



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 4 marzo, 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 4 febbraio, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica è in corso nell'area dell'euro, pur essendo probabilmente destinata a procedere in modo discontinuo. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nell'insieme, 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.

Nella riunione del 4 marzo il Consiglio direttivo ha anche esaminato, alla luce degli andamenti dell'economia e dei mercati finanziari, come procedere nel graduale rientro delle misure operative non convenzionali che erano state adottate. È stato quindi deciso di continuare a condurre sia le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) sia le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché sarà necessario e in ogni caso almeno fino al termine del nono periodo di mantenimento del 2010, il 12 ottobre. A ciascuna operazione di rifinanziamento con scadenza speciale si applicherà il tasso fisso utilizzato nelle ORP del rispettivo periodo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso la ripresa delle procedure d'asta a tasso variabile nelle regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con

scadenza a 3 mesi, a partire dall'operazione che sarà aggiudicata il 28 aprile 2010. I volumi saranno definiti in vista di assicurare condizioni distese nei mercati monetari ed evitare differenziali significativi tra i tassi offerti e quello in essere sulle ORP. Inoltre, in linea con la decisione del 16 dicembre 2009 sulle ORLT a 12 mesi, il Consiglio direttivo ha stabilito che alla ORLT con scadenza a 6 mesi e aggiudicazione il 31 marzo 2010 si applicherà il tasso minimo di offerta medio delle ORP condotte nell'arco della durata di tale operazione.

Con queste decisioni, l'Eurosistema seguita a fornire un sostegno alla liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro a condizioni assai vantaggiose, agevolando così l'offerta di credito nell'area. Al tempo stesso contribuisce a evitare distorsioni connesse al mantenimento di misure non convenzionali oltre il necessario. Il Consiglio direttivo procederà nel graduale rientro delle misure straordinarie di liquidità. Al fine di contrastare con efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine, 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 l'analisi economica, negli ultimi trimestri l'area dell'euro ha seguito a beneficiare dei significativi interventi di stimolo macroeconomico e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema bancario, nonché della ripresa in atto su scala mondiale. La prima stima dell'Eurostat relativa al PIL in termini reali dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2009 indica una crescita dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,4 del terzo trimestre. Gli indicatori disponibili suggeriscono che la ripresa economica è in corso nell'area dell'euro, pur essendo probabilmente destinata a procedere in modo discontinuo. In particolare incidono vari fattori straordinari, fra i quali le condizioni meteorologiche avverse che hanno colpito determinate regioni dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2010. Dato questo andamento discontinuo è preferibile non soffermarsi sulla volatilità riscontrata su base trime-

strale e confrontare i dati di crescita nell'arco di un semestre. Guardando al futuro, il Consiglio direttivo si attende un tasso di incremento del PIL in termini reali ancora moderato nel 2010, considerato il processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori nonché l'aspettativa che il basso livello di utilizzo della capacità produttiva freni verosimilmente gli investimenti e che i consumi siano moderati dalle deboli prospettive del mercato del lavoro.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE, che indicano tassi di espansione del PIL in termini reali compresi tra lo 0,4 e l'1,2 per cento nel 2010 e tra lo 0,5 e il 2,5 per cento l'anno seguente. Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre, svolto dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 appare lievemente più ristretto, mentre quello per il 2011 è stato leggermente rivisto al rialzo, per tenere conto del notevole rafforzamento dell'attività su scala mondiale.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tali prospettive siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza. 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 consistenti 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, l'intensificarsi delle spinte protezionistiche e rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Quanto ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat segnala che in febbraio l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata dello 0,9 per cento

nell'area dell'euro, dopo l'1,0 per cento di gennaio. 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 interna ed estera, 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.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE, che indicano tassi di inflazione al consumo sui 12 mesi compresi tra lo 0,8 e l'1,6 per cento nel 2010 e tra lo 0,9 e il 2,1 per cento l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, svolte dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 è stato corretto lievemente al ribasso, mentre quello per il 2011 leggermente al rialzo.

I rischi per queste prospettive restano sostanzialmente bilanciati. Sono connessi in particolare all'ulteriore evoluzione dell'attività economica e agli andamenti 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 gennaio il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 è diventato lievemente positivo, salendo allo 0,1 per cento. Questo andamento, principalmente riconducibile a un effetto base, conferma la tesi di una perdurante debolezza della crescita della moneta. Unitamente al tasso di variazione negativo sui 12 mesi dei prestiti al settore privato (-0,6 per cento in gennaio), gli ultimi dati corroborano la valutazione del Consiglio direttivo di un'espansione monetaria di fondo moderata e di spinte inflazionistiche modeste connesse agli andamenti monetari nel medio periodo. La

crescita di M3 e dei prestiti al settore privato resterà probabilmente debole anche nei prossimi mesi.

Al tempo stesso, l'evoluzione effettiva della moneta è verosimilmente più contenuta rispetto all'espansione monetaria di fondo per l'impatto frenante dell'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti. Ciò favorisce la riallocazione di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine. I modesti differenziali tra i tassi di interesse corrisposti sui vari strumenti compresi in M3 comportano d'altro canto un basso costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M1, che in gennaio ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto (11,5 per cento sui 12 mesi).

Il tasso di variazione negativo dei prestiti al settore privato è il risultato di andamenti di segno opposto: se da un lato la crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie appare positiva e in aumento, dall'altro quella dei prestiti alle società non finanziarie è negativa e in calo. Tali differenze sono in linea con l'evoluzione storica e le regolarità cicliche, che supportano l'aspettativa di prestiti alle società non finanziarie ancora deboli per qualche tempo dopo la ripresa dell'attività economica. Contestualmente si è ridotto il costo dell'indebitamento per le imprese e, nell'insieme, il settore ha continuato a fare ampio ricorso al mercato per sostituire il canale di finanziamento bancario.

Negli ultimi mesi le banche hanno proceduto nel ridimensionamento dei propri bilanci complessivi, ma dovranno dimostrarsi capaci di gestire questo adeguamento assicurando al tempo stesso la disponibilità di credito al settore non finanziario. Per raccogliere la sfida 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.

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 del Consiglio direttivo dello scorso 4 febbraio, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica è in corso nell'area dell'euro, pur essendo probabilmente destinata a procedere in modo discontinuo. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nell'insieme, 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 del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, livelli elevati di disavanzo e debito pubblico esercitano ulteriori pressioni a carico della politica monetaria e minano il Patto di stabilità e crescita in quanto pilastro fondamentale dell'Unione economica e monetaria. È della massima importanza che il programma di stabilità di ciascun paese dell'area dell'euro definisca le strategie di uscita dalle misure di stimolo e le strategie di riequilibrio dei conti pubblici per il prossimo futuro. Ciò richiede interventi risoluti, in particolare da parte delle economie con alti livelli di disavanzo e debito. Tutti i paesi dovranno rispettare gli impegni assunti nel quadro delle procedure per i disavanzi eccessivi. Il processo di risanamento delle finanze pubbliche dovrebbe 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. Il 3 marzo il Consiglio direttivo ha rilasciato una dichiarazione sulle misure aggiuntive di risanamento dei conti pubblici annunciate dal governo greco.

Per favorire la crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro, in tutti i paesi dell'area dell'euro la sfida principale è accelerare le riforme strutturali. Occorre adottare politiche intese ad aprire l'accesso ai mercati e rafforzare la concorrenza. In generale, è essenziale gettare le premesse per investimenti a lungo termine in innovazione in vista di generare nuove opportunità imprenditoriali. È il momento di provvedere al progressivo rientro delle misure di sostegno settoriale adottate per fronteggiare gli effetti immediati della crisi. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, si rendono necessarie

moderazione salariale in diverse economie e sufficiente flessibilità per impedire che la disoccupazione strutturale raggiunga livelli più elevati nei prossimi anni. Le riforme strutturali dovrebbero essere supportate da un'opportuna 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 e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile e per la stabilità finanziaria.