

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 6 agosto, 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 e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 2 luglio confermano la valutazione che i tassi correnti permangono adeguati.

Come anticipato, il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è sceso ulteriormente su un livello negativo a luglio, riflettendo principalmente effetti di carattere temporaneo. Dopo un ritorno del tasso di inflazione su valori positivi durante la seconda metà dell'anno, il Consiglio direttivo seguita ad attendersi che la dinamica dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. I dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a suggerire una probabile persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno, benché il ritmo di contrazione si stia riducendo nettamente. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Guardando al prossimo anno, a una fase di stabilizzazione seguirebbe una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Gli indicatori disponibili sulle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I risultati dell'analisi monetaria corroborano la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di una continua decelerazione della moneta e del credito. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la fase attuale, caratterizzata da tassi di inflazione estremamente bassi o negativi, sia di breve durata e che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, continuando a sostenere il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

I dati economici e le informazioni delle indagini che si sono resi disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo tenuta il 2 luglio hanno

sostanzialmente confermato le precedenti aspettative. Sebbene il livello di incertezza rimanga elevato, vi sono crescenti segnali che la recessione mondiale stia raggiungendo il punto di svolta. Quanto all'area dell'euro, i recenti risultati delle indagini suggeriscono che il ritmo di contrazione stia chiaramente diminuendo. Tuttavia, ci si attende che l'attività economica rimanga debole nella restante parte dell'anno. Guardando al prossimo anno, a una fase di stabilizzazione seguirebbe una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Le significative azioni di stimolo adottate in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita sia nell'area dell'euro che a livello mondiale.

Il Consiglio direttivo ritiene che il grado di incertezza permanga elevato e che i dati disponibili in futuro possano mostrare una perdurante variabilità. Nel complesso, queste prospettive restano soggette a rischi bilanciati. Riguardo ai rischi al rialzo, effetti più marcati del previsto potrebbero derivare dalle vaste misure di stimolo macroeconomico messe in atto e dagli altri interventi sul piano delle politiche; anche il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente rispetto alle aspettative correnti. Quanto ai rischi al ribasso, persistono i timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate fra l'economia reale e le turbolenze finanziarie, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche, condizioni nel mercato del lavoro più svaforevoli delle attese e, infine, andamenti avversi dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per luglio un tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC del -0,6 per cento, rispetto al -0,1 di giugno. L'ulteriore calo dell'inflazione, che era stato anticipato dal Consiglio direttivo, è principalmente ascrivibile agli effetti base derivanti dai massimi osservati un anno fa per i prezzi internazionali delle materie prime.

Guardando al futuro, a seguito di tali effetti base i tassi di inflazione dovrebbero continuare a registrare temporaneamente valori negativi, per

poi tornare positivi nel corso dell'anno. Tuttavia, queste variazioni di breve periodo non sono rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In linea con le previsioni e le proiezioni disponibili, in un orizzonte temporale più ampio ci si attende che l'inflazione si mantenga in territorio positivo, mentre l'evoluzione dei prezzi e dei costi seguirebbe a essere attenuata dal perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Al riguardo, gli indicatori delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive di inflazione risultano sostanzialmente bilanciati e sono connessi, in particolare, allo scenario per l'attività economica e alle quotazioni delle materie prime superiori alle attese. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

Passando all'analisi monetaria, i dati più recenti confermano una perdurante decelerazione dell'aggregato monetario ampio e del credito. A giugno la crescita sui 12 mesi di M3 e quella dei prestiti al settore privato si sono collocate rispettivamente al 3,5 e all'1,5 per cento; si tratta dei tassi di incremento più bassi osservati dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Questi andamenti sostengono la valutazione di una riduzione del ritmo dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

Il rallentamento della moneta in atto dall'ultimo trimestre del 2008 continua a essere accompagnato da variabilità degli andamenti di breve periodo di M3 e delle sue componenti. Questo riflette in gran parte l'impatto che le variazioni assolute e relative dei tassi di interesse hanno esercitato sull'allocazione di fondi, da un lato, tra gli investimenti finanziari inclusi in M3 e quelli esclusi dall'aggregato e, dall'altro, tra le diverse categorie di depositi comprese in M3.

Al riguardo, le riallocazioni all'interno di M3 dai depositi a termine a breve scadenza verso i depositi a vista hanno determinato a giugno un ulteriore sensibile rafforzamento della crescita sui 12 mesi di M1.

Il flusso dei prestiti bancari al comparto privato non finanziario è rimasto contenuto a giugno, pur presentando differenze tra i settori debitori. Il flusso dei prestiti alle imprese non finanziarie è risultato molto più negativo per effetto della netta contrazione del segmento a breve termine. Nello stesso tempo, il dato relativo alle famiglie è stato lievemente più positivo rispetto al mese scorso. Il perdurante clima di incertezza sembra avere depresso la domanda di finanziamento da parte dei prenditori di fondi. Tuttavia, secondo l'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, i prestatori hanno inasprito in misura nettamente inferiore i propri criteri per la concessione del credito. In vista delle sfide che si prospettano, le banche dovrebbero adottare misure adeguate per l'ulteriore rafforzamento della propria componente patrimoniale e, ove opportuno, dovrebbero sfruttare appieno gli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario, in particolare per quanto riguarda la ricapitalizzazione.

In sintesi, le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo tenuta il 2 luglio confermano la sua valutazione che i tassi di interesse correnti della BCE permangono adeguati. Come anticipato, il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è sceso ulteriormente su un livello negativo a luglio, riflettendo principalmente effetti di carattere temporaneo. Dopo un ritorno del tasso di inflazione su valori positivi durante la seconda metà dell'anno, il Consiglio direttivo seguita ad attendersi che la dinamica dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. I dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a suggerire una probabile persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno, benché il ritmo di contrazione si stia riducendo nettamente. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimil-

mente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Guardando al prossimo anno, a una fase di stabilizzazione seguirebbe una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Gli indicatori disponibili sulle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria corrobora la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di una continua decelerazione della moneta e del credito. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la fase attuale, caratterizzata da tassi di inflazione estremamente bassi o negativi, sia di breve durata e che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, continuando a sostenere il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Tenuto conto dello sfasamento temporale nella trasmissione dell'azione di politica monetaria, progressivamente dovrebbero realizzarsi a pieno gli effetti delle decisioni del Consiglio direttivo sull'economia. Grazie all'insieme delle misure adottate, incluso l'acquisto di obbligazioni garantite, la politica monetaria fornirà pertanto un continuo sostegno alle famiglie e alle imprese. Quando si osserverà un miglioramento del contesto macroeconomico, il Consiglio direttivo provvederà al rapido rientro delle misure intraprese e al riassorbimento dell'abbondante liquidità concessa, contrastando quindi con tempestività ed efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo incoraggiamento delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. A tal fine continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo accoglie con favore la posizione dell'Eurogruppo secondo cui, tenuto con-

to delle prospettive economiche correnti e degli andamenti previsti sul versante del debito e del disavanzo pubblico, non sono necessarie ulteriori misure di stimolo fiscale. I programmi di finanza pubblica per il 2010, attualmente in fase di completamento in diversi paesi, e le strategie di risanamento dei conti a medio termine devono riflettere l'impegno a ripristinare finanze pubbliche solide e sostenibili in tempi brevi. I governi dovrebbero quindi predisporre nonché rendere note strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di riequilibrio dei conti che siano ambiziose e realistiche, nel quadro del Patto di stabilità e crescita. Il processo di aggiustamento strutturale dovrebbe iniziare, in ogni caso, al più tardi con la ripresa economica e nel 2011 andrebbero intensificati gli sforzi di risanamento. Gli interventi di riequilibrio strutturale dovranno superare in misura significativa il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL su base annua stabilito nel Patto di stabilità e crescita. Nei paesi che presentano disavanzi e/o rapporti di indebitamento elevati l'aggiustamento strutturale annuo dovrebbe raggiungere almeno l'1 per cento del PIL. Dati i rischi di un minore potenziale di crescita economica nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato, i governi dovrebbero adeguare la spesa pubblica alla luce delle nuove condizioni macroeconomiche e riassorbire quanto prima i bruschi incrementi del rapporto spesa pubblica/PIL. Tale esigenza emerge anche in vista degli oneri di spesa indotti dall'invecchiamento demografico che i bilanci pubblici dovranno sostenere.

Passando alle politiche strutturali, è necessario maggiore impegno nelle riforme per favorire la crescita sostenibile nell'area dell'euro. Un adeguato processo di formazione dei salari e sufficiente flessibilità che favoriscano il reinserimento dei disoccupati sono di cruciale importanza per evitare che la crisi abbia un impatto negativo durevole sul mercato del lavoro. È quindi essenziale creare idonei incentivi al lavoro. Al tempo stesso, le politiche volte ad accelerare la ristrutturazione e gli investimenti, in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e con la libera concorrenza, genereranno

le opportunità imprenditoriali e gli incrementi di produttività necessari per innescare una ripresa sostenuta.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo delinea l'evoluzione del finanzia-

mento per l'acquisto di abitazioni a partire dal 1999; il secondo esamina i fattori alla base della determinazione dei tassi di interesse bancari e valuta l'impatto delle recenti tensioni nei mercati finanziari sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria.