

EDITORIALE

Nella riunione del 7 agosto 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 riunione precedente hanno ulteriormente avvalorato i motivi della decisione di innalzare i tassi di interesse assunta a luglio. Esse hanno confermato che il tasso di inflazione sui dodici mesi si manterrà probabilmente ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo prolungato e che i rischi per quest'ultima resteranno orientati al rialzo nel medio termine. Questa valutazione è confortata dal perdurare di un'espansione vigorosa della moneta, in assenza sinora di segnali riguardanti limitazioni significative nell'offerta di prestiti bancari. In tale contesto, resta cruciale evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. Gli ultimi dati economici indicano una decelerazione del PIL in termini reali a metà anno, in parte attesa dopo la crescita eccezionalmente sostenuta del primo trimestre. A fronte di ciò, in piena conformità con il suo mandato il Consiglio direttivo rileva che il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine costituisce l'obiettivo primario della BCE e sottolinea la sua forte determinazione a mantenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo. In questo modo sarà preservato il potere di acquisto a medio termine e si favoriranno la crescita sostenibile e l'occupazione. Sulla base della valutazione del Consiglio direttivo, l'attuale orientamento di politica monetaria concorrerà al raggiungimento dell'obiettivo della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Le informazioni sull'attività economica che si sono rese disponibili dopo il 3 luglio scorso indicano per metà anno un tasso di crescita del PIL in termini reali sensibilmente inferiore rispetto al primo trimestre. Come rilevato in precedenti occasioni, questa evoluzione rappresenta in parte una reazione tecnica alla forte espansione osservata nei primi mesi dell'anno; inoltre, riflette anche in qualche misura il rallentamento

del PIL riconducibile a fattori quali la minore espansione a livello mondiale e l'effetto frenante dei prezzi elevati e volatili del petrolio e degli alimentari. È necessario guardare oltre la variabilità dei tassi di crescita trimestrali e degli indicatori mensili per valutare la dinamica di fondo dell'economia dell'area dell'euro ed evitare una visione distorta dalla forte volatilità dei singoli risultati trimestrali.

In questa prospettiva, pur registrando una moderazione, l'espansione economica mondiale dovrebbe continuare a mostrare una relativa capacità di tenuta, grazie in particolare alla crescita vigorosa delle economie emergenti. Questo sarebbe di sostegno alla domanda esterna di beni e servizi prodotti nell'area dell'euro. Per quanto concerne l'evoluzione interna, su un orizzonte di medio periodo l'area dell'euro è caratterizzata da variabili fondamentali solide e non presenta squilibri di rilievo. L'incremento degli investimenti esercita un persistente, seppure in diminuzione, effetto di stimolo all'attività economica. Inoltre, l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono aumentate in modo significativo, e i tassi di disoccupazione si mantengono su livelli storicamente bassi. Tuttavia questi andamenti, che sostengono il reddito disponibile e i consumi delle famiglie, non compenseranno probabilmente appieno la perdita di potere d'acquisto causata dai rincari dei prodotti energetici e alimentari.

Il Consiglio direttivo ritiene che queste prospettive per l'attività economica continuino a essere circondate da notevole incertezza, considerati fra l'altro i livelli molto elevati e variabili dei prezzi delle materie prime e le perduranti tensioni nei mercati finanziari. Nel complesso prevalgono rischi al ribasso, che derivano in particolare dall'effetto frenante su consumi e investimenti di ulteriori rincari impreveduti dei prodotti energetici e alimentari. Inoltre, tali rischi seguitano a essere associati all'eventualità che le tensioni nei mercati finanziari abbiano sull'economia reale ricadute più negative di quanto anticipato attualmente. Infine, anche i possibili andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali comportano rischi al ribasso per lo scenario di crescita,



al pari dei timori circa il manifestarsi di spinte protezionistiche. A questo riguardo, l'insuccesso dei recenti negoziati sulla liberalizzazione dell'interscambio, condotti dall'Organizzazione mondiale del commercio nell'ambito del Doha Round, rappresenta un notevole regresso.

Passando ai prezzi, dall'autunno scorso il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC risulta considerevolmente superiore al livello coerente con la stabilità dei prezzi; a giugno ha raggiunto il 4,0 per cento e a luglio si collocherebbe, secondo la stima rapida dell'Eurostat, al 4,1 per cento. Questi preoccupanti livelli di inflazione sono ampiamente riconducibili agli effetti diretti e indiretti dei bruschi rincari dei beni energetici e alimentari registrati in passato su scala mondiale. Nel contempo, mentre la produttività del lavoro ha rallentato, vi sono alcune indicazioni di un'accelerazione del costo del lavoro negli ultimi trimestri. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, è probabile che il tasso di inflazione si mantenga per qualche tempo ben al di sopra di un livello coerente con la stabilità dei prezzi, per poi registrare soltanto una graduale moderazione nel 2009.

I rischi per la stabilità dei prezzi restano chiaramente orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria e sono aumentati negli ultimi mesi. In particolare includono la possibilità di nuovi rincari dei prodotti energetici e alimentari e di crescenti effetti indiretti sui prezzi al consumo. Vi sono fortissimi timori che il processo di formazione dei salari e dei prezzi possa acuire le pressioni inflazionistiche attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione il processo di formazione dei prezzi e le trattative salariali all'interno dell'area dell'euro. Rischi al rialzo potrebbero inoltre scaturire da aumenti impreveduti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

È quindi indispensabile assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restino saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. La variazione dei prezzi

relativi e il connesso trasferimento di reddito dai paesi importatori di materie prime ai paesi esportatori richiede un mutamento del comportamento di famiglie e imprese. Occorre pertanto evitare che il processo di formazione dei salari e dei prezzi risenta di effetti di secondo impatto generalizzati derivanti dal rincaro dei prodotti energetici e alimentari. Tutte le parti coinvolte, nei settori sia pubblico che privato, devono mostrare senso di responsabilità in merito. A tale riguardo, il Consiglio direttivo ha espresso più volte 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 innescherebbe una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi interessati. 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. In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, il Consiglio direttivo ritiene che il persistente vigore di fondo dell'espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro negli ultimi anni abbia originato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nei trimestri recenti questi rischi sembrano essersi manifestati in un contesto in cui l'inflazione ha mostrato una tendenza al rialzo. L'analisi monetaria, anche a fronte delle perduranti tensioni nei mercati finanziari, contribuisce a sostenere il necessario orientamento di medio periodo della politica monetaria incentrando l'attenzione sui rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. La crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra qualche segnale di moderazione, di riflesso anche alle misure di politica monetaria prese dal 2005 al fine di contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi; tuttavia, il ritmo sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica il perdurare di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. L'attuale curva dei rendimenti ha indotto incrementi molto rapidi dei depositi a termine e una sensibile riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1. Questi effetti e altri fattori di natura temporanea vanno tenuti in

considerazione nel valutare gli andamenti monetari. Nel complesso, un'analisi di ampio respiro dei dati, che richiede un'opportuna prospettiva di medio periodo, conferma il vigore di fondo della crescita della moneta.

Uno dei principali fattori che fanno pervenire a questa conclusione è l'espansione tuttora elevata dei prestiti delle IFM al settore privato, la quale contribuisce al vigore della crescita monetaria. Il ritmo di incremento, le scadenze e la composizione settoriale del debito bancario suggeriscono che nell'insieme dell'area dell'euro la disponibilità di credito non ha sinora risentito delle perduranti tensioni finanziarie in misura significativa. L'innalzamento dei tassi di interesse a breve termine e la debolezza dei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area hanno attenuato l'espansione dell'indebitamento delle famiglie negli ultimi anni. Per converso, malgrado il deterioramento delle condizioni di finanziamento e la moderazione della crescita economica, l'espansione del credito bancario alle società non finanziarie è rimasta fino ad ora molto vivace.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma chiaramente la valutazione secondo cui esistono crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine. Il tasso di inflazione sui dodici mesi si manterrà probabilmente ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi, e gli aggregati monetari continuano a crescere a ritmi sostenuti, in assenza sinora di segnali riguardanti limitazioni significative nell'offerta di prestiti bancari. Gli ultimi dati economici indicano una decelerazione del PIL in termini reali a metà anno, in parte attesa dopo la crescita eccezionalmente sostenuta del primo trimestre. In tale contesto, resta cruciale evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. In piena conformità con il suo mandato, il Consiglio direttivo rileva che il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine costituisce l'obiettivo primario e sottolinea la sua forte determinazione a mantenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la sta-

bilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo, preservando in questo modo il potere di acquisto a medio termine e favorendo la crescita sostenibile e l'occupazione nell'area dell'euro. Sulla base della valutazione del Consiglio direttivo, l'attuale orientamento di politica monetaria concorrerà al raggiungimento dell'obiettivo della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto concerne le politiche fiscali, vi è il rischio che quest'anno alcuni paesi non raggiungano gli obiettivi di bilancio. In tale situazione è d'importanza cruciale attuare in maniera rigorosa i piani di bilancio ed evitare sconfinamenti di spesa. I programmi di finanza pubblica per il 2009, attualmente in fase di completamento in diversi paesi, devono riflettere gli impegni presi a livello europeo. In particolare, è necessario che i paesi con disavanzi tuttora elevati elaborino piani di riduzione del deficit ambiziosi e concreti, sostenuti da misure ben definite, preferibilmente dal lato della spesa. L'esistenza di margini di manovra nel bilancio permette agli stabilizzatori automatici di contribuire ad attenuare le fluttuazioni del ciclo economico.

Passando alle politiche strutturali, le misure volte a ridurre i costi di aggiustamento e promuovere una crescita moderata del costo del lavoro per unità di prodotto rivestono la massima importanza, in specie nell'attuale contesto caratterizzato da elevata inflazione e rallentamento del PIL in termini reali. Tali misure contemplano la rimozione degli ostacoli alla concorrenza nel settore dei servizi in generale e in particolare nei diversi stadi della catena di approvvigionamento alimentare nei comparti del commercio al dettaglio e della distribuzione, nonché nel settore dell'energia. Mercati del lavoro più flessibili e maggiore investimento in istruzione e formazione migliorerebbero del pari la produttività, accrescendo in tal modo il margine per un incremento dei redditi reali.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo verte sulla dimensione esterna dell'analisi monetaria della BCE e prende in consi-

derazione, in particolare, i flussi transfrontalieri di portafoglio e i loro effetti sull'allocazione degli investimenti a livello internazionale, al fine di valutare gli andamenti monetari di fondo indicativi di rischi inflazionistici di medio-lun-

go periodo. Il secondo si incentra sul ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e analizza inoltre le implicazioni per quest'ultima dei recenti mutamenti del panorama finanziario e soprattutto bancario.