



EDITORIALE

Nella riunione tenuta l'8 luglio, 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 10 giugno, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'evoluzione dei prezzi si mantenga moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, beneficiando delle contenute pressioni interne sui prezzi. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica nell'area dell'euro è proseguita nella prima metà del 2010. Per il futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di crescita moderato e ancora discontinuo nell'area, a fronte di un elevato grado di incertezza. L'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 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 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. Di conseguenza, il Consiglio direttivo continuerà

a seguire tutti gli andamenti nel prossimo periodo con molta attenzione.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo un periodo di brusca contrazione, l'attività risulta in espansione nell'area dell'euro dalla metà del 2009. La seconda 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. Gli ultimi dati economici e i più recenti indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività in primavera. 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 comparti 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 caratterizzato da elevata 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, stimolando ulteriormente le esportazioni dell'area dell'euro. In termini di rischi al ribasso, persistono i timori di rinnovate tensioni nei mercati finanziari suscettibili di esercitare ulteriori effetti avversi sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia. Inoltre, potrebbero incidere verso il basso interazioni negative più intense o prolungate delle precedenti attese fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, spinte protezionistiche, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica che a giugno il tasso di in-

flazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è stato pari all'1,4 per cento nell'area dell'euro, dopo l'1,6 per cento di maggio. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe seguire a mostrare una certa variabilità, con una tendenza verso livelli in qualche misura più elevati nell'ultima parte dell'anno. In prospettiva, dovrebbe restare nel complesso moderata nel 2011, beneficiando delle contenute pressioni interne sui prezzi. Le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo 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 termine.

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, a maggio il tasso di incremento sui 12 mesi di M3 è rimasto invariato, al -0,2 per cento. La crescita dei prestiti al settore privato ha registrato un ulteriore lieve aumento sul periodo corrispondente, allo 0,2 per cento, restando tuttavia debole. 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 delle sue componenti e contropartite ha continuato a essere variabile e, date le protratte tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, è certamente possibile che tale andamento persista.

L'impatto in precedenza forte della configurazione dei tassi di interesse sulla dinamica della moneta sembra affievolirsi gradualmente. Questo implica che la crescita effettiva di M3 risenta meno che in passato dell'effetto al ribasso derivante

dall'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti e dai conseguenti spostamenti di fondi verso depositi e titoli a più lungo termine non inclusi in M3. Inoltre, si starebbe attenuando l'influsso che i modesti differenziali di interesse fra i diversi strumenti compresi in M3 esercitano sulle riallocazioni all'interno dell'aggregato stesso verso M1. Tuttavia, la crescita sui 12 mesi di M1, pari al 10,3 per cento, risulta ancora molto vigorosa.

Per quanto concerne i prestiti bancari al settore privato, il tasso di variazione sui 12 mesi tuttora contenuto seguita a celare andamenti contrastanti, di segno positivo per il comparto delle famiglie e di segno negativo per le società non finanziarie. Il flusso mensile dei prestiti bancari alle imprese non finanziarie è risultato positivo a maggio, ma alla luce della variabilità osservata negli ultimi mesi è prematuro valutare se indichi un punto di svolta. Il fatto che i prestiti alle società non finanziarie reagiscano con ritardo all'evoluzione dell'attività è una normale caratteristica del ciclo economico.

I dati fino a maggio confermano che le dimensioni dei bilanci bancari complessivi si sono accresciute dopo il volgere dell'anno. Le banche dovranno dimostrarsi capaci di incrementare la disponibilità di credito al settore non finanziario quando aumenterà la domanda. Ove necessario, per raccogliere tale sfida esse dovrebbero trattenere gli utili, ricorrere al mercato al fine di rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale oppure sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione. A tale riguardo, il Consiglio direttivo accoglie con favore la decisione annunciata dal Consiglio europeo di pubblicare, previo consenso delle banche interessate, i rispettivi risultati delle prove di stress condotte nell'Unione europea dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) in collaborazione con la BCE. Se occorre, dovranno essere intraprese le misure opportune. 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, get-

tando le basi per la crescita sostenibile, la creazione di posti lavoro e la stabilità finanziaria.

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 10 giugno, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'evoluzione dei prezzi si mantenga moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, beneficiando delle contenute pressioni interne sui prezzi. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica nell'area dell'euro è proseguita nella prima metà del 2010. Per il futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di crescita moderato e ancora discontinuo nell'area, a fronte di un elevato grado 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 rimane essenziale.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, occorre chiaramente porre in primo piano la necessità di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Nelle circostanze attuali tutti i paesi dell'area dell'euro devono, come minimo, rispettare i propri piani di risanamento nei termini previsti dalle rispettive procedure per i disavanzi eccessivi. Il perseguimento di traguardi più ambiziosi, che una serie di paesi 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. Inoltre, tutti i paesi devono indicare nel dettaglio misure di aggiustamento credibili che siano sufficienti ad assicurare il raggiungimento dei traguardi definiti per il 2010, il 2011 e oltre in

materia di bilancio e devono onorare l'impegno di adottare misure aggiuntive, ove necessario, nei prossimi anni.

Per consentire l'adeguato funzionamento dell'area dell'euro e rafforzare le prospettive di una maggiore crescita sostenibile, è essenziale perseguire riforme strutturali di ampia portata. Ciò favorirà anche il processo di risanamento dei conti pubblici. Importanti 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 un aggiustamento flessibile alle condizioni di disoccupazione e alle perdite di competitività. Riforme tese a rafforzare la crescita della produttività promuoverebbero ulteriormente il processo di aggiustamento di tali economie.

Per quanto riguarda le proposte che ha presentato alla Task force sulla governance economica istituita dal Consiglio europeo sotto la presidenza di Herman Van Rompuy, il Consiglio direttivo ritiene necessario compiere un balzo in avanti nel rafforzamento dei fondamenti istituzionali dell'UEM. È essenziale un potenziamento delle strutture di governance e dei meccanismi attuativi nel contesto delle politiche economiche dell'area dell'euro. Sarà fondamentale rafforzare la sorveglianza delle politiche fiscali nazionali e assicurare la rigorosa aderenza alle regole di bilancio. È inoltre di estrema importanza che si vigili attentamente sull'andamento relativo della competitività e che venga istituito un meccanismo di sorveglianza per far fronte agli squilibri nei paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso è importante stabilire un quadro di riferimento adeguato per la gestione delle crisi nell'area dell'euro che riduca al minimo l'azzardo morale.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo esamina le ripercussioni della recente recessione sul mercato del lavoro nell'area dell'euro; il secondo valuta l'efficacia delle politiche di bilancio nell'area; il terzo infine tratta l'effetto della crisi finanziaria sull'attività economica dei paesi dell'Europa centrale e orientale.

