



EDITORIALE

Nella riunione tenuta l'8 aprile, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. L'attuale livello dei tassi continua a essere adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 4 marzo, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che nei primi mesi di quest'anno la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da incertezza, con un probabile andamento discontinuo a causa di alcuni fattori straordinari. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nell'insieme, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio termine, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, l'attività dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, dopo un periodo di brusca contrazione, mentre nel quarto trimestre il PIL in termini reali ha ristagnato in base alla seconda stima dell'Eurostat. L'economia ha beneficiato della ripresa in atto su scala mondiale, dei significativi interventi di stimolo macroeconomico e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema bancario. Gli indicatori disponibili, in particolare le ulteriori informazioni positive emerse dalle indagini congiunturali presso le imprese, suggeriscono che la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro nei primi mesi del 2010,

sebbene possa avere risentito di vari fattori straordinari, fra i quali le condizioni meteorologiche avverse. Di conseguenza, l'espansione del PIL dell'area è probabilmente rimasta discontinua al volgere dell'anno ed è dunque preferibile non soffermarsi sulla volatilità riscontrata su base trimestrale e confrontare i dati di crescita nell'arco di un semestre. Guardando al futuro, il Consiglio direttivo si attende che il tasso di incremento del PIL resti moderato nel 2010, tenuto conto del processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori e dell'aspettativa che il basso livello di utilizzo della capacità produttiva freni verosimilmente gli investimenti e che i consumi siano contenuti dalle deboli prospettive del mercato del lavoro.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tali prospettive siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'economia mondiale e il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata del previsto ed è possibile che il miglioramento del clima di fiducia superi le aspettative correnti. Inoltre, gli ampi stimoli macroeconomici in atto e gli altri interventi di politica economica potrebbero generare effetti maggiori di quanto anticipato. In termini di rischi al ribasso, persistono timori concernenti rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, interazioni negative più intense o prolungate del previsto fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, l'intensificarsi delle spinte protezionistiche, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli equilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat segnala che in marzo l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata pari all'1,5 per cento nell'area dell'euro, dopo lo 0,9 per cento di febbraio. Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per l'inflazione complessiva, questo risultato superiore alle attese potrebbe essere connesso in particolare alla componente energetica

e ai prezzi dei generi alimentari, in parte probabilmente a causa delle condizioni meteorologiche. Ci si aspetta che l'inflazione resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. In linea con una lenta ripresa della domanda interna ed esterna, le dinamiche dei prezzi, dei costi e dei salari dovrebbero mantenersi nel complesso contenute. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono 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 queste prospettive restano sostanzialmente bilanciati. Sono connessi in particolare all'ulteriore evoluzione dell'attività economica e agli andamenti dei prezzi 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.

Passando all'analisi monetaria, a febbraio il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 si è collocato al -0,4 per cento; anche quello dei prestiti al settore privato è rimasto contenuto, al -0,4 per cento, malgrado il flusso mensile positivo. Nel complesso, gli ultimi dati continuano a corroborare la valutazione di una moderata espansione di fondo della moneta e di spinte inflazionistiche modeste connesse agli andamenti monetari nel medio periodo. La crescita di M3 e dei prestiti resterà probabilmente debole anche nei prossimi mesi.

L'inclinazione persistentemente accentuata della curva dei rendimenti favorisce la riallocazione di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine e implica che la crescita effettiva di M3 sia più contenuta rispetto all'espansione monetaria di fondo. Allo stesso tempo i modesti differenziali tra i tassi di interesse corrisposti sui vari strumenti compresi in M3 comportano un basso costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M1, che a febbraio ha continuato ad aumentare a un

ritmo sostenuto (10,9 per cento sui 12 mesi). Tuttavia, i flussi mensili delle componenti di M3 sono stati in generale esigui a febbraio, suggerendo che il forte impatto dell'attuale configurazione dei tassi di interesse si starebbe progressivamente esaurendo.

Il tasso di variazione negativo sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato continua a celare andamenti contrastanti: se da un lato la crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie appare positiva e in aumento, dall'altro quella dei prestiti alle società non finanziarie è negativa. Nel contempo, a febbraio il flusso dei prestiti alle imprese è stato positivo per la prima volta da agosto 2009, arrestando il calo del tasso di espansione sui 12 mesi. Questi andamenti positivi di breve periodo vanno valutati con cautela, data la variabilità dei dati mensili. Inoltre, normalmente nel ciclo economico i prestiti alle società non finanziarie restano deboli per qualche tempo dopo la ripresa dell'attività economica.

Nei primi mesi del 2010 sembra essersi arrestato il ridimensionamento dei bilanci complessivi delle banche, che però dovranno dimostrarsi capaci di gestire eventuali ulteriori adeguamenti assicurando al tempo stesso la disponibilità di credito al settore non finanziario. Per raccogliere la sfida dovrebbero sfruttare il miglioramento delle condizioni di finanziamento e rafforzare maggiormente le proprie basi patrimoniali, beneficiando appieno, laddove necessario, delle misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE continua a essere adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 4 marzo del Consiglio direttivo, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che nei primi mesi di quest'anno la ripresa economica è proseguita nell'area

dell'euro. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da incertezza, con un probabile andamento discontinuo a causa di alcuni fattori straordinari. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nell'insieme, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio termine, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le finanze pubbliche, ora è essenziale che i governi riducano gli squilibri di bilancio e correggano i disavanzi eccessivi entro i termini concordati. Un gruppo di paesi dell'area dell'euro avvierà quest'anno il risanamento dei conti pubblici, mentre tutti gli altri dovranno predisporre misure correttive al più tardi entro il 2011. Occorre spingersi ben oltre il requisito minimo di aggiustamento strutturale annuo, fissato nel Patto di stabilità e crescita allo 0,5 per cento del PIL, e provvedere alla definizione dettagliata e all'attuazione di strategie credibili di riequilibrio dei conti. Ciò richiede un impegno risoluto, in particolare da parte dei paesi in cui l'incidenza del disavanzo e del debito sul PIL è elevata, anche in vista dei crescenti oneri di bilancio che si prospettano a seguito dell'invecchiamento demografico. La riforma della spesa va posta in primo piano. Il Consiglio direttivo accoglie con favore la dichiarazione sulla Grecia diffusa il 25 marzo dai capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro e sostiene appieno l'intento di rafforzare la sorveglianza sui rischi economici e di bilancio nonché i relativi strumenti di prevenzione, fra cui la procedura per i disavanzi eccessivi. Il Consiglio direttivo saluta inoltre con sod-

disfazione la decisione di elaborare un solido quadro di riferimento per la soluzione delle crisi. I progressi in questi ambiti dovrebbero essere finalizzati ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche e promuovere il regolare funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM).

Per quanto concerne le riforme strutturali, gli accordi raggiunti in seno al Consiglio europeo del 25-26 maggio sulla strategia Europa 2020 dovrebbero contribuire a stimolare la creazione di posti di lavoro, la competitività e la crescita durevole. A tal fine le politiche dovrebbero ora incentrarsi sul rafforzamento della concorrenza, mentre le misure di sostegno settoriale adottate durante la crisi andrebbero progressivamente ritirate. Nel mercato del lavoro, una sufficiente flessibilità dei salari e il potenziamento degli incentivi all'occupazione sono necessari per prevenire una disoccupazione strutturale più elevata nei prossimi anni. Nella stessa prospettiva resta essenziale un'opportuna ristrutturazione del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono indispensabili per rafforzare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile e la stabilità finanziaria.

Per quanto concerne il sistema delle garanzie dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere la soglia minima della qualità creditizia per le attività negoziabili e non negoziabili al livello investment grade (BBB-/Baa3) oltre la fine del 2010, salvo per le attività cartolarizzate (asset backed securities, ABS). Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di applicare una progressione a scalare degli scarti di garanzia alle attività con rating compreso fra BBB+ e BBB- (o equivalente), con decorrenza dal 1° gennaio 2011. Questo schema sostituirà quello basato su scarti di garanzia uniformi, pari al 5 per cento, attualmente utilizzato per tali attività. La tabella dettagliata degli scarti di garanzia terrà conto

di una serie di parametri, che sono precisati in un comunicato stampa pubblicato nel sito Internet della BCE.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo descrive alcuni strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine uti-

lizzati dalla BCE; il secondo fornisce una visione d'insieme delle misure adottate dai governi dei paesi dell'area dell'euro per arginare l'impatto della crisi sul settore finanziario; infine il terzo passa in rassegna le prospettive riguardanti gli squilibri internazionali reali e finanziari.