi rincari dell'energia e dei beni alimentari.

È importante ricordare che le proiezioni si fondano su una serie di ipotesi di natura puramente tecnica, svincolate dalle intenzioni formulate sul piano delle politiche. In particolare, le ipotesi tecniche relative ai tassi di interesse a breve termine sono derivate dalle aspettative di mercato alla metà di febbraio.

Va inoltre rilevato che in base alle ipotesi formulate nelle proiezioni la recente dinamica dei prezzi delle materie prime si attenuerà nell'orizzonte di riferimento, in linea con i prezzi dei contratti *future*, e le pressioni esercitate dal costo del lavoro e dai margini di profitto saranno limitate.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive di inflazione nel medio periodo siano soggette a rischi verso l'alto. Questi includono ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli in

prosecuzione della forte tendenza al rialzo osservata negli ultimi mesi. Sono altresì connessi alla possibilità di 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. Anche il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza, potrebbe risultare superiore alle attese. Inoltre, rischi al rialzo per le prospettive di inflazione derivano da incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora.

Allo stadio attuale è indispensabile che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità e che siano evitati effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei prezzi, da un lato, e dei salari, dall'altro, connessi ai tassi di inflazione correnti. 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 di 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 timori circa l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo, che comporterebbero il rischio di shock al rialzo sull'inflazione; ciò innescerebbe 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 espansione di M3 sui dodici mesi si è mantenuto molto elevato in gennaio, all'11,5 per cento, sostenuto dal protratto vigore della crescita dei prestiti delle IFM al settore privato. Una serie di fattori di carattere temporaneo suggerisce che la crescita di M3 sovrastimi al momento il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. In particolare, il profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti ha reso più appetibile detenere attività monetarie. Tuttavia, pur tenendo conto di tali effetti, una valutazione di ampio respiro degli ultimi dati

conferma che il tasso di incremento di fondo della moneta e del credito resta elevato.

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 14,6 per cento sui dodici mesi fino al gennaio 2008. Complessivamente i prestiti bancari al settore privato interno hanno registrato un'espansione sul periodo corrispondente intorno all'11 per cento nel corso degli ultimi due anni.

Per il momento vi sono scarse indicazioni del fatto che le turbolenze in atto nei mercati finanziari dagli inizi di agosto 2007 abbiano fortemente influenzato le dinamiche complessive dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio fino a gennaio 2008. Inoltre, stando ai dati disponibili, tali andamenti non hanno determinato considerevoli riallocazioni di portafoglio a favore degli strumenti monetari, come è accaduto fra il 2001 e il 2003. Malgrado l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito emerso dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, il protratto 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 dall'evoluzione 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 avvalorava appieno la valutazione secondo cui esistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto caratterizzato da una crescita assai vigorosa della

moneta e del credito. Le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide. I dati macroeconomici più recenti indicano un rallentamento del PIL in termini reali, che tuttavia continua a crescere. Il livello di incertezza derivante dalle turbolenze nei mercati finanziari resta nondimeno elevato. Il Consiglio direttivo sottolinea che il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine riveste la massima priorità. Esso 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 concerne le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esprime soddisfazione per il fatto che l'accordo di Berlino concluso dall'Eurogruppo nell'aprile 2007, con gli obiettivi di risanamento, sia stato confermato nei pareri del Consiglio Ecofin relativi agli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità. Non vi è giustificazione per ritardare il risanamento strutturale dei conti pubblici nei paesi con squilibri di bilancio residui. Al contrario, le sfide future rendono necessarie politiche fiscali particolarmente prudenti e orientate alla stabilità per sostenere la fiducia del settore privato. Il conseguimento e il mantenimento di solide posizioni di bilancio consentirà inoltre agli stabilizzatori automatici di operare liberamente e contribuirà al buon funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

Le riforme strutturali non favorirebbero soltanto l'occupazione e la crescita del prodotto potenziale, ma concorrerebbero altresì a ridurre le spinte inflazionistiche. Incrementare la concorrenza, specie nel settore dei servizi e in quello delle industrie di rete, è essenziale allo stadio attuale per sostenere la stabilità dei prezzi e promuovere la crescita della produttività. Del pari, i prezzi amministrati, le imposte indirette, la legislazione sul salario minimo e la formazione dei salari nel settore pubblico non devono acuire le pressioni inflazionistiche nell'economia.

