

EDITORIALE

Nella riunione del 15 gennaio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di ulteriori 50 punti base il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, portando a 225 punti base la riduzione complessiva dall'8 ottobre 2008. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali è passato al 2,00 per cento, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale è rimasto invariato al 3,00 per cento, quello sui depositi presso la banca centrale è stato fissato all'1,00 per cento. La decisione di ridurre ancora il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, di 50 punti base, tiene conto della persistente moderazione delle pressioni inflazionistiche riconducibile in particolare a un ulteriore indebolimento delle prospettive economiche. Per il futuro il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'inflazione nell'area dell'euro si collochi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, sostenendo il potere di acquisto dei redditi e dei risparmi. In seguito a tali decisioni il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine siano sostanzialmente bilanciati. Tale valutazione poggia sui dati economici più recenti e sui risultati delle indagini congiunturali, che danno chiara riprova di un significativo rallentamento in atto nell'economia dell'area dell'euro, connesso soprattutto agli effetti dell'acuirsi e del diffondersi delle turbolenze finanziarie. È probabile che queste circostanze frenino la domanda su scala mondiale e nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato. L'espansione monetaria mostra un'ulteriore attenuazione, a conferma di un calo delle pressioni e dei rischi inflazionistici. Nel complesso il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo seguirà a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di incremento dei prezzi in linea con l'obiettivo a medio termine di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento, favorendo in tal modo la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dal settembre 2008 si sono intensificate e diffuse le turbolenze nei mercati finanziari. Le tensioni si sono propagate in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale, con un conseguente ulteriore indebolimento dell'attività a livello mondiale, che ha investito anche l'area dell'euro. In particolare, si è ridotta la domanda esterna di esportazioni dell'area dell'euro mentre l'attività interna dell'area è diminuita a fronte di prospettive di moderazione della domanda e inasprimento delle condizioni di finanziamento. Dai risultati delle indagini congiunturali e dagli indicatori mensili per novembre e dicembre disponibili dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo emerge chiaramente un ulteriore calo dell'attività economica intorno al volgere dell'anno, che segnala il concretizzarsi di rischi al ribasso identificati in precedenza.

Su orizzonti più lunghi, in base alle attuali analisi e valutazioni il Consiglio direttivo continua a ravvisare per i prossimi trimestri uno scenario di persistente debolezza dell'attività mondiale e forte ristagno della domanda interna con il perdurare dell'impatto delle tensioni finanziarie sull'economia. Contestualmente il Consiglio direttivo si attende che il calo dei prezzi delle materie prime sostenga il reddito disponibile reale nel prossimo periodo. Inoltre l'area dell'euro dovrebbe, nel tempo, beneficiare appieno degli effetti delle misure di politica monetaria annunciate nelle ultime settimane.

Il Consiglio direttivo ritiene che l'incertezza riguardo allo scenario economico prospettato permanga eccezionalmente elevata. I rischi per la crescita, che nel complesso restano chiaramente orientati al ribasso, sono connessi principalmente alla possibilità di un più forte impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, nonché ai timori di nuove e crescenti spinte protezionistiche e a eventuali andamenti sfavorevoli dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri mondiali.

È indispensabile che tutte le parti coinvolte contribuiscano a gettare solide basi per una ripresa durevole e, affinché questa si concretizzi al più

presto, è di primaria importanza mantenere un atteggiamento disciplinato e una prospettiva di medio periodo nella conduzione delle politiche macroeconomiche, perseguendo un approccio sostenibile e orientato alla stabilità. È questo il modo migliore di preservare e promuovere la fiducia. Le significative misure portate avanti dai governi per far fronte alle turbolenze finanziarie dovrebbero contribuire ad assicurare l'affidabilità del sistema finanziario e ad allentare le limitazioni nell'offerta di credito alle imprese e alle famiglie.

Passando ai prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è notevolmente diminuito dalla metà del 2008, quando ha registrato un valore massimo del 4,0 per cento; in dicembre si è collocato all'1,6 per cento, dopo il 2,1 di novembre. Come sottolineato in precedenti occasioni, il calo significativo dell'inflazione complessiva osservato nella seconda metà dell'anno è principalmente ascrivibile ai bruschi ribassi dei prezzi internazionali delle materie prime negli ultimi mesi.

In prospettiva il calo dei prezzi delle materie prime e l'indebolimento della domanda confermano l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro. Nei prossimi mesi, principalmente per gli effetti base connessi ai passati andamenti dei prezzi dei beni energetici, l'inflazione complessiva sui dodici mesi si dovrebbe ridurre ulteriormente e a metà anno si potrebbe collocare su livelli molto bassi. Ci si attende tuttavia che, per i medesimi effetti base, i tassi di inflazione riprendano ad aumentare nella seconda metà dell'anno. È quindi probabile che l'inflazione misurata sullo IAPC registri brusche oscillazioni nel corso del 2009. La variabilità di breve periodo non è tuttavia rilevante in una prospettiva di politica monetaria. Nell'orizzonte di medio termine, adottato come riferimento, ci si attende che l'inflazione sia in linea con la stabilità dei prezzi. Tale valutazione è confortata dagli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione nel medio periodo.

I rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine sono sostanzialmente bilanciati. Ulteriori riduzioni inattese delle quotazioni delle materie

prime o un rallentamento dell'economia superiore alle aspettative potrebbero esercitare spinte al ribasso sull'inflazione, mentre si potrebbero concretizzare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi soprattutto se la recente diminuzione dei corsi delle materie prime dovesse registrare un'inversione di tendenza oppure se le pressioni interne sui prezzi risultassero più forti di quanto ipotizzato. È pertanto indispensabile che gli operatori che determinano i prezzi e i salari agiscano con pieno senso di responsabilità.

Per quanto riguarda l'analisi monetaria, gli ultimi dati confermano una moderazione del tasso di espansione della moneta nell'area dell'euro. Gli andamenti monetari avvalorano quindi la valutazione di un calo delle pressioni e dei rischi inflazionistici.

Nell'esaminare la dinamica della moneta va riconosciuto che l'evoluzione degli aggregati potrebbe risentire in misura significativa dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie in atto dalla metà di settembre 2008; gli ultimi dati sulla moneta e sul credito ne evidenziano già un notevole impatto sul comportamento degli operatori di mercato. Negli ultimi tempi gli andamenti mensili dell'aggregato ampio M3 e, in particolare, delle sue componenti più strettamente connesse alle tensioni finanziarie (ad esempio le consistenze detenute in fondi comuni monetari) hanno mostrato una notevole volatilità. Nel complesso tuttavia, per quanto possibile discernere al di là di tale fenomeno, il tasso di crescita di M3 continua a diminuire in linea con l'andamento tendenziale degli ultimi 18 mesi; l'acuirsi delle tensioni finanziarie in atto da settembre ha determinato, almeno finora, una sostituzione significativa fra gli strumenti compresi nell'aggregato anziché repentini mutamenti nella sua evoluzione tendenziale.

Quanto agli andamenti dei prestiti bancari, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovuto all'acuirsi delle tensioni finanziarie ha contribuito negli ultimi mesi al rallentamento del flusso dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato non finanziario. È necessario disporre di ulteriori dati e analisi per poter formulare un giudizio fondato



in merito a intensità e portata delle limitazioni nell'offerta di credito nonché alle loro possibili implicazioni per l'attività economica.

In sintesi, la decisione adottata il 15 gennaio di ridurre ancora il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, di 50 punti base, tiene conto della persistente moderazione delle pressioni inflazionistiche riconducibile in particolare a un ulteriore indebitamento delle prospettive economiche. Il Consiglio direttivo ha inoltre ricordato la decisione operativa di ampliare nuovamente il corridoio formato dai tassi sulle operazioni dell'Eurosistema attivabili su iniziativa delle controparti, che era stata adottata il 18 dicembre con effetto dal 21 gennaio. Per il futuro, il Consiglio direttivo si attende che l'inflazione nell'area dell'euro si collochi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, sostenendo il potere di acquisto dei redditi e dei risparmi. Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine siano sostanzialmente bilanciati. Tale valutazione poggia sui dati economici più recenti e sui risultati delle indagini congiunturali, che danno chiara riprova della valutazione di un significativo rallentamento in atto nell'economia dell'area dell'euro, connesso soprattutto agli effetti dell'acuirsi e del diffondersi delle turbolenze finanziarie. È probabile che queste circostanze frenino la domanda su scala mondiale e nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta questa interpretazione. L'espansione monetaria mostra un'ulteriore attenuazione, a conferma di un calo delle pressioni e dei rischi inflazionistici. Nel complesso il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo seguirà a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di incremento dei prezzi in linea con l'obiettivo a medio termine di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento, favorendo in tal modo la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esprime soddisfazione per la riconferma del pieno impegno a favore di finanze pubbliche sostenibili da parte del Consiglio europeo. La situazione economica corrente richiede di fatto particolare cautela nell'adottare vaste misure di stimolo fiscale, tenendo conto delle particolari condizioni di bilancio di ciascun paese. Il funzionamento degli stabilizzatori automatici conferirà un impulso fiscale relativamente ampio e vigoroso a un'economia in fase di rallentamento, sommando i suoi effetti alle già annunciate politiche di bilancio espansive e agli interventi pubblici a sostegno del settore bancario. Nel complesso i provvedimenti straordinari decisi sinora comportano oneri considerevoli per le finanze pubbliche in numerosi paesi dell'area dell'euro. Se non saranno riassorbiti a tempo debito, peseranno in modo particolarmente negativo sulle nuove generazioni e su quelle future. È quindi indispensabile ristabilire quanto prima un impegno credibile a favore degli obiettivi di bilancio a medio termine. L'allentamento significativo delle politiche di bilancio e il connesso incremento del debito non dovrebbero in ogni caso rischiare di minare la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti, riducendo l'efficacia dello stimolo fiscale.

Passando alle politiche strutturali, l'attuale periodo di debolezza dell'attività e di elevata incertezza circa le prospettive economiche rende necessario rafforzare la capacità di tenuta e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro. Le riforme dei mercati dei beni e servizi dovrebbero promuovere la concorrenza e accelerare un'efficace ristrutturazione, mentre quelle dei mercati del lavoro dovrebbero contribuire ad agevolare un adeguato processo di formazione dei salari, nonché la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale. Nella situazione corrente andrebbe pertanto ravvisata la possibilità di catalizzare l'attuazione delle necessarie riforme interne in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo esamina l'evidenza teorica ed empirica riguardo all'effetto della ricchezza

immobiliare sui consumi, mettendone in luce la portata relativamente limitata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito. Il secondo illustra le motivazioni alla base del forte accumulo di attività estere da parte delle autorità pubbliche delle economie emergenti nell'ultimo decennio e della connessa costituzione di fondi sovrani.