

EDITORIALE

Nella riunione del 7 maggio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di ulteriori 25 punti base, all'1,00 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio. Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato mantenuto invariato, allo 0,25 per cento. Pertanto, rispetto ai livelli dell'8 ottobre 2008, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema registra una diminuzione totale di 325 punti base.

L'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE risulta adeguato tenendo conto di tutte le informazioni e analisi disponibili. Oltre a queste riduzioni, il 7 maggio il Consiglio direttivo ha deciso di portare avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito. In continuità e coerenza con le operazioni effettuate dall'ottobre scorso e riconoscendo il ruolo centrale svolto dal sistema bancario nel finanziamento dell'economia dell'area dell'euro, l'Eurosistema condurrà operazioni finalizzate all'immissione di liquidità a più lungo termine con scadenza a un anno, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Il tasso fisso applicato alla prima di queste operazioni, che verrà annunciata il 23 giugno prossimo, sarà il tasso vigente in tale data per le operazioni di rifinanziamento principali; successivamente potrà includere un premio rispetto a quest'ultimo, a seconda delle circostanze del momento.

Il Consiglio direttivo ha stabilito in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area. Le relative modalità saranno annunciate in dettaglio dopo la riunione del Consiglio direttivo prevista per il 4 giugno prossimo.

Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso che la Banca europea per gli investimenti verrà considerata controparte idonea nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema con effetto dall'8 luglio 2009, alle medesime condizioni delle altre controparti.

Tali decisioni sono state adottate per favorire la flessione in atto dei tassi a termine del mercato monetario, incoraggiare le banche a mantenere e accrescere i prestiti alla clientela, contribuire a migliorare la situazione di liquidità in segmenti importanti del mercato dei titoli di debito del settore privato, nonché allentare le condizioni di finanziamento per banche e imprese.

Le decisioni assunte tengono conto dell'aspettativa che l'andamento dei prezzi continui a essere frenato dal considerevole calo dei corsi delle materie prime osservato in passato e dal pronunciato indebolimento dell'attività nell'area dell'euro e su scala mondiale. I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali forniscono incerti segnali di stabilizzazione su livelli molto contenuti, dopo un primo trimestre nettamente più negativo delle attese. L'economia mondiale, inclusa quella dell'area dell'euro, permane in forte rallentamento, con la prospettiva di un continuo marcato ristagno della domanda sia interna che esterna nel 2009 e di una sua graduale ripresa nel corso del 2010. Questa valutazione incorpora alcuni andamenti avversi che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Al tempo stesso gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati 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 risultati dell'analisi monetaria confermano l'attenuazione delle spinte inflazionistiche, in presenza di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito negli ultimi mesi. Sullo sfondo di questi andamenti, dopo le decisioni del 7 maggio il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata a medio termine, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Per quanto concerne l'analisi economica, in seguito alle turbolenze finanziarie l'economia dell'area dell'euro ha continuato a indebolirsi nel primo trimestre dell'anno, contestualmente alla protratta decelerazione dell'attività mondiale. L'indebolimento del primo trimestre

sembra essere assai più pronunciato di quanto previsto a marzo. Più di recente i dati delle indagini congiunturali, ancorché su livelli molto contenuti, hanno fatto emergere incerti segnali di stabilizzazione. Nel complesso, è probabile che l'attività economica risulti assai modesta nella rimanente parte dell'anno, per poi registrare una graduale ripresa nel corso del 2010. In particolare, il considerevole calo dei prezzi delle materie prime osservato dall'estate del 2008 sostiene il reddito disponibile reale e quindi i consumi. Inoltre, la domanda interna e quella esterna dovrebbero sempre più beneficiare degli effetti delle significative misure di stimolo macroeconomico in atto, nonché degli interventi finora varati per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia nell'area dell'euro che all'esterno.

Considerando l'insieme di tali misure e dei loro effetti, nonché la crescita marcatamente negativa del primo trimestre dell'anno e le previsioni rese note più di recente da organismi pubblici, queste prospettive restano soggette a rischi essenzialmente bilanciati. Tra i rischi al ribasso, vi sono i timori riguardo alla possibilità di un maggiore impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, nonché all'eventuale intensificarsi delle spinte protezionistiche e a possibili andamenti sfavorevoli dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri internazionali. Nel contempo, si potrebbero registrare ricadute positive più marcate di quanto anticipato a seguito della diminuzione dei prezzi delle materie prime e delle misure adottate sul piano delle politiche.

La stima rapida dell'Eurostat indica un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dello 0,6 per cento in aprile, invariato rispetto a marzo. Il calo dell'inflazione osservato dall'estate scorsa riflette principalmente il brusco ribasso delle quotazioni delle materie prime a livello mondiale nel corso del periodo. Emergono inoltre crescenti segnali di una moderazione più generalizzata delle pressioni inflazionistiche. In prospettiva, gli effetti base derivanti dai passati andamenti dei prezzi dell'energia incideranno in modo significativo sulle dinamiche di

breve periodo dello IAPC. Il Consiglio direttivo si aspetta pertanto di assistere a un'ulteriore contrazione dell'inflazione complessiva, che si manterrebbe temporaneamente su livelli negativi per qualche mese intorno alla metà dell'anno; in seguito riprenderebbe ad aumentare. Queste dinamiche di breve periodo non sono, tuttavia, rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In un orizzonte temporale più ampio, l'inflazione al consumo dovrebbe permanere su livelli positivi, inferiori al 2 per cento nel 2010; l'evoluzione dei prezzi sarebbe frenata dal perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Questo scenario è soggetto a rischi sostanzialmente equilibrati, connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica nonché all'evoluzione dei prezzi delle materie prime.

Passando all'analisi monetaria, i dati più recenti confermano la continua moderazione del ritmo dell'espansione di fondo della moneta, come segnalano ad esempio le contestuali ulteriori riduzioni del tasso di crescita sui dodici mesi di M3, al 5,1 per cento, e di quello dei prestiti al settore privato, al 3,2 per cento. Tale moderazione conforta la valutazione di un rientro delle pressioni inflazionistiche a medio termine.

Gli andamenti mensili di M3 e delle sue componenti hanno continuato a mostrare variabilità, a fronte della contrazione rilevata nei dati di marzo per la maggior parte delle rispettive consistenze. Questa evoluzione potrebbe in parte rispecchiare le scelte di investimento degli operatori di mercato in risposta alle passate riduzioni dei tassi d'interesse di riferimento della BCE, le quali hanno fatto diminuire la remunerazione dei depositi a breve termine e degli strumenti negoziabili e hanno favorito corrispondenti riallocazioni di fondi non solo all'interno di M3, ma anche verso strumenti non compresi nell'aggregato.

Le consistenze dei prestiti delle IFM al settore privato si sono ulteriormente ridotte a marzo, rispecchiando principalmente il dato negativo osservato per le società non finanziarie. Il minore volume del finanziamento è tuttora connesso in gran parte ai prestiti a breve scadenza, mentre per le scadenze più lunghe il flusso netto si è mantenuto positivo. È probabile che il calo dei prestiti a breve termine rifletta in larga misura la contrazione della domanda a seguito del brusco deterioramento dell'attività e delle prospettive economiche all'inizio dell'anno. I tassi di interesse sui prestiti a breve termine e quelli sui prestiti a tasso variabile erogati dalle banche a famiglie e imprese non finanziarie hanno registrato una sensibile flessione negli ultimi mesi, indicando che gli impulsi di politica monetaria continuano a trasmettersi all'economia. Nel complesso, gli ultimi dati sulla moneta e sul credito confortano la valutazione secondo cui sia le banche sia i settori detentori di moneta riducono le proprie posizioni a elevata leva finanziaria assunte negli anni scorsi.

In sintesi, le decisioni adottate il 7 maggio dal Consiglio direttivo tengono conto dell'aspettativa che l'andamento dei prezzi continui a essere frenato dal considerevole calo dei corsi delle materie prime osservato in passato e dal pronunciato indebolimento dell'attività nell'area dell'euro e su scala mondiale. I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali forniscono incerti segnali di stabilizzazione su livelli molto contenuti, dopo un primo trimestre nettamente più negativo delle attese. L'economia mondiale, inclusa quella dell'area dell'euro, permane in forte rallentamento, con la prospettiva di un continuo marcato ristagno della domanda sia interna che esterna nel 2009 e di una sua graduale ripresa nel corso del 2010. Questa valutazione incorpora alcuni andamenti avversi che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Al tempo stesso gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi

monetaria conferma l'attenuazione delle spinte inflazionistiche, in presenza di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito negli ultimi mesi. Sullo sfondo di questi andamenti, dopo le decisioni del 7 maggio il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata a medio termine, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Nel complesso, a partire dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 l'Eurosistema ha adottato una serie di misure la cui natura, portata e tempistica risultano senza precedenti. Questi interventi hanno determinato una chiara riduzione dei tassi di interesse del mercato monetario che le banche dell'area dell'euro utilizzano normalmente come termine di riferimento per ricalcolare le rate sui prestiti a tasso variabile e stabilire il prezzo dei nuovi prestiti a breve termine. Ciò, a sua volta, ha comportato brusche diminuzioni dei tassi su tali prestiti a favore delle famiglie e delle società non finanziarie. Dato lo sfasamento temporale con cui le decisioni di politica monetaria esplicano i propri effetti, si realizzerà progressivamente la piena trasmissione all'economia degli interventi del Consiglio direttivo. Grazie all'insieme delle misure adottate, la politica monetaria ha quindi fornito un continuo sostegno alle famiglie e alle imprese.

Quando miglioreranno le condizioni macroeconomiche, il Consiglio direttivo assicurerà che le misure intraprese e la liquidità erogata possano essere rapidamente riassorbite, al fine di contrastare in modo efficace e tempestivo qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, le ultime proiezioni formulate per i paesi dell'area dell'euro indicano continue revisioni delle stime e delle previsioni sui saldi di bilancio. Disavan-

zi più ampi e l'incidenza sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario determineranno un incremento significativo dei rapporti debito pubblico/PIL. Inoltre, dalle proiezioni aggiornate della Commissione europea e del Comitato di politica economica su incarico del Consiglio Ecofin emerge che per la maggior parte dei paesi costituisce un arduo compito affrontare l'impatto dell'invecchiamento demografico sui bilanci. È pertanto indispensabile che i paesi assumano un impegno risoluto e credibile a compiere un percorso di risanamento per il ripristino di solide finanze pubbliche, nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita. In questo modo si manterrà viva la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti e si promuoveranno la ripresa economica e la crescita nel lungo periodo. La credibilità degli impegni di risanamento risulterà rafforzata se questi saranno inquadrati nel contesto di politiche nazionali orientate al medio termine.

Passando alle politiche strutturali, ora è essenziale adoperarsi soprattutto per potenziare la ca-

pacità di adeguamento e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro in conformità con il principio di un'economia di mercato aperta. Ciò esorta ad accelerare l'attuazione delle riforme tanto nel mercato del lavoro, per agevolare un adeguato processo di formazione dei salari e la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale, quanto nei mercati dei beni e servizi, per stimolare la concorrenza e una più rapida ristrutturazione.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo esamina il ruolo fondamentale delle aspettative, in particolare del saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, ai fini della politica monetaria. Il secondo descrive le caratteristiche salienti, in ambito economico e istituzionale, dei dodici paesi che hanno aderito all'Unione europea nel maggio 2004 e nel gennaio 2007, mettendo in prospettiva l'evoluzione osservata a partire dal loro ingresso nell'UE. Il terzo illustra i principali sviluppi e risvolti sul piano delle politiche in relazione al trattamento normativo delle agenzie di *rating*.