



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 14 gennaio, 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. Considerato l'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 3 dicembre, si ritiene che l'evoluzione dei prezzi resterà contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati hanno confermato inoltre che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita verso la fine del 2009. Alcuni dei fattori che sostengono la crescita del PIL in termini reali hanno tuttavia carattere temporaneo. Nel complesso, il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di espansione dell'economia dell'area nel 2010, riconoscendo che il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e che le prospettive restano soggette a incertezza. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, dato il protrarsi del parallelo rallentamento della moneta e del credito. Nell'insieme, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo quindi 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.

Passando all'analisi economica, le ultime informazioni confermano che l'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a espandersi sul finire del 2009, dopo l'incremento sul periodo precedente dello 0,4 per cento del PIL in termini reali nel terzo trimestre dello scorso anno. L'area dell'euro 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. Alcuni dei fattori che sostengono la ripresa hanno tuttavia carattere temporaneo. Inoltre, è probabile che l'attività sia frenata per un certo periodo dal processo di

aggiustamento dei bilanci in corso nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. In aggiunta, il basso grado di utilizzo della capacità produttiva potrà verosimilmente ridurre gli investimenti, e la disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe seguitare ad aumentare in certa misura, attenuando la crescita dei consumi. Di conseguenza ci si attende che l'economia dell'area cresca a un ritmo moderato nel 2010 e il processo di recupero potrebbe risultare discontinuo.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tali prospettive restino soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, gli effetti derivanti dalle vaste misure di stimolo macroeconomico in atto e dagli altri interventi di politica economica potrebbero risultare più accentuati del previsto; il clima di fiducia potrebbe inoltre migliorare ulteriormente e l'economia mondiale nonché il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata di quanto anticipato. Al ribasso persistono invece i timori di interazioni negative più intense o prolungate rispetto alle attese fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche ed eventuali movimenti avversi dei mercati connessi alla correzione degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, conformemente alle aspettative il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è aumentato ulteriormente a dicembre nell'area dell'euro, allo 0,9 per cento dallo 0,5 di novembre. Questo andamento è riconducibile principalmente agli effetti base al rialzo connessi soprattutto al calo dei prezzi dell'energia osservato un anno fa a livello mondiale. L'inflazione dovrebbe attestarsi intorno all'1 per cento nel breve periodo; successivamente ci si attende che resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria, a fronte di dinamiche complessivamente contenute dei prezzi, dei costi e dei salari, in linea con una lenta ripresa della domanda nell'area dell'euro e fuori dai suoi confini. In questo contesto è importante ribadire che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine permangono

saldamente ancorate 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 queste prospettive restano sostanzialmente equilibrati. In particolare sono connessi allo scenario 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, a novembre sono risultati negativi sia il tasso di incremento sui 12 mesi di M3, pari al -0,2 per cento, sia quello dei prestiti al settore privato, pari al -0,7 per cento. La flessione concomitante su livelli di crescita storicamente bassi osservata negli ultimi mesi per queste due serie conforta la valutazione di un ritmo decrescente dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. In prospettiva, è probabile che la crescita di M3 e quella del credito rimangano molto deboli per un certo periodo.

Il calo della crescita effettiva della moneta potrebbe verosimilmente sovrastimare la riduzione del ritmo dell'espansione di fondo. Ciò è dovuto all'inclinazione persistentemente accentuata della curva dei rendimenti, che spiega le riallocazioni di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine. Nel contempo, la configurazione dei tassi di interesse continua a favorire andamenti divergenti delle componenti principali di M3, poiché i modesti differenziali tra i tassi su diversi depositi bancari a breve termine riducono il costo opportunità di spostare fondi, ad esempio, dai depositi a termine a breve scadenza verso i depositi a vista. Di conseguenza M1 ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto sui 12 mesi, pari al 12,6 per cento a novembre, mentre l'espansione di M3 è divenuta negativa.

La crescita negativa dei prestiti bancari al settore privato cela un ritorno a tassi di espansione positivi per quanto riguarda le famiglie, mentre per le società non finanziarie la contrazione si è

accentuata ulteriormente. Questi andamenti divergenti restano in linea con le regolarità del ciclo economico; i punti di svolta della crescita dei prestiti alle imprese si manifestano solitamente con uno sfasamento temporale rispetto a quelli dell'attività economica. Tornando alle famiglie, gli ultimi dati forniscono ulteriore conferma di una stabilizzazione dei tassi su livelli contenuti. Quanto alle società non finanziarie, il calo dei prestiti continua a rispecchiare principalmente il forte rimborso netto sulle scadenze più brevi, mentre per quelle più lunghe l'erogazione e l'assunzione di prestiti sono rimaste positive. È probabile che i modesti livelli della produzione e degli scambi, nonché la persistente incertezza circa le prospettive per l'attività delle imprese seguitino a frenare la domanda di finanziamenti bancari da parte di queste ultime nei mesi a venire. Nel frattempo, le condizioni di finanziamento sono migliorate per le imprese negli ultimi mesi, in termini di costo del credito bancario e del ricorso al mercato. A questo riguardo i persistenti flussi negativi osservati di recente per i prestiti bancari a breve termine alle società non finanziarie potrebbero in parte riflettere migliori possibilità di sostituzione con altre fonti di finanziamento, a più lungo termine.

Le banche hanno proseguito gli interventi di ridimensionamento dei propri bilanci complessivi, soprattutto riducendo le attività detenute nei confronti di altri istituti. Continua a rappresentare una sfida adeguare le dimensioni e la struttura dei bilanci, assicurando la disponibilità del credito al settore non finanziario. Per raccogliere tale sfida le banche, grazie al miglioramento delle condizioni di finanziamento, dovrebbero rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale e, ove necessario, dovrebbero sfruttare appieno le 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. Considerato l'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo dello scorso 3 dicembre, si ritiene che l'evoluzione dei prezzi resterà contenuta nell'orizzonte temporale

rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati hanno confermato inoltre che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita verso la fine del 2009. Alcuni dei fattori che sostengono la crescita del PIL in termini reali hanno tuttavia carattere temporaneo. Nel complesso, il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di espansione dell'economia dell'area nel 2010, riconoscendo che il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e che 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 contenute nel medio termine, dato il protrarsi del parallelo rallentamento della moneta e del credito. Nell'insieme, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo quindi 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. Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a realizzare il graduale rientro delle misure straordinarie di liquidità non più altrettanto necessarie che in passato. Per 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, i governi di molti paesi dell'area dell'euro devono far fronte a squilibri di bilancio notevoli e in netto incremento. Il fabbisogno finanziario assai ampio del settore pubblico potrebbe innescare repentini cambiamenti del clima di fiducia dei

mercati, determinando tassi di interesse a medio e lungo termine meno favorevoli. Ciò a sua volta frenerebbe gli investimenti privati, indebolendo le basi per una crescita sostenuta. Elevati livelli di disavanzo e debito pubblico eserciterebbero inoltre ulteriori pressioni a carico della politica monetaria, minando la credibilità del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e del Patto di stabilità e crescita in quanto pilastro fondamentale dell'Unione economica e monetaria. Il Consiglio direttivo esorta quindi i governi a decidere e attuare tempestivamente strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di riequilibrio dei conti che siano ambiziose, fondate su ipotesi di crescita realistiche e incentrate soprattutto sulla riforma della spesa. Gli sgravi fiscali andrebbero considerati soltanto nel medio periodo, una volta che i paesi avranno recuperato un sufficiente margine di manovra nei bilanci. A questo riguardo l'attuale impegno dei governi ad avviare il processo di risanamento al più tardi nel 2011, spingendosi ben oltre il parametro dello 0,5 per cento del PIL all'anno in termini strutturali, rappresenta il requisito minimo per tutti i paesi dell'area dell'euro. Il successo delle strategie di riequilibrio dei conti dipenderà essenzialmente anche dall'esistenza di norme di bilancio e istituzioni nazionali adeguate e richiederà trasparenza delle procedure di bilancio, nonché statistiche di finanza pubblica complete e affidabili.

Per quanto concerne le riforme strutturali, dovrebbe rivestire 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 rafforzare la tenuta delle banche agli shock, gettando le basi per una crescita economica sostenibile e per la stabilità finanziaria.

L'Eurosistema risponderà alla consultazione pubblica avviata dalla Commissione europea sulla strategia UE 2020, che prenderà le mosse dall'attuale strategia di Lisbona. Per far fronte alle sfide future, la strategia dovrebbe puntare al rafforzamento della crescita potenziale e alla creazione di elevati livelli di occupazione grazie all'efficienza dei mercati del lavoro e dei

beni e servizi, alla solidità dei sistemi finanziari e alla sostenibilità delle politiche di bilancio. L'obiettivo è realizzare un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, come sancisce il Trattato.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo descrive le modalità secondo cui la BCE ha valutato, segnalato e attuato l'orien-

tamento di politica monetaria sullo sfondo della recente crisi finanziaria; il secondo esamina le relazioni che la BCE ha instaurato con altri rilevanti istituzioni e organi dell'Unione europea fin dall'adozione dell'euro; infine il terzo presenta una visione d'insieme, corredata di stime, delle prestazioni pensionistiche erogate alle famiglie dai sistemi previdenziali pubblici nell'area dell'euro.