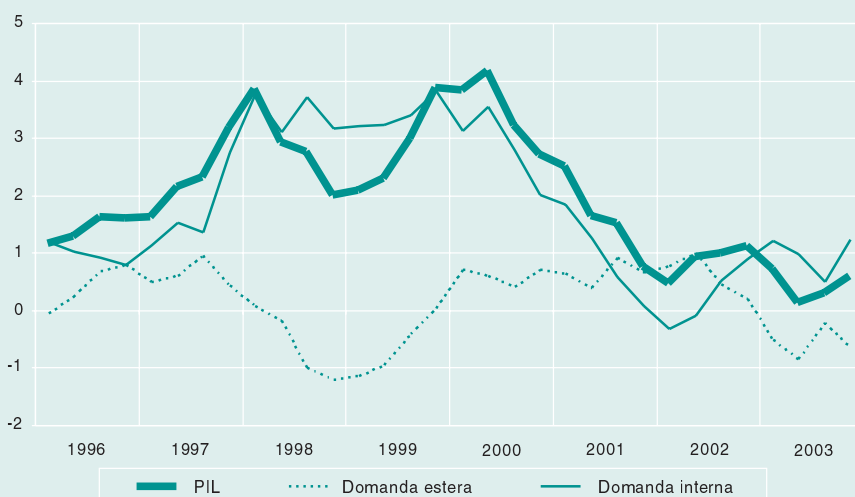


Grafico 12 – AREA EURO - PIL E CONTRIBUTI ALLA CRESCITA (variazioni percentuali annue e punti percentuali, dati destagionalizzati a prezzi costanti)

Fonte: Statistiche nazionali.

Tra le componenti interne della domanda, gli investimenti fissi lordi hanno segnato per il secondo anno consecutivo una contrazione (-1,2%, dopo il -2,8% del 2002): da un lato l'apprezzamento dell'euro ha più che compensato la discesa dei tassi di interesse reali, rendendo complessivamente meno accomodanti le condizioni monetarie, dall'altra la modesta crescita della domanda interna e il deteriorarsi del clima di fiducia degli imprenditori nella prima parte dell'anno non hanno creato condizioni favorevoli ad una ripresa degli investimenti; il contributo alla variazione annua del PIL di tale voce è risultato negativo per 2 decimi di punto. Tra le altre componenti interne della domanda, il principale apporto alla crescita è stato fornito dai consumi, sia privati che pubblici (per 5 e 4 decimi di punto rispettivamente). I primi, sostenuti da una modesto incremento dei salari in termini reali, hanno fatto segnare una evoluzione positiva (1%), anche se contenuta e ben al di sotto rispetto a quella prevalente nella seconda metà del decennio scorso.

Le due principali economie dell'area, Francia e Germania, sono state accomunate da una *performance* deludente: nel primo paese si è registrato un modesto incremento del PIL (0,2%), nel secondo l'attività reale si è leggermente contratta (-0,1%). La composizione della crescita presenta però delle differenze sostanziali. In Francia la domanda interna è rimasta complessivamente sostenuta, grazie all'apporto fornito dai consumi, sia nella componente privata che pubblica; il contributo alla crescita tendenziale di tali voci è stato positivo rispettivamente per 9 e 6 decimi di punto. In Germania, al con-

trario, l'apporto dei consumi privati è stato negativo per un decimo di punto, mentre è risultato positivo, ma di modesta entità, quello dei consumi pubblici (2 decimi di punto). Nonostante il basso livello dei tassi di interesse, gli investimenti fissi lordi hanno invece registrato una contrazione in entrambi i paesi, anche a causa del deterioramento del clima di fiducia delle imprese nella prima metà dell'anno; la discesa è stata più marcata in Germania che in Francia (del 2,9 e 0,8% rispettivamente), contribuendo negativamente alla dinamica del PIL (per 2 decimi in Francia e 6 decimi in Germania).

La Spagna ha invece confermato una maggiore vivacità del proprio andamento ciclico, evidenziando una leggera accelerazione rispetto al risultato conseguito nel 2002: la crescita del PIL si è infatti collocata al 2,4%, dopo il 2% del 2002. Alla base di tale *performance* si trova il vivace andamento dei consumi, sia privati che pubblici (cresciuti rispettivamente del 3 e del 4,5%), i primi alimentati dalla riduzione della tassazione sui redditi introdotta all'inizio dell'anno. Grazie a un'elevata percentuale dei prestiti ipotecari contratti a tassi variabili, la Spagna risulta più sensibile di altri paesi europei alla variazione dei tassi di interesse a breve. Lo stimolo monetario ha determinato un aumento dei prestiti ipotecari alle famiglie, degli investimenti in abitazioni e dei prezzi del mercato immobiliare, con ricadute positive anche sull'occupazione settoriale.

Il rallentamento ciclico internazionale, accompagnato dall'apprezzamento della moneta unica, ha determinato, d'altro canto, una generalizzata decelerazione nel tasso di espansione delle esportazioni. La Germania, grazie alla composizione settoriale e geografica del proprio commercio estero, orientato prevalentemente verso l'esportazione di beni capitali e mezzi di trasporto nei paesi a più elevata crescita (Stati Uniti, paesi dell'Europa centro-orientale, paesi del sud-est asiatico), ha registrato un incremento contenuto, ma positivo delle proprie vendite all'estero (1,1%, dopo il 3,4% del 2002), mentre in Francia si è evidenziata una contrazione (-2,1%). Il contributo alla crescita delle esportazioni nette è stato negativo in entrambi i paesi (per 9 decimi di punto in Francia, 4 decimi in Germania), così come in Spagna (un punto percentuale), dove è però stato conseguito grazie ad una più elevata dinamica dei tassi di espansione sia dell'*export* che dell'*import* (4 e 6,7% rispettivamente).

La produzione industriale

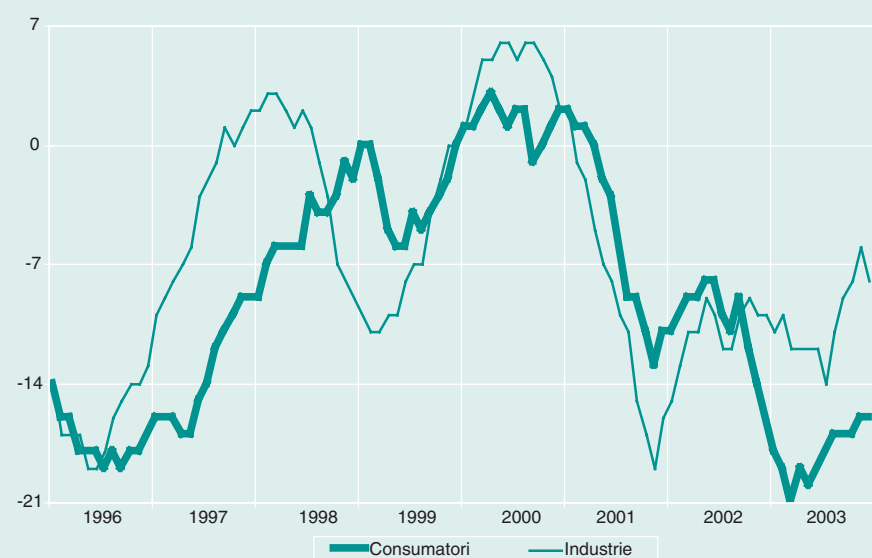
Anche l'andamento dell'attività produttiva ha seguito nel corso del 2003 un profilo in linea con l'evoluzione del tono congiunturale. La produzione industriale al netto del settore delle costruzioni è diminuita nella prima parte dell'anno, per poi mostrare una ripresa negli ultimi mesi. In media d'anno, tuttavia, dopo la contrazione del 2002 (-0,6%) si è tornati a registrare una modesta variazione positiva (0,4%).

Il clima di fiducia

Sin dalla seconda metà del 2002, in conseguenza della delusione seguita alla falsa partenza del ciclo dell'area euro, il clima di opinione ha mostrato

un deterioramento, più marcato per le famiglie che per le imprese. Tale tendenza è proseguita anche nei primi tre mesi del 2003, guidata dall'acuirsi delle tensioni internazionali in prossimità del conflitto iracheno. Già dal secondo trimestre dell'anno, tuttavia, si è registrata una stabilizzazione; nel secondo semestre è poi seguita una decisa inversione di tendenza, in particolare del clima di opinione degli imprenditori, manifestatasi in coincidenza con il rafforzamento delle attese per una ripresa dell'economia nell'area industrializzata grazie all'irrobustimento del tono congiunturale negli Stati Uniti e, sorprendentemente, in Giappone.

Grafico 13 – AREA EURO - INDICATORI DEL CLIMA DI FIDUCIA
(saldi destagionalizzati)



Fonte: Commissione Europea.

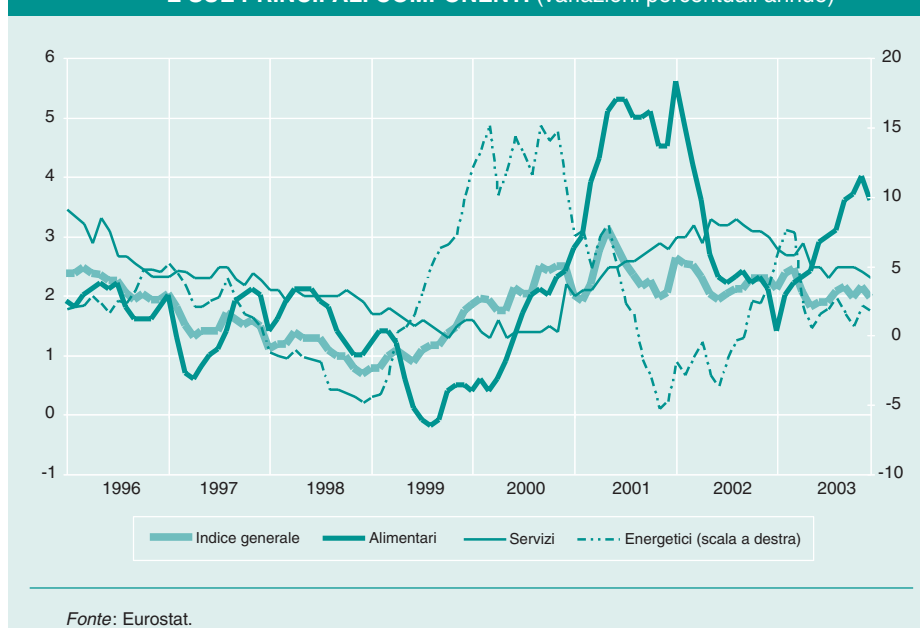
E' proprio al traino della domanda estera che è, infatti, legato il miglioramento della fiducia degli imprenditori, guidato da segnali di ripresa degli ordinativi, sia totali che esteri, che si sono riflessi in un cospicuo rialzo delle attese a breve termine sulla produzione. In particolare, è il settore manifatturiero tedesco quello che ha maggiormente beneficiato del miglioramento delle condizioni internazionali.

Nel corso del 2003, tre fasi distinte hanno caratterizzato la dinamica dei prezzi alla produzione e al consumo. Nei primi tre mesi dell'anno, il forte incremento del prezzo del greggio sui mercati internazionali dovuto all'acuirsi delle tensioni geopolitiche si è velocemente trasmesso sia ai prezzi all'origine che a quelli finali. Successivamente si è invece assistito al ritorno delle quotazioni su livelli più contenuti, con un immediato effetto di riduzione dei prezzi alla produzione.

La dinamica dei
prezzi

Nella seconda metà del 2003 tornava invece a manifestarsi qualche tensione nei prezzi delle principali *commodities*: i rialzi delle materie prime industriali, particolarmente marcati nell'ultimo trimestre dell'anno, si sono riflessi in una leggera accelerazione dell'indice dei prezzi alla produzione nei mesi di ottobre e novembre, nonostante l'apprezzamento dell'euro abbia ridotto l'impatto inflativo proveniente dall'esterno.

Grafico 14 – AREA EURO - INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO E SUE PRINCIPALI COMPONENTI (variazioni percentuali annue)



Anche l'indice dei prezzi al consumo ha mostrato, a partire dal mese di agosto, un profilo in crescita su base congiunturale. Beni energetici e alimentari si sono alternati nel determinarne l'andamento: i primi registrando forti incrementi sia in luglio che in agosto, per poi diminuire costantemente, grazie all'apprezzamento della valuta europea; i secondi mostrando una forte rialzo tra settembre e novembre. Nel confronto con lo stesso mese dell'anno precedente, l'inflazione al consumo ha oscillato, dopo l'estate, tra il 2 e il 2,2%, per collocarsi a fine anno al 2%. Al netto delle componenti più volatili (prodotti energetici e alimentari non trasformati), l'inflazione è stata invece caratterizzata da un andamento declinante: la *core inflation* si è attestata in dicembre all'1,9%; in termini di valore medio annuo si è registrata una diminuzione di 5 decimi di punto rispetto al 2002 (2%, contro il 2,5% del 2002).

Il mercato del lavoro

Lo scarso dinamismo che ha contraddistinto l'evoluzione ciclica nel corso del 2003 si è riflesso sulle condizioni del mercato del lavoro. Nei primi nove mesi dell'anno si è registrata per l'intera economia una crescita dell'oc-

cupazione dello 0,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; i livelli occupazionali sono rimasti sostanzialmente stabili dalla seconda metà del 2002. Qualche differenza è però riscontrabile nelle dinamiche settoriali: nell'industria si è registrata una contrazione che ha interessato tutti i trimestri, mentre nel comparto delle costruzioni la riduzione è stata marcata nel periodo giugno-settembre (-0,9%), dopo una variazione positiva nel secondo trimestre (0,4%). Il settore dei servizi ha invece continuato a mostrare un'evoluzione costantemente positiva nella creazione di posti di lavoro, ad un ritmo dello 0,2 per cento.

In corrispondenza di questi andamenti, il tasso di disoccupazione ha mostrato una sostanziale invarianza nel corso di quasi tutto il 2003, mantenendosi all'8,8% tra marzo e dicembre, con un incremento di due decimi di punto rispetto al valore del dicembre 2002.

Nel corso del 2003, per il terzo anno consecutivo, è proseguito in gran parte dei paesi dell'UEM il processo di deterioramento dei principali saldi di finanza pubblica.

Per l'insieme dell'area, l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è aumentato di 4 decimi di punto, passando da un *deficit* del 2,3% al 2,7% in rapporto al PIL. Solo due paesi hanno continuato a registrare un *surplus*: la Finlandia, che ha però mostrato un risultato in netta riduzione rispetto a quello conseguito nel 2002 (dal 4,3% al 2,3%), e il Belgio, con un

La finanza
pubblica

Tabella 3 – DISAVANZO E DEBITO NEI PAESI DELL'AREA EURO (*) (in percentuale del PIL)

P A E S I	Disavanzo pubblico			Debito pubblico		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Austria	0,2	-0,2	-1,1	67,1	66,6	65,0
Belgio	0,5	0,1	0,2	108,1	105,8	100,5
Finlandia	5,2	4,3	2,3	43,9	42,6	45,3
Francia	-1,5	-3,2	-4,1	56,8	58,6	63,0
Germania	-2,8	-3,5	-3,9	59,4	60,8	64,2
Grecia	-1,4	-1,4	-1,7	106,9	104,7	102,4
Irlanda	1,1	-0,2	0,2	36,1	32,3	32,0
Italia	-2,6	-2,3	-2,4	110,6	108,0	106,2
Lussemburgo	6,3	2,7	-0,1	5,5	5,7	4,9
Paesi Bassi	-	-1,9	-3,0	52,9	52,6	54,8
Portogallo	-4,4	-2,7	-2,8	55,6	58,1	59,4
Spagna	-0,4	-	0,3	57,5	54,6	50,8

(*) Inclusivo dei proventi derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

Fonte: Eurostat.

avanzo di dimensioni molto contenute (pari allo 0,2% del PIL, dopo lo 0,1% del 2002). In Irlanda e Spagna si è invece passati da un *deficit* a un *surplus* (rispettivamente da -0,2% e -0,05% del PIL nel 2002 allo 0,2% e 0,3% nel 2003), mentre in tutti gli altri paesi si è verificato un incremento dei rispettivi *deficit*. In particolare, nel caso delle due principali economie dell'area, Francia e Germania, è stata ampiamente superata la soglia del 3% imposta dai vincoli di Maastricht: il primo paese ha registrato un rapporto *deficit*/PIL del 4,1%, il secondo del 3,9 per cento.

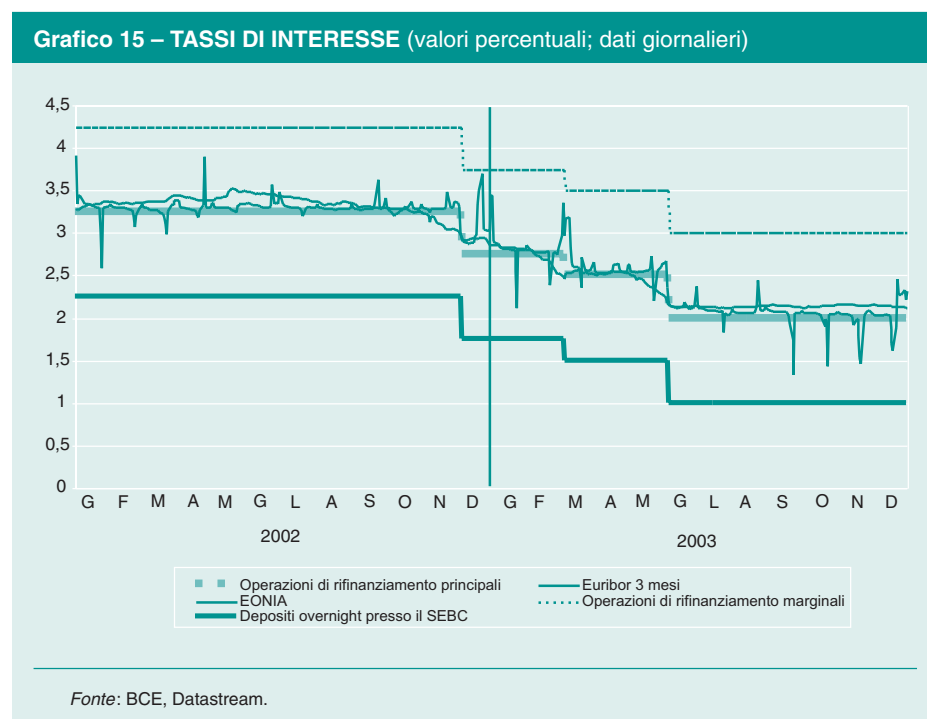
In questo contesto di difficoltà, principalmente dovuta al rallentamento della crescita economica, il Consiglio Ecofin ha deciso a maggioranza, a fine novembre, di sospendere le procedure di disavanzo eccessivo avviate nei confronti di Germania e Francia. Ciò ha condotto ad una situazione di forte contrasto con la Commissione, con riferimento soprattutto alle questioni procedurali.

Anche il peso del debito pubblico, dopo la tendenza al ridimensionamento sperimentata fino al 2002, è nuovamente tornato ad aumentare, passando per l'intera area dal 69,2% al 70,4% del PIL. Sei stati membri hanno mostrato un livello di debito superiore alla soglia del 60%, contro i cinque del 2003: la Francia si è infatti aggiunta al gruppo, avendo registrato un livello pari al 63% del PIL, dal 58,6% del 2002. Belgio Italia e Grecia hanno però proseguito lungo il sentiero di rientro, segnando un ridimensionamento del rapporto debito/PIL, più marcato nel primo paese (oltre 5 decimi di punto, dal 105,8 al 100,5% in rapporto al PIL) che nel secondo (meno di due decimi, dal 108 al 106,2% del PIL) e nel terzo (dal 104,7 al 102,4%).

1.7 LA POLITICA MONETARIA ED I MERCATI FINANZIARI NELL'AREA DELL'EURO

Nel corso del 2003 la Banca Centrale Europea è intervenuta due volte: agli inizi di marzo, con un taglio dei tassi di interesse ufficiali di 25 punti base, ed ai primi di giugno, con la riduzione di un ulteriore mezzo punto percentuale. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è così sceso dal 2,75% di inizio anno al 2%, livello minimo dagli inizi della UEM. Parallelamente, sono stati ridotti nella stessa misura anche il tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale, sceso all'1%, ed il tasso di rifinanziamento marginale, ridotto al 3%. Nel secondo semestre la BCE ha mantenuto i tassi ufficiali invariati.

Le decisioni sono state prese in un contesto economico caratterizzato, nella prima parte dell'anno, dal protrarsi della fase di rallentamento economico in presenza di un deterioramento della situazione economica mondiale e, nella seconda, dall'emergere di primi segnali di miglioramento dovuti al consolidamento della ripresa internazionale. Essi tuttavia si sono accompa-



gnati, soprattutto nei mesi finali, ad una notevole incertezza sulle prospettive di ripresa dei paesi dell'area dell'euro a causa della perdurante debolezza della domanda interna e dell'avvio di una nuova fase di rafforzamento della valuta comune. L'intero anno inoltre è stato caratterizzato dalla sostanziale assenza di pressioni inflazionistiche. Il tasso di inflazione misurato sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo si è attestato nella seconda parte dell'anno a circa il 2%, valore in linea con l'obiettivo inflazionistico di medio periodo, così come definito nella nuova formulazione della strategia di politica monetaria precisata dalla BCE nel mese di maggio. Al netto dei prodotti energetici e degli alimentari non trasformati, la crescita dei prezzi al consumo (*core inflation*) è scesa nella parte finale del 2003 all'1,9%. Le aspettative della Banca centrale circa la tendenza della dinamica dei prezzi nell'area dell'euro risultavano inoltre in discesa: a dicembre le previsioni della BCE, a tassi di interesse e cambio costanti, hanno indicato un tasso di crescita dell'indice armonizzato (IACP) per il 2004 compreso tra l'1,3 ed il 2,3% ed in ulteriore calo nell'anno successivo.

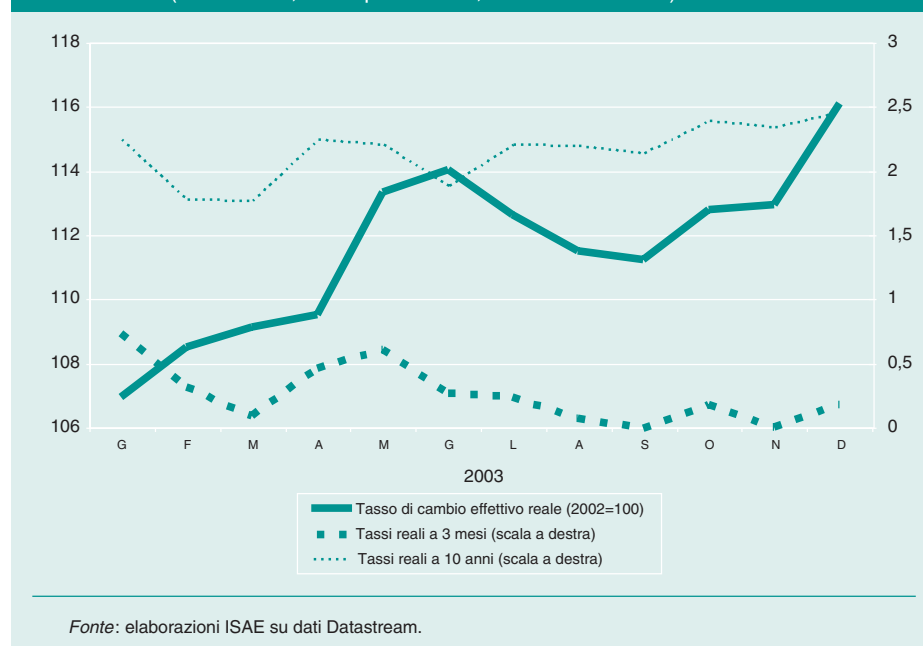
Le azioni attuate dalla BCE nel corso del 2003 hanno determinato una contrazione del differenziale rispetto ai rendimenti a breve negli Stati Uniti, dove, con il taglio di un quarto di punto a fine giugno, la Fed ha portato il tasso obiettivo sui *Federal Funds* all'1% ed ha praticamente concluso la fase di riduzione dei tassi ufficiali iniziata nel 2001. Complessivamente, a fine 2003,

la fase di allentamento monetario nell'area dell'euro, iniziata qualche mese dopo quella americana, è stata meno aggressiva: rispetto al livello massimo raggiunto nel 2000, la BCE ha ridotto il tasso *repo* di 2,75 punti percentuali, dal 4,75% al 2%; nello stesso periodo il taglio dei tassi ufficiali statunitensi attuato dalla Federal Reserve è stato di 5,5 punti percentuali, dal 6,5% all'1 per cento.

Condizioni monetarie

Le condizioni monetarie nell'area dell'euro sono diventate progressivamente più severe nel corso dell'anno, con l'eccezione dell'allentamento intervenuto nei mesi estivi, quando hanno favorevolmente agito sia la riduzione dei tassi di interesse a breve termine sia la temporanea interruzione, con una breve fase di indebolimento, del processo di apprezzamento dell'euro. Il restringimento delle condizioni monetarie che ha avuto luogo nel 2003 è risultato particolarmente forte dal lato del tasso di cambio, che in termini effettivi reali risultava per l'area dell'euro essersi apprezzato in dicembre dell'11% rispetto ad un anno prima. I tassi di interesse reali di breve termine hanno registrato una leggera riduzione, per effetto degli interventi attuati dalla BCE in parte compensati dalla riduzione dell'inflazione: il rendimento a tre mesi al netto della variazione dei prezzi al consumo nei dodici mesi precedenti è sceso da livelli di poco superiori al mezzo punto percentuale a valori prossimi allo zero, ma ancora positivi, nella parte finale dell'anno. I rendimenti reali a 10 anni si sono mantenuti pressoché costanti per gran parte del

Grafico 16 – CONDIZIONI MONETARIE NELL'AREA DELL'EURO
(dati mensili, valori percentuali; indice 2002 = 100)

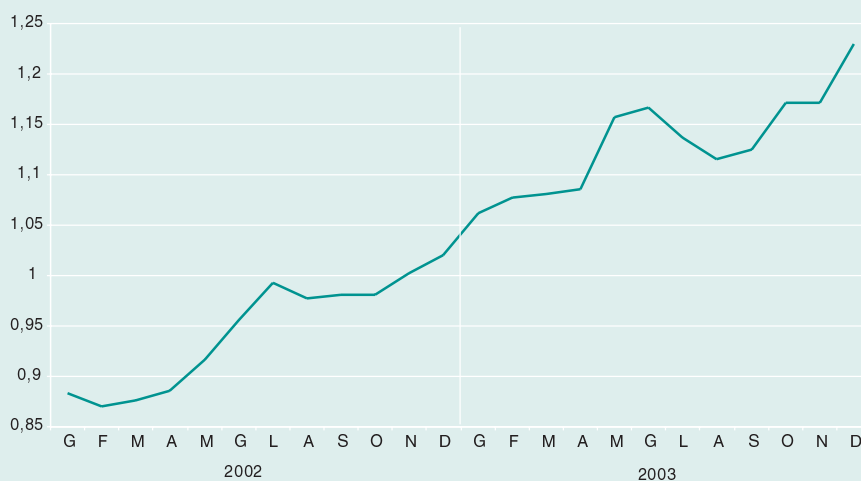


2003, qualche decimo al di sopra dei due punti percentuali, ed hanno manifestato una tendenza alla crescita a partire dal mese di ottobre, riflettendo l'andamento dei tassi nominali.

Le prospettive relative all'andamento dell'inflazione sono risultate in calo. In un contesto di moderazione salariale, le uniche spinte sono derivate dall'aumento delle quotazioni del petrolio; dall'introduzione, nella parte finale dell'anno, di provvedimenti di inasprimento delle imposte indirette e delle tariffe in alcuni paesi dell'area e dalle prospettive di aumento dei prezzi delle materie prime non petrolifere. Esse sono state compensate dall'assenza di pressioni dal lato della domanda e del cambio, con un quadro macroeconomico interno caratterizzato dal perdurare della debolezza di consumi e investimenti e con un euro in rafforzamento. In particolare, l'aumento dei prezzi

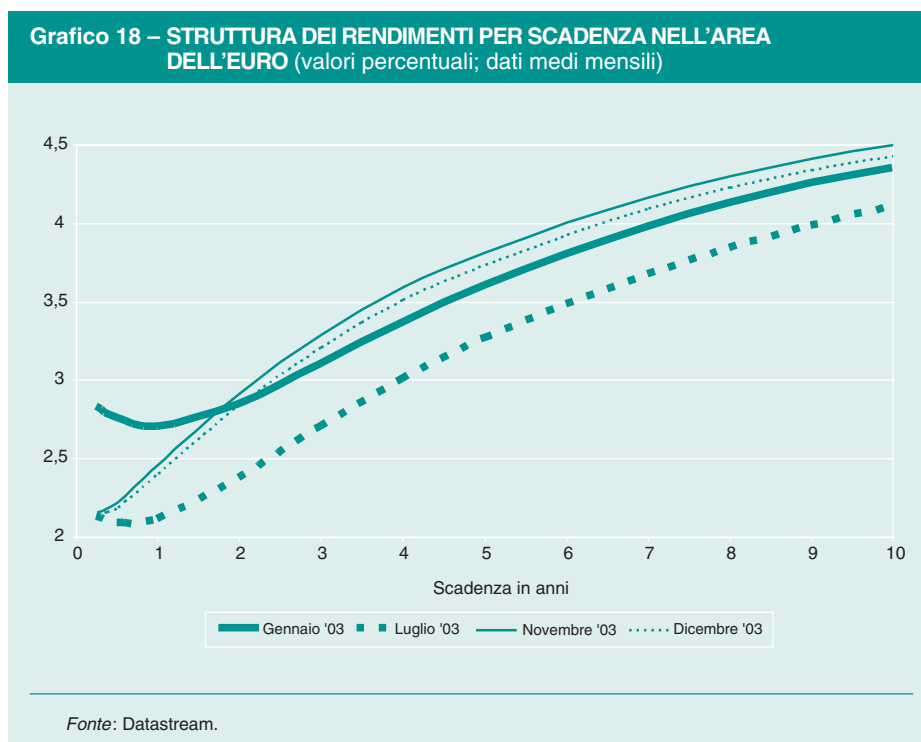
Indicatori
delle prospettive
inflazionistiche

Grafico 17 – TASSO DI CAMBIO EURO/DOLLARO USA (dati medi mensili)



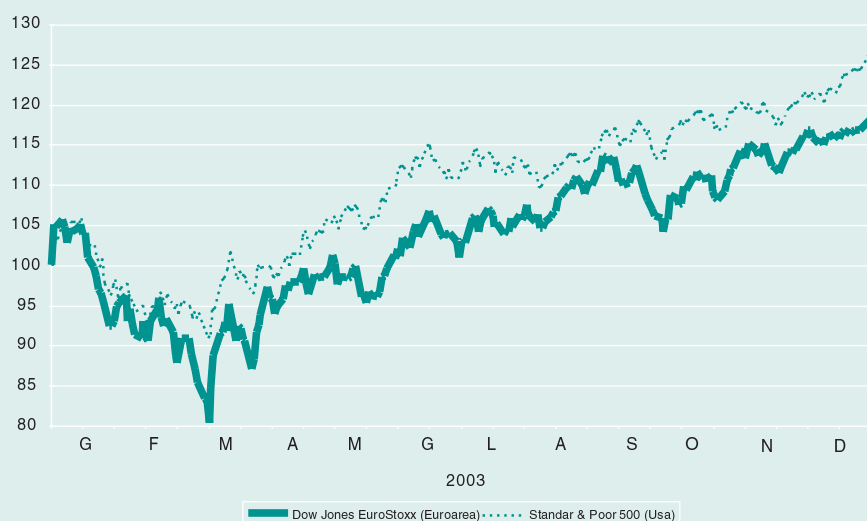
Fonte: Datastream.

internazionali del petrolio (il Brent ha ampiamente superato i 30 dollari barile nel primo trimestre e, dopo il calo registrato in primavera, ha successivamente ripreso a crescere tornando su tali livelli alla fine del 2003) è stato sensibilmente smorzato dall'andamento del tasso di cambio: il costo del petrolio nella seconda metà dell'anno ha oscillato intorno a 25 euro a barile, quasi il 14% in meno rispetto alla media del primo trimestre. L'andamento degli indicatori finanziari ha confermato l'assenza di rischi inflazionistici, evidenziando il prevalere di notevoli incertezze sulle prospettive di evoluzione economica dell'area. Innanzitutto la struttura per scadenza dei rendimenti, che, riflettendo i mutamenti di aspettative, si è mossa in modo altalenante. Nel



primo semestre la curva ha manifestato una tendenza all'appiattimento che è stata tuttavia efficacemente contrastata dalla BCE. Le riduzioni dei tassi a breve, peraltro attese dai mercati, non hanno infatti determinato analoghe riduzioni dei tassi a lunga scadenza che sono rimasti quasi costanti (intorno al 4% quelli a dieci anni) con il conseguente aumento delle pendenze della curva. Sul segmento a più breve termine la struttura dei rendimenti ha tuttavia mantenuto una conformazione ad U, segnalando il persistere di una elevata preferenza per la liquidità e attese di ulteriori ribassi dei tassi ufficiali. Il miglioramento delle prospettive economiche intervenuto nel corso dei mesi estivi in seguito all'emergere dei segnali di consolidamento della ripresa internazionale si è tradotto in un aumento dei rendimenti a medio-lunga scadenza di qualche decimo di punto. Anche il segmento monetario ha assunto una inclinazione positiva, indicando l'inversione di tendenza nelle aspettative sull'evoluzione della politica monetaria da parte dei mercati, i quali hanno cominciato a scontare interventi non più indirizzati ad ulteriori allentamenti bensì ad una restrizione monetaria. In particolare, a fine estate, aumenti dei tassi di interesse erano attesi già per gli inizi del 2004, quando si prevedeva avrebbe preso avvio la ripresa della domanda. Dall'autunno, viceversa, i movimenti dei tassi di interesse hanno evidenziato una elevata volatilità delle aspettative degli operatori, con una curva per scadenza che si è spostata verso il basso in settembre, è risalita fino agli inizi di dicembre per scendere nuo-

vamente nello scorcio finale dell'anno. Nell'ultimo mese, inoltre, l'appiattimento della curva sul primo segmento della curva e l'evoluzione dei rendimenti impliciti nei contratti *futures* hanno segnalato un mutamento delle aspettative relative alle azioni di politica monetaria, con l'affermarsi tra gli operatori di attese di invarianza dei tassi ufficiali per un più prolungato periodo di tempo. Analoghi segnali sono emersi dagli andamenti degli altri indicatori finanziari. I mercati azionari hanno registrato una brusca caduta delle quotazioni nel corso del primo trimestre, migliorando successivamente e manifestando una decisa tendenza al rialzo nel corso dei mesi estivi. L'indice Dow Jones Eurostoxx, dopo aver recuperato a fine giugno le perdite subite nel corso del primo trimestre, è aumentato di un ulteriore 6% fino a settembre. Nello stesso periodo i flussi di investimento sui mercati obbligazionari hanno privilegiato i titoli a *rating* meno elevato ed il premio di rischio richiesto sui titoli obbligazionari privati, misurato dal differenziale di rendimento tra obbligazioni private a 10 anni e titoli pubblici di pari durata, si è progressivamente ridotto, annullandosi già a fine giugno. Successivamente, la tendenza alla crescita delle quotazioni azionarie ha subito un rallentamento e sono tornati ad aumentare i prezzi sui mercati obbligazionari, indicando sia un profilo atteso dei rendimenti più basso sia una maggiore preferenza per i titoli a reddito fisso, a conferma della maggiore incertezza che ha caratterizzato la parte finale dell'anno.

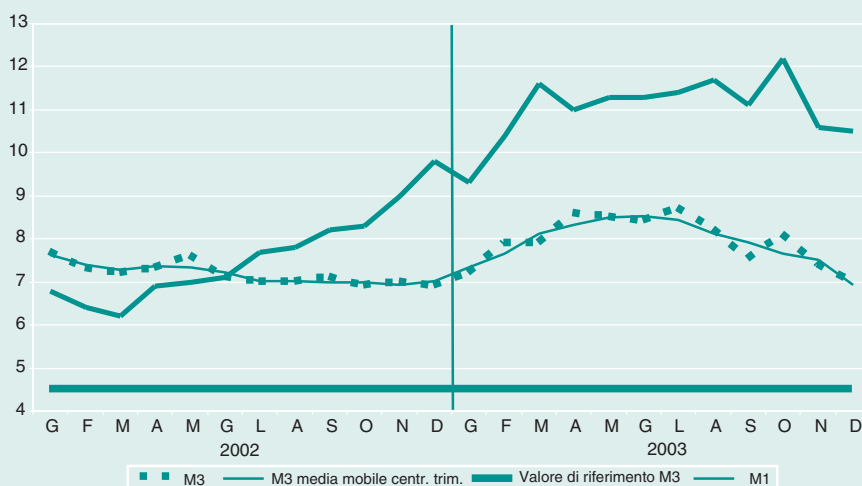
Grafico 19 – INDICI AZIONARI (1 gennaio 2003 = 100, dati giornalieri)

Fonte: Datastream.

Aggregati monetari

L'andamento degli aggregati monetari nel 2003 ha indicato il permanere di condizioni di abbondante liquidità e ha manifestato solo deboli e peraltro incerti segnali di ricomposizione dei portafogli verso attività a più lunga scadenza nella parte finale dell'anno. La loro evoluzione è stata determinata soprattutto, unitamente alla minore convenienza di detenere strumenti meno liquidi (misurata dal differenziale di rendimento tra queste attività ed i tassi monetari), dalle condizioni di incertezza che hanno prevalso sui mercati finanziari e che hanno indotto gli investitori ad un atteggiamento di cauta attesa. In un contesto di debole domanda, l'evoluzione degli aggregati monetari non ha pertanto segnalato la presenza di rischi inflazionistici. La dinamica di M3, dopo la tendenza alla riduzione mostrata nel corso del 2002, è risultata di nuovo in forte aumento nel primo semestre del 2003, raggiungendo il picco dell'8,7% in luglio, più di 4 punti percentuali oltre il valore di riferimento indicato dalla BCE (4,5%). Nella seconda parte dell'anno, pur risultando in moderazione, la crescita si è mantenuta su livelli elevati: in termini di media mobile centrata trimestrale, è gradualmente scesa al 7% in dicembre, tornando così ai ritmi registrati a fine 2002. L'evoluzione di M3 ha riflesso quella degli aggregati più liquidi compresi in M1, aumentati a tassi superiori all'11% per gran parte dell'anno ed in leggera moderazione negli ultimi due mesi, quando hanno registrato incrementi del 10,5%. Una componente della crescita degli aggregati monetari è stata la sostenuta dinamica del circolante,

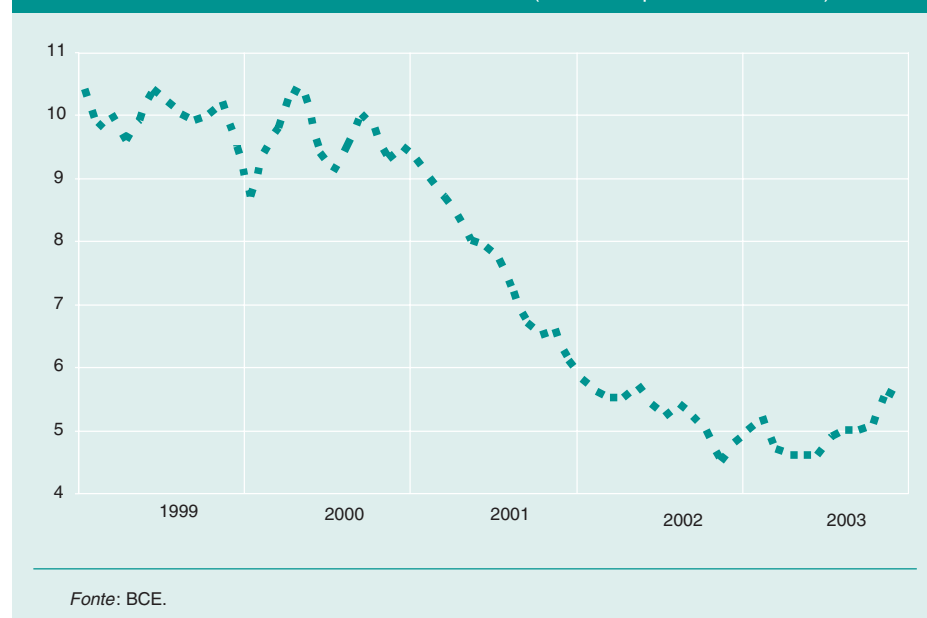
Grafico 20— AGGREGATI MONETARI NELL'AREA DELL'EURO
(variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE.

pari al 32% in media. A fine anno, l'ammontare della moneta in circolazione è stato di quasi 390 miliardi di euro, il 14% in più dei livelli precedenti la drastica riduzione dovuta al *changeover*, indicando quindi anche un probabile recupero di scorte in euro nei paesi extra-UEM. L'analisi delle contropartite conferma l'assenza di rischi inflazionistici: il credito al settore privato dell'economia, in forte rallentamento dall'inizio del 2001, ha infatti continuato a crescere a tassi contenuti, inferiori al 5% nel primo semestre. Nel secondo ha mostrato una indecisa tendenza al rialzo, anche in seguito all'introduzione a fine anno di elementi tecnici, fiscali e legali, con una dinamica che ha continuato comunque a collocarsi su livelli bassi, intorno al 5,5 per cento.

Grafico 21 – PRESTITI AL SETTORE PRIVATO (variazioni percentuali annue)



Nel mese di maggio la BCE ha proceduto ad una nuova formulazione della strategia di politica monetaria rispetto a quella annunciata nell'ottobre 1998. Quella originaria, come noto, indicava due pilastri: il primo rappresentato dalla valutazione della crescita dell'aggregato monetario M3 a livello dell'intera area dell'euro rispetto ad un valore di riferimento fissato annualmente; il secondo costituito dalle indicazioni relative agli sviluppi futuri dei prezzi provenienti da un *mix* di altri indicatori finanziari ed economici. La BCE aveva inoltre definito come obiettivo un tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) dell'intera area dell'euro "inferiore al 2% nel medio periodo". La formulazione originaria, quindi, risultava attribuire rilevante importanza nelle decisioni di politica monetaria allo scostamento di M3 dal valore di equilibrio di lungo periodo, ovvero quello rite-

La nuova
formulazione
della strategia
della BCE

nuto compatibile con la stabilità dei prezzi e con una crescita economica in linea con il potenziale, e all'obiettivo prioritario del mantenimento di una bassa inflazione, senza considerare esplicitamente la possibilità di rischi deflazionistici, né a livello di area né di singolo paese. Dalla seconda metà del 2001, con la fine della fase congiunturale espansiva e per la concomitanza di diversi fattori (tra cui lo sgonfiamento della bolla creatasi nella seconda metà degli anni novanta nei mercati azionari, l'aumento dei rischi collegati al fenomeno del terrorismo e alle tensioni politiche internazionali, i fallimenti di importanti società statunitensi ed europee) sono emersi in modo evidente i limiti di una tale formulazione. In primo luogo, l'aumento dell'incertezza del contesto macroeconomico e politico, l'elevata volatilità dei mercati azionari e la maggiore percezione del rischio da parte degli investitori hanno determinato un sensibile aumento della preferenza per la liquidità e reso più instabile la relazione di breve periodo tra moneta e inflazione. La conseguenza è stata che i due pilastri hanno registrato un andamento significativamente discordante: da un lato, la dinamica dell'aggregato monetario M3 ha continuato ad evidenziare una situazione di eccesso di liquidità; dall'altro, gli andamenti economici e finanziari segnalavano un sensibile affievolimento dei rischi inflazionistici. In tale periodo, la politica monetaria ha assunto un orientamento sempre più espansivo, in apparente contrasto con gli andamenti degli aggregati monetari ed ingenerando ulteriore confusione sul ruolo di quello che era stato indicato come primo pilastro della strategia. In secondo luogo, in un contesto caratterizzato da bassa domanda, prezzi del petrolio in calo e rafforzamento del tasso di cambio, il diffondersi di timori di deflazione (in particolare in Germania) ha riproposto il problema della simmetria della definizione dell'obiettivo di politica monetaria della BCE, la quale aveva fissato un limite superiore senza indicare uno inferiore. Sono diventati evidenti i rischi conseguenti alla fissazione di un obiettivo di stabilità dei prezzi nella media dell'area troppo ambizioso, ovvero la maggiore difficoltà dei processi di aggiustamento, la perdita di efficacia della politica monetaria e la possibilità del verificarsi di fenomeni di deflazione in alcuni paesi dell'unione valutaria. Il Consiglio direttivo della BCE ha pertanto ritenuto opportuno migliorare la formulazione originaria della strategia di politica monetaria e l'8 maggio 2003, con un comunicato stampa, ha reso note alcune precisazioni e modifiche. Innanzitutto, ha qualificato diversamente la definizione dell'obiettivo inflazionistico, indicando un livello "prossimo" al 2% nel medio periodo (nella conferenza stampa che ne è seguita, è stato dichiarato un obiettivo per le aspettative di inflazione all'interno di un *range* ristretto, compreso tra 1,7% e 1,9%). Con tale precisazione la BCE ha pertanto inteso sottolineare l'impegno di fornire un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione. Inoltre, ha ridimensionato il ruolo della moneta nelle decisioni di politica monetaria. È stato infatti sottolineato che l'andamento di M3 rimane rilevante come indi-

catore delle tendenze di lungo periodo dell'inflazione ma che, ai fini della politica monetaria, la cui formulazione avviene su orizzonti temporali di breve-medio termine ove la relazione tra moneta e prezzi non è stabile, è necessaria una valutazione basata su analisi approfondite e complete di tutti gli indicatori. Per sottolineare la stabilità della relazione di lungo periodo tra moneta e prezzi, infine, la BCE ha deciso di non rivedere annualmente il valore di riferimento di M3, come inizialmente stabilito, ma solo in presenza di mutamenti strutturali che si ritenga ne modifichino i parametri.

PAGINA BIANCA