



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 5 agosto, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha considerato adeguato il livello attuale dei tassi d'interesse di riferimento della BCE e ha pertanto deciso di lasciarli invariati. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 8 luglio, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che, in virtù di pressioni interne modeste, l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. I dati economici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre del 2010; per il terzo si delinea un quadro migliore delle aspettative. Su un orizzonte di più lungo periodo, alla luce di vari effetti temporanei il Consiglio direttivo seguita ad attendersi un ritmo di crescita economica moderato e ancora discontinuo nell'area dell'euro, a fronte di incertezza. L'analisi monetaria conforta lo scenario di pressioni inflazionistiche ancora contenute nel medio termine, come suggerisce la debole espansione della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione resta essenziale.

La politica monetaria metterà in atto tutto ciò che occorre per preservare la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area dell'euro. Questo è il necessario e principale contributo della politica monetaria per favorire la crescita economica sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la stabilità finanziaria. L'insieme delle misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie, ossia la cosiddetta "linea di maggiore sostegno al credito" e il Programma per i mercati dei titoli finanziari, è pienamente coerente con il mandato del Consiglio direttivo e, per come strutturato, di natura temporanea. Il Consiglio direttivo resta fermamente impegnato alla stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine. L'orientamento della politica monetaria e l'offerta complessiva di

liquidità saranno modificati secondo opportunità. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire tutti gli andamenti nel prossimo periodo con molta attenzione.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo una fase di brusca contrazione l'attività nell'area dell'euro risulta in espansione dalla metà del 2009. Nel primo trimestre del 2010 il PIL in termini reali dell'area è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. I dati economici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre; per il terzo si delinea un quadro migliore delle aspettative. Su un orizzonte di più lungo periodo, tenuto conto degli effetti temporanei il Consiglio direttivo seguita ad attendersi un ritmo di incremento del PIL in termini reali moderato e ancora discontinuo nel corso del tempo e nelle economie nonché nei settori di attività dell'area dell'euro. L'espansione in atto a livello mondiale e il suo impatto sulla domanda nei mercati di esportazione dell'area dell'euro, unitamente all'orientamento accomodante della politica monetaria e alle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbero seguitare a sostenere l'economia dell'area. Ci si attende tuttavia che la ripresa dell'attività sia frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori e dalle prospettive per il mercato del lavoro.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati in un contesto di incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'economia mondiale e il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata rispetto alle previsioni correnti, stimolando ulteriormente le esportazioni dell'area dell'euro. In termini di rischi al ribasso persiste la preoccupazione che si manifestino rinnovate tensioni nei mercati finanziari, nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime nonché spinte protezionistiche, oltre a una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Quanto ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica che nell'area dell'euro l'inflazione sui 12

mesi misurata sullo IAPC è aumentata in luglio all'1,7 per cento, dall'1,4 di giugno, con ogni probabilità per effetti base al rialzo connessi alla componente energetica e a quella alimentare. Nei prossimi mesi l'inflazione al consumo dovrebbe continuare a mostrare una certa variabilità attorno al livello corrente. In una prospettiva di più lungo periodo, dovrebbe rimanere nel complesso moderata nel 2011, beneficiando delle modeste pressioni interne sui prezzi. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive sui prezzi sono sostanzialmente bilanciati. Nel medio termine i rischi al rialzo sono connessi soprattutto all'evoluzione dei corsi delle materie prime. 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. Allo stesso tempo, gli andamenti interni dei prezzi e dei costi sono soggetti a rischi contenuti. Nel complesso, il Consiglio direttivo seguirà attentamente la futura evoluzione di tutti gli indicatori di prezzo disponibili.

Passando all'analisi monetaria, il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 è diventato positivo, portandosi in giugno allo 0,2 per cento dal -0,1 di maggio. La crescita dei prestiti al settore privato ha registrato un ulteriore lieve incremento sul periodo corrispondente pur restando debole, allo 0,3 per cento. Insieme, questi dati seguitano a confortare la valutazione di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine. La dinamica di più breve periodo di M3 e di alcune sue componenti e contropartite ha continuato a essere volatile e ciò potrebbe sicuramente persistere.

Sembra gradualmente attenuarsi l'impatto, in precedenza notevole, della configurazione dei tassi di interesse sulla dinamica della moneta, pur continuando a influenzare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Ciò comporta una progressi-

va riduzione dell'impatto sulla crescita effettiva di M3 connesso all'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti e alla conseguente allocazione di fondi a favore di depositi e titoli a più lungo termine non inclusi in tale aggregato. Allo stesso tempo, il tasso di incremento sui 12 mesi di M1 ha continuato a diminuire pur restando sostenuto (9,2 per cento in giugno). Tale evoluzione è in parte riconducibile a un certo aumento del costo opportunità di detenere depositi a vista rispetto ad altri depositi a breve termine.

Il tasso di incremento sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato, tuttora debole, seguita a celare andamenti che si compensano: i prestiti alle famiglie evidenziano una variazione sempre più positiva mentre quelli alle società non finanziarie registrano una stabilizzazione della crescita negativa. Il fatto che questi ultimi reagiscano con un certo ritardo all'evoluzione dell'attività è una normale caratteristica del ciclo economico.

I dati fino a giugno indicano che, dopo l'espansione registrata per qualche mese nella prima parte dell'anno, le dimensioni dei bilanci bancari complessivi non si sono ulteriormente accresciute. Le banche devono dimostrarsi capaci di incrementare la disponibilità di credito al settore non finanziario quando aumenterà la domanda. Ove necessario, per raccogliere tale sfida dovrebbero trattenere gli utili, ricorrere al mercato per rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale oppure sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione.

In questo contesto, il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per le prove di stress predisposte e condotte a livello di UE dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) e dagli organismi nazionali di vigilanza in stretta collaborazione con la BCE. I risultati di tali prove, approfondite e rigorose, confermano la capacità di tenuta dei sistemi bancari dell'UE e dell'area dell'euro nel loro complesso a fronte di gravi shock economici e finanziari. L'esercizio svolto ha anche significativamente accresciuto la trasparenza riguardo alle condizioni finanziarie correnti e all'esposizione ai rischi dei 91 istituti che vi

hanno preso parte. Questo si configura pertanto come un importante progresso in vista di ripristinare la fiducia dei mercati.

Il Consiglio direttivo apprezza inoltre l'impegno assunto dalle autorità nazionali a offrire dispositivi di sostegno alle banche laddove i mezzi del settore privato risultino insufficienti. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono indispensabili per potenziare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la stabilità finanziaria.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE rimane adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 8 luglio, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che, in virtù di pressioni interne modeste, l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. I dati economici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre del 2010; per il terzo si delinea un quadro migliore delle aspettative. Su un orizzonte di più lungo periodo, alla luce di vari effetti temporanei il Consiglio direttivo seguita ad attendersi un ritmo di crescita economica moderato e ancora discontinuo nell'area dell'euro, a fronte di incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine, come suggerisce la debole espansione della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione resta essenziale.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, è fondamentale che i programmi di bilancio per il 2011 e gli anni a seguire rispecchino il fermo impegno a ripristinare finanze pubbliche sane. A causa dell'eccezionale deterioramento dei conti pubblici registrato negli ultimi due anni, vi è urgente necessità di attuare strategie credibili di riequilibrio nel medio termine, tese a ristabilire la sostenibilità delle finanze pubbliche e a creare margini di manovra nei bilanci. Gli obiettivi di bilancio dei vari paesi devono, come minimo, rispettare gli obblighi di risanamento previsti dalle rispettive procedure per i disavanzi eccessivi. Il perseguimento di traguardi più ambiziosi, che una serie di paesi dell'area dell'euro ha già fissato, si potrebbe rendere necessario laddove i piani correnti non bastino a conseguire l'obiettivo principale di arrestare e invertire l'incremento del rapporto debito pubblico/PIL. Tutti i paesi devono inoltre precisare misure di aggiustamento credibili incentrate sul lato della spesa, restando comunque pronti ad attuare eventuali misure aggiuntive nei prossimi anni.

Per favorire il processo di risanamento delle finanze pubbliche, promuovere l'adeguato funzionamento dell'area dell'euro e rafforzare le prospettive di una maggiore crescita sostenibile è indispensabile perseguire riforme strutturali di ampia portata. Profonde riforme risultano particolarmente necessarie nei paesi che in passato hanno subito perdite di competitività o che al momento soffrono di disavanzi di bilancio e disavanzi esterni elevati. Le misure dovrebbero assicurare che il processo di contrattazione dei salari ne consenta il flessibile adeguamento alle condizioni di disoccupazione e alle perdite di competitività. Riforme tese a potenziare la crescita della produttività stimolerebbero ulteriormente il processo di aggiustamento di tali economie.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo valuta l'andamento dei corsi petroliferi e il loro impatto su inflazione e attività economica nell'area dell'euro; il secondo esamina la recente evoluzione degli scambi commerciali su scala mondiale e nell'area dell'euro; il terzo, infine, presenta le nuove statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro.

