



EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 4 febbraio, 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 14 gennaio, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati hanno inoltre confermato che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita intorno al volgere dell'anno. In prospettiva, il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di crescita dell'economia dell'area nel 2010. Il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e le prospettive restano soggette a incertezza. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nel complesso, 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 a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Gli ultimi dati confermano che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita intorno al volgere dell'anno. L'area ha beneficiato dell'inversione del ciclo delle scorte e della ripresa delle esportazioni, nonché dei significativi interventi di stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia questi stimoli si esauriranno gradualmente; allo stesso tempo, l'attività risentirà di probabili effetti avversi derivanti dal processo di aggiustamento dei bilanci in corso nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. Inoltre, il basso grado di utilizzo della capacità produttiva frenerà verosimilmente gli investimenti, mentre la disoccupazione dovrebbe continuare a registrare un certo incremento nell'area dell'euro, attenuando la crescita dei consumi. Di conseguenza ci si at-

tende che l'economia dell'area cresca a un ritmo moderato nel 2010 e il processo di ripresa possa risultare discontinuo.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tali prospettive siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, il miglioramento del clima di fiducia potrebbe superare le aspettative correnti ed è possibile che l'economia mondiale e il commercio con l'estero registrino una ripresa più marcata del previsto. Inoltre, gli ampi stimoli macroeconomici in atto e gli altri interventi di politica economica potrebbero generare effetti più forti di quanto anticipato. In termini di rischi al ribasso, persistono timori concernenti 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, maggiori spinte protezionistiche e la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto riguarda i prezzi, in gennaio il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è ulteriormente aumentato nell'area dell'euro, portandosi all'1,0 per cento secondo la stima rapida dell'Eurostat, dallo 0,9 di dicembre. L'inflazione dovrebbe collocarsi intorno all'1 per cento nel breve periodo e mantenersi moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. In linea con una lenta ripresa della domanda nell'area e fuori dai suoi confini, ci si attende che le dinamiche dei prezzi, dei costi e dei salari restino nel complesso contenute. In questo contesto è importante rilevare che 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 permangono sostanzialmente bilanciati. Sono connessi in particolare all'ulteriore sviluppo dell'attività economica e all'evoluzione 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, in dicembre il tasso di crescita sui 12 mesi di M3 è rimasto negativo, al -0,2 per cento, mentre quello dei prestiti al settore privato è stato nullo. I dati seguivano a confortare la valutazione del Consiglio direttivo di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di una pressione inflazionistica modesta nel medio periodo. L'evoluzione effettiva della moneta è verosimilmente più contenuta dell'espansione monetaria di fondo per l'impatto frenante dell'inclinazione piuttosto accentuata della curva dei rendimenti. In prospettiva, è probabile che la crescita di M3 e quella del credito restino deboli per un certo periodo.

L'attuale configurazione dei tassi di interesse continua a esercitare una forte influenza sia sul livello sia sulla composizione della crescita di M3 sui 12 mesi. Da un lato, i modesti tassi di remunerazione dei depositi bancari a breve favoriscono la riallocazione di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine. Dall'altro, i differenziali contenuti tra i tassi di interesse corrisposti sui vari depositi a breve comportano un basso costo opportunità di detenere le componenti più liquide comprese in M1, che in dicembre ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto, superiore al 12 per cento.

Il tasso di variazione sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato, pari a zero, rispecchia il persistente incremento della crescita dei prestiti alle famiglie, mentre per le società non finanziarie la contrazione si è ulteriormente accentuata. Questi andamenti divergenti restano in linea con le regolarità del ciclo economico. La protratta riduzione delle consistenze in essere dei prestiti alle società non finanziarie è ancora interamente ascrivibile a un notevole rimborso netto dei prestiti a breve scadenza. Per l'insieme del settore, il calo complessivo potrebbe essere in parte dovuto alla sostituzione di questa fonte con il finanziamento sul mercato.

Dato il tipico sfasamento temporale tra i punti di svolta dell'attività economica e quelli della domanda di prestiti bancari, ci si può attendere che l'espansione di questi ultimi resti debole

nei mesi a venire. Nel frattempo è ulteriormente diminuito il costo in termini reali del finanziamento esterno per le società non finanziarie, mentre ha continuato a ridursi l'inasprimento netto dei criteri applicati dalle banche per la concessione dei prestiti, come emerge dall'indagine sul credito bancario relativa all'ultimo trimestre del 2009. Al tempo stesso, negli ultimi mesi le banche hanno proceduto nel ridimensionamento dei propri bilanci complessivi. In tale ambito permane per queste ultime la sfida di adeguare le dimensioni e la struttura dei bilanci assicurando nel contempo la disponibilità di credito al settore non finanziario. Per raccogliere la sfida le banche dovrebbero sfruttare il miglioramento delle condizioni di finanziamento e rafforzare ulteriormente le proprie basi patrimoniali, beneficiando appieno, laddove necessario, delle misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione. Ciò è importante per agevolare l'accesso al finanziamento, soprattutto a favore delle imprese che non ricorrono al mercato.

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 14 gennaio, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati hanno inoltre confermato che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita intorno al volgere dell'anno. In prospettiva, il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di crescita dell'economia dell'area nel 2010. Il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e le prospettive restano soggette a incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nel complesso, 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 a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio

direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo porterà avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito a favore del sistema bancario, tenendo comunque conto del miglioramento della situazione in atto nei mercati finanziari ed evitando distorsioni connesse al mantenimento di misure non convenzionali per un periodo di tempo eccessivo. Agli inizi di marzo il Consiglio direttivo deciderà come procedere nel rientro delle misure straordinarie di liquidità che non risultano più necessarie come in passato. Al fine di contrastare con efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, la liquidità erogata sarà riassorbita quando necessario. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda i conti pubblici, molti paesi dell'area dell'euro devono far fronte a squilibri di bilancio notevoli e in netto incremento, che rischiano di comportare tassi di interesse a medio e lungo termine meno favorevoli e investimenti privati più contenuti. Livelli elevati di disavanzo e debito pubblico esercitano inoltre ulteriori pressioni a carico della politica monetaria, minando il Patto di stabilità e crescita in quanto pilastro fondamentale dell'Unione economica e monetaria. È quindi della massima importanza che il programma di stabilità di ciascun paese dell'area dell'euro poggi su misure concrete in linea con le strategie di uscita dalle misure di stimolo e con le strategie di riequilibrio dei conti per il prossimo futuro. I paesi dovranno rispettare gli impegni assunti nel quadro delle procedure per i disavanzi eccessivi. Il processo di risanamento delle finanze pubbliche dovreb-

be iniziare al più tardi nel 2011 e spingersi ben oltre il requisito minimo di correzione annua fissato nel Patto di stabilità e crescita allo 0,5 per cento del PIL. La riforma della spesa va posta in primo piano.

Per rafforzare la crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro, la sfida principale è accelerare le riforme strutturali, poiché la crisi finanziaria ha inciso negativamente sulla capacità produttiva delle economie dell'area dell'euro. Nel caso dei mercati dei beni e servizi occorrono con urgenza politiche di stimolo alla concorrenza e all'innovazione per imprimere slancio alla ristrutturazione e agli investimenti e creare nuove opportunità imprenditoriali. Nel mercato del lavoro sono necessari moderazione salariale, incentivi efficaci al lavoro e una sufficiente flessibilità, per impedire che la disoccupazione strutturale raggiunga livelli significativamente più elevati nei prossimi anni. Dovrebbe infine svolgere un ruolo importante l'adeguata ristrutturazione del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono essenziali per potenziare la capacità di tenuta delle banche agli shock, gettando le basi per una crescita sostenibile e per la stabilità finanziaria.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo descrive le ripercussioni delle turbolenze finanziarie sui mercati dei pronti contro termine e analizza i nessi tra le operazioni dell'Eurosistema e questi mercati; il secondo presenta un quadro dei mercati degli immobili commerciali nell'area dell'euro e del loro impatto sul settore bancario; il terzo contiene infine un aggiornamento sugli sviluppi nel campo delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro.

