



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 10 giugno, 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 resta adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 6 maggio, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'evoluzione dei prezzi si mantenga moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. Potrebbero persistere le spinte inflazionistiche a livello mondiale, mentre ci si aspetta che le pressioni interne sui prezzi rimangano modeste. Gli ultimi dati confermano altresì che nella prima metà di quest'anno la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro, ma è probabile che i tassi di crescita trimestrali mostrino un andamento piuttosto discontinuo. Per il futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di crescita moderato nell'area dell'euro, a fronte di perduranti tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e di un livello insolitamente elevato di incertezza. L'analisi monetaria conforta lo 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 periodo. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione rimane 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 gravi 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 periodo; 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, l'attività nell'area dell'euro risulta in espansione dalla metà del 2009, dopo un periodo di brusca contrazione. La prima stima dell'Eurostat indica che nel primo trimestre del 2010 il PIL in termini reali dell'area è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Se da un lato le condizioni meteorologiche avverse, in particolare, hanno frenato la crescita nella prima parte dell'anno, dall'altro gli ultimi indicatori economici suggeriscono un recupero in primavera. In futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di incremento moderato e ancora discontinuo del PIL in termini reali nel corso del tempo e in tutte le economie e i settori di attività dell'area dell'euro. La ripresa 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 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 di debolezza del mercato del lavoro.

Tale valutazione si riflette anche nelle proiezioni macroeconomiche di giugno 2010 formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano una crescita sui 12 mesi del PIL in termini reali compresa tra lo 0,7 e il 1,3 per cento nel 2010 e tra lo 0,2 e il 2,2 nel 2011. Rispetto alle proiezioni

elaborate nel marzo 2010 dagli esperti della BCE, per l'anno in corso l'intervallo è stato leggermente rivisto al rialzo, dato il positivo impatto del rafforzamento dell'attività a livello mondiale nel breve periodo; per il 2011 è stata invece effettuata una lieve revisione al ribasso, riconducibile soprattutto alle prospettive per la domanda interna. Le proiezioni di giugno dell'Eurosistema sono sostanzialmente in linea con le previsioni delle organizzazioni internazionali.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da un'incertezza insolitamente elevata. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'economia mondiale e il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata del previsto, stimolando ulteriormente le esportazioni dell'area dell'euro. In termini di rischi al ribasso persistono i timori di rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari con i relativi effetti sul clima di fiducia. Inoltre, potrebbero incidere verso il basso interazioni negative più intense o prolungate del previsto fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime e spinte protezionistiche, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Quanto ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat segnala che in maggio l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata dell'1,6 per cento nell'area dell'euro, dopo l'1,5 per cento di aprile. L'aumento dell'inflazione negli ultimi mesi è principalmente riconducibile al rincaro dell'energia. Nella seconda metà di quest'anno non si possono escludere ulteriori lievi incrementi dell'inflazione al consumo. Su un orizzonte più lungo, i tassi di inflazione si dovrebbero mantenere nel complesso moderati. Potrebbero persistere le spinte al rialzo sulle quotazioni delle materie prime, mentre ci si aspetta che le pressioni interne sui prezzi restino contenute nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo continuano a essere saldamente ancora-

te in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento a medio termine.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano tassi di inflazione al consumo sui 12 mesi compresi tra l'1,4 e l'1,6 per cento nel 2010 e tra l'1,0 e il 2,2 per cento l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni di marzo 2010, elaborate dagli esperti della BCE, questi intervalli hanno registrato una lieve revisione al rialzo, principalmente riconducibile a un aumento dei prezzi in euro delle materie prime. Le previsioni diffuse dalle organizzazioni internazionali tracciano un quadro fondamentalmente simile.

I rischi per le prospettive sui prezzi sono sostanzialmente bilanciati. Nel medio periodo 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 costi e dei prezzi 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, in aprile il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 è rimasto invariato al -0,1 per cento. Il tasso di incremento sui 12 mesi dei prestiti al settore privato ha registrato un ulteriore lieve aumento; si è così portato in territorio positivo, ma è rimasto debole, pari allo 0,1 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 periodo. La dinamica di più breve periodo di M3 e dei prestiti ha continuato a essere volatile e, date le rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, è certamente possibile che

l'aggregato monetario M3 e le sue componenti seguitino a mostrare un simile andamento.

La crescita effettiva di M3 sottostima ancora l'espansione monetaria di fondo; tuttavia, appaiono in graduale attenuazione l'impatto al ribasso generato dall'inclinazione piuttosto accentuata della curva dei rendimenti e i conseguenti spostamenti di fondi verso depositi e titoli a più lungo termine non inclusi in M3. Lo stesso vale per le riallocazioni all'interno di M3 che sono state osservate in risposta ai modesti differenziali di interesse fra i diversi strumenti compresi nell'aggregato. La crescita sui 12 mesi di M1, pari al 10,7 per cento, risulta ancora molto vigorosa.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato, tuttora debole, cela flussi mensili positivi ormai da diversi mesi. Al tempo stesso, questi andamenti aggregati continuano soprattutto a rispecchiare la persistente accelerazione dei prestiti alle famiglie, mentre per le società non finanziarie il tasso di variazione è rimasto negativo. Il fatto che i prestiti alle imprese non finanziarie mostrino una risposta ritardata agli andamenti dell'attività è una normale caratteristica del ciclo economico.

Le ultime informazioni confermano che il ridimensionamento dei bilanci bancari complessivi è cessato al volgere dell'anno. Tuttavia, non si possono escludere ulteriori aggiustamenti; inoltre, le banche devono dimostrarsi capaci di incrementare la disponibilità di credito al settore non finanziario quando aumenterà la domanda. Per raccogliere tale sfida le banche dovrebbero ricorrere al mercato al fine di 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 resta adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 6 maggio, il Consiglio

direttivo continua ad attendersi che l'evoluzione dei prezzi si mantenga moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. Potrebbero persistere le spinte inflazionistiche a livello mondiale, mentre ci si aspetta che le pressioni interne sui prezzi rimangano modeste. Gli ultimi dati confermano altresì che nella prima metà di quest'anno la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro, ma è probabile che i tassi di crescita trimestrali mostrino un andamento piuttosto discontinuo. Per il futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di crescita moderato nell'area dell'euro, a fronte di perduranti tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e di un livello insolitamente elevato 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 periodo. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione rimane essenziale. Di conseguenza, il Consiglio direttivo continuerà a seguire tutti gli andamenti nel prossimo periodo con molta attenzione.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per la recente decisione dei paesi dell'area dell'euro di istituire formalmente un dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility). A ciò deve affiancarsi un'azione determinata a livello dei governi. È essenziale che tutti i paesi onorino gli impegni di correggere i disavanzi e i debiti pubblici elevati e di ridurre la vulnerabilità delle proprie finanze. A tale scopo andrebbero specificate in ogni aspetto le misure concrete di aggiustamento necessarie per conseguire gli obiettivi di bilancio. Tutti i paesi devono fare

in modo che sia garantita la fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici. Il Consiglio direttivo apprezza l'adozione di misure di risanamento supplementari e la definizione di obiettivi di bilancio più ambiziosi da parte di una serie di paesi dell'area dell'euro, quelli con i disavanzi più elevati e livelli di debito in forte ascesa. In questo contesto, il Consiglio direttivo ha preso atto degli orientamenti della primavera 2010 per le politiche di bilancio nei paesi dell'area dell'euro, concordati il 7 giugno dai ministri finanziari dell'area, e guarda con favore all'impegno di adottare, ove necessario, ulteriori misure volte ad assicurare il conseguimento degli obiettivi di bilancio per e oltre il 2010. È di fatto di fondamentale importanza che i nuovi obiettivi di bilancio siano raggiunti. Il Consiglio direttivo condivide appieno il punto di vista dei ministri riguardo alla priorità di arrestare e invertire l'incremento del rapporto debito/PIL e accoglie con soddisfazione l'impegno di intraprendere un'azione immediata a tal fine.

In tutti i paesi dell'area dell'euro, per favorire una ripresa sostenibile sono di cruciale importanza riforme strutturali che rafforzino la crescita e l'occupazione. I paesi che presentano problemi di competitività, nonché squilibri interni ed esterni, devono intervenire con urgenza. A tal fine, le contrattazioni salariali dovrebbero consentire un opportuno aggiustamento dei salari alle condizioni di competitività e di disoccupazione. Altrettanto essenziali sono le misure tese a incrementare la flessibilità dei prezzi e la competitività non di prezzo. 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 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 lavoro e la stabilità finanziaria.