



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 6 maggio, 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 nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 8 aprile, il Consiglio direttivo si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Le spinte inflazionistiche a livello internazionale, connesse principalmente all'andamento dei prezzi nei mercati delle materie prime e nelle regioni economiche del mondo in rapida crescita, sono ancora controbilanciate da modeste pressioni interne sui prezzi. Gli ultimi dati confermano altresì che nei primi mesi del 2010 la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro. Secondo il Consiglio direttivo, per l'anno in corso si prospetta un ritmo di crescita moderato nell'area, ma le dinamiche potrebbero risultare discontinue a fronte di un'incertezza insolitamente elevata. L'analisi monetaria conforta uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo, 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 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 saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione resta essenziale. La politica monetaria metterà in atto tutto il necessario per preservare la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area dell'euro. 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 registra un'espansione dalla metà del 2009, dopo un periodo di brusca contrazione. In particolare, 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 ultimi dati,

fra cui indicatori positivi basati sulle indagini congiunturali, confortano la valutazione che il recupero dell'economia dell'area sta procedendo nel 2010. Se da un lato soprattutto le condizioni meteorologiche avverse hanno frenato la crescita nella prima parte dell'anno, dall'altro sembra essersi manifestato un certo rafforzamento in primavera. In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende che l'incremento del PIL in termini reali prosegua a un ritmo moderato. La ripresa in atto a livello mondiale e il suo impatto sulla domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbero sostenere l'economia. Allo stesso tempo la crisi finanziaria dovrebbe frenare l'espansione economica, tenuto conto del processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori, dell'aspettativa di un basso livello di utilizzo della capacità produttiva e delle prospettive di debolezza del mercato del lavoro.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tale scenario sia soggetto 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 recuperare in misura maggiore del previsto ed è possibile che il miglioramento del clima di fiducia superi le attese, dando luogo a un consolidamento della ripresa. In termini di rischi al ribasso persistono timori concernenti rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari. Inoltre, potrebbero influire verso il basso anche 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, maggiori spinte protezionistiche e la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat segnala che in aprile l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata pari all'1,5 per cento nell'area dell'euro, dopo l'1,4 per cento di marzo. Questo dato è in certa misura superiore alle attese di qualche mese fa e sembra essere connesso soprattutto a pressioni al rialzo sulle quotazioni dell'energia. In prospettiva, le spinte inflazionistiche potrebbero intensificarsi a livello internazionale, sospinte principalmente dall'an-

damento dei prezzi nei mercati delle materie prime e nelle regioni economiche del mondo in rapida crescita, mentre per l'area dell'euro ci si attende tuttora che le pressioni interne sui prezzi restino contenute. Pertanto, il tasso di inflazione complessiva dovrebbe rimanere moderato nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. 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 a medio termine.

Nel breve periodo, dato l'andamento delle quotazioni dell'energia, i rischi per le precedenti proiezioni sull'inflazione armonizzata sono orientati in qualche misura verso l'alto, mentre quelli per la stabilità dei prezzi a medio termine sono tuttora ritenuti 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. Al tempo stesso i rischi per gli andamenti interni dei prezzi e dei costi risultano contenuti. Nel complesso, il Consiglio direttivo seguirà con attenzione la futura evoluzione di tutti gli indicatori disponibili dei prezzi.

Passando all'analisi monetaria, a marzo il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 è rimasto lievemente negativo, collocandosi al -0,1 per cento. Unitamente alla protratta crescita negativa sui 12 mesi dei prestiti al settore privato (-0,2 per cento a marzo), gli ultimi dati corroborano ulteriormente la valutazione di un'espansione monetaria di fondo moderata e di spinte inflazionistiche contenute a medio termine. Anche gli andamenti di breve periodo di M3 e dei prestiti sono rimasti modesti.

La crescita effettiva di M3 è ritenuta più debole rispetto all'espansione monetaria di fondo, poiché l'inclinazione piuttosto accentuata della curva dei rendimenti seguita a favorire riallocazioni di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine. Nel contempo, i differenziali tuttora modesti fra i tassi di interesse corrisposti per i

diversi strumenti compresi in M3 implicano il basso costo opportunità di destinare fondi ai depositi a vista anziché ad altre componenti di M3. Ciò si riflette nella differenza ancora marcata tra la debole crescita sui 12 mesi di M3 e la forte espansione di M1 (10,9 per cento a marzo). Tuttavia, dato che l'attuale configurazione dei tassi di interesse si protrae da qualche tempo, le ultime informazioni suggeriscono che le cospicue riallocazioni di fondi si stanno esaurendo.

Il tasso di variazione sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato è rimasto negativo a marzo, ma questo dato cela un flusso mensile ancora positivo. Inoltre, è il risultato di andamenti di segno opposto a livello settoriale: per quanto concerne le famiglie la crescita sui 12 mesi dei prestiti è positiva e in aumento, mentre per quanto riguarda le società non finanziarie risulta negativa. La reazione ritardata dei prestiti per le imprese non finanziarie all'attività economica è un fenomeno ordinario del ciclo economico; nondimeno i dati degli ultimi mesi indicano una possibile interruzione della precedente tendenza discendente dell'espansione sui 12 mesi dei prestiti.

Le informazioni più recenti confermano inoltre che il ridimensionamento dei bilanci bancari complessivi è cessato dal volgere dell'anno. Tuttavia, non si possono escludere ulteriori aggiustamenti e le banche dovranno dimostrarsi capaci di accrescere la disponibilità di credito al settore non finanziario quando aumenterà la domanda. Per raccogliere la sfida dovrebbero ricorrere al mercato e sfruttare le attuali condizioni di finanziamento al fine di rafforzare maggiormente le proprie basi patrimoniali.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE continua a essere adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 8 aprile, il Consiglio direttivo si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Le spinte inflazionistiche a livello internazionale, connesse principalmente all'andamento dei prezzi nei mercati delle materie prime e nelle regioni economiche del mondo

in rapida crescita, sono ancora controbilanciate da modeste pressioni interne sui prezzi. Gli ultimi dati confermano altresì che nei primi mesi del 2010 la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro. Secondo il Consiglio direttivo, per l'anno in corso si prospetta un ritmo di crescita moderato nell'area, ma le dinamiche potrebbero risultare discontinue a fronte di un'incertezza insolitamente elevata. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo, 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 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 saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione resta essenziale. La politica monetaria metterà in atto tutto il necessario per preservare la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire tutti gli andamenti nel prossimo periodo con molta attenzione.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esorta i governi a intraprendere un'azione incisiva per conseguire il risanamento durevole e credibile delle finanze pubbliche. Dagli ultimi dati emerge che per correggere gli ampi squilibri sarà, in generale, necessario intensificare gli sforzi. Il risanamento dei conti pubblici dovrà superare in misura considerevole l'aggiustamento strutturale dello 0,5 per cento del PIL su base annua stabilito come requisito minimo nel Patto di stabilità e crescita. Più si aspetterà a correggere gli squilibri, maggiore risulterà l'aggiustamento necessario e più elevato sarà il rischio di subire un danno in termini di reputazione e fiducia. Per contro, la rapida attuazione di piani di risanamento ad ampio spettro – che prevedano maggiori sforzi nella fase iniziale, siano incentrati sul lato della spesa e siano combinati con riforme strutturali – rafforzerà la fiducia del pubblico nella capacità dei governi di restituire sostenibilità alle finanze pubbliche, ridur-

rà i premi per il rischio intrinseci ai tassi di interesse e quindi favorirà la crescita durevole nel medio periodo. In questo contesto, il Consiglio direttivo accoglie con favore il programma di aggiustamento economico e finanziario che è stato approvato dal governo greco in seguito alla positiva conclusione dei negoziati con la Commissione europea, in raccordo con la BCE, e con il Fondo monetario internazionale, in vista di salvaguardare la stabilità finanziaria nell'insieme dell'area dell'euro.

In tutti i paesi dell'area dell'euro, per favorire una ripresa sostenibile sono d'importanza cruciale riforme strutturali che rafforzino la crescita e l'occupazione. Alla luce del recente incremento della disoccupazione, per evitare che questo si traduca in un aumento della disoccupazione strutturale sono necessari sistemi tributari e assistenziali capaci di incentivare efficacemente il lavoro, migliori dispositivi di formazione e sufficiente flessibilità dei contratti di lavoro. Al tempo stesso urge un intervento da parte dei paesi che presentano problemi di competitività, nonché squilibri interni ed esterni. A tal fine è indispensabile che nella contrattazione salariale vi siano istituzioni che consentano un opportuno aggiustamento dei salari sulla base delle perdite di competitività e delle condizioni di disoccupazione. Altrettanto essenziali sono le misure tese ad accrescere 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 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.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo valuta l'evoluzione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro dall'introduzione della moneta unica. Il secondo esamina le cause fondamentali alla base della "grande inflazione" degli anni '70, mettendo in luce i principali insegnamenti per la politica monetaria. Il riquadro seguente delinea le misure adottate dal Consiglio direttivo il 10 maggio.

**MISURE AGGIUNTIVE DECISE DAL CONSIGLIO DIRETTIVO**

Il 10 maggio il Consiglio direttivo ha deciso di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni, osservate in alcuni segmenti di mercato, che ostacolano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e quindi l'efficace conduzione di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi a medio termine. Tali misure sono intese a non influenzare l'intonazione della politica monetaria.

In particolare, il Consiglio direttivo ha deciso di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro nell'ambito del Programma relativo ai mercati dei titoli, al fine di assicurare spessore e liquidità in quei segmenti che presentano disfunzioni. L'obiettivo del programma consiste nel far fronte al malfunzionamento dei mercati dei titoli e nel ripristinare adeguatamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La portata degli interventi sarà determinata dal Consiglio direttivo. Nel pervenire a questa decisione il Consiglio direttivo ha preso atto della dichiarazione resa dai governi dei paesi dell'area dell'euro, che prenderanno "tutte le misure necessarie per raggiungere gli obiettivi di bilancio quest'anno e negli anni a venire, in linea con le procedure per i disavanzi eccessivi", e del preciso ulteriore impegno assunto da alcuni di essi di accelerare il risanamento dei bilanci e assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. L'impatto degli interventi sarà sterilizzato tramite operazioni di riassorbimento della liquidità erogata attraverso il programma.

Il Consiglio direttivo ha inoltre stabilito che le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a 3 mesi previste per il 26 maggio e il 30 giugno prossimi saranno svolte attraverso procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Inoltre, il 12 maggio è stata effettuata un'ORLT con scadenza a 6 mesi e piena aggiudicazione dell'importo, applicando il tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della sua durata.

Il Consiglio direttivo infine ha deciso di riattivare, in raccordo con altre banche centrali, il meccanismo temporaneo di scambio di valute (linee di *swap*) con il Federal Reserve System e di riprendere le operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza a 7 e a 84 giorni. Queste ultime saranno svolte come operazioni di pronti contro termine a fronte di garanzie idonee per la BCE, tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. La prima è stata effettuata l'11 maggio.

Il Consiglio direttivo ritiene che le misure adottate siano essenziali per assicurare l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In particolare, contribuiranno a mitigare la propagazione dell'accresciuta volatilità dei mercati finanziari, i rischi di liquidità e le tensioni nei mercati per quanto riguarda l'accesso al finanziamento nell'economia.

La sterilizzazione degli interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato assicurerà che il Programma relativo ai mercati dei titoli non incida sugli attuali livelli della liquidità e dei tassi dei mercati monetari. Le misure adottate pertanto non influenzano l'intonazione della politica monetaria.