



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

RAPPORTO ANNUALE 2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

RAPPORTO ANNUALE
2006

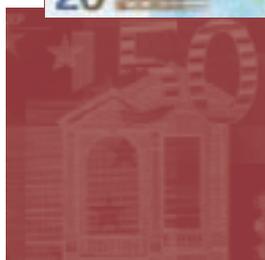
BANCA CENTRALE EUROPEA





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2006

Nel 2007 tutte
le pubblicazioni
della BCE saranno
caratterizzate da un
motivo tratto dalla
banconota da 20 euro.

© Banca Centrale Europea, 2007

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

*Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione a fini
didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.*

Fotografie:

*Martin Joppen
Stefan Laub
Marcus Thelen*

*I dati contenuti in questo Rapporto
sono aggiornati al 2 marzo 2007.*

ISSN 1561-4530 (stampa)
ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	10	3 LE BANCONOTE E LE MONETE	116
CAPITOLO I		3.1 La circolazione e la gestione	
L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA		delle banconote e delle monete	116
MONETARIA		3.2 La contraffazione delle banconote	
		in euro e i relativi deterrenti	117
		3.3 L'emissione e la produzione di	
I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	18	banconote	118
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI		4 LE STATISTICHE	121
ED ECONOMICI	24	4.1 Statistiche nuove o più esaustive	121
2.1 Il contesto macroeconomico		4.2 Evoluzione di altri aspetti	
internazionale	24	statistici	122
2.2 Gli andamenti monetari e		4.3 La preparazione all'allargamento	
finanziari	28	dell'area dell'euro	123
2.3 Prezzi e costi	55	5 LA RICERCA ECONOMICA	124
2.4 La produzione, la domanda e il		5.1 Le priorità della ricerca	124
mercato del lavoro	63	5.2 Pubblicazioni e conferenze	126
2.5 La finanza pubblica	71	6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	128
2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei		6.1 Il rispetto dei divieti concernenti	
pagamenti	77	il finanziamento monetario e	
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA		l'accesso privilegiato	128
NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON		6.2 Le funzioni consultive	128
APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	86	6.3 La gestione delle operazioni di	
		indebitamento e prestito per	
CAPITOLO 2		conto della Comunità europea	131
LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ		6.4 I servizi di gestione delle riserve	
DELL'EUROSISTEMA COME BANCA CENTRALE		offerti dall'Eurosistema	131
I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA,		CAPITOLO 3	
LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI		L'INGRESSO DELLA SLOVENIA NELL'AREA	
E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	100	DELL'EURO	
1.1 Le operazioni di politica		I GLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
monetaria	100	IN SLOVENIA	134
1.2 Le operazioni sul mercato		2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE	
dei cambi	106	DELLA BANKA SLOVENIJE	
1.3 Le attività di investimento	106	NELL'EUROSISTEMA	138
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI		3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE	
REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN		DELLA BANKA SLOVENIJE	
TITOLI	109	NELL'EUROSISTEMA	140
2.1 Il sistema Target	109	3.1 Le operazioni di politica	
2.2 Il sistema Target2	111	monetaria	140
2.3 Il progetto <i>Target2-Securities</i>	113		
2.4 Le procedure di regolamento per			
le garanzie	114		

3.2	Il contributo al capitale, alle riserve e alle attività di riserva della BCE	140	2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	171	
			2.1	I principali sviluppi nel sistema monetario e finanziario internazionale	171
4	IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN SLOVENIA	142	2.2	La cooperazione con i paesi al di fuori dell'UE	173
CAPITOLO 4			CAPITOLO 6		
LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE			LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO		
I	LA STABILITÀ FINANZIARIA	146	I	LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO	178
1.1	Il monitoraggio della stabilità finanziaria	146	2	QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO	179
1.2	La cooperazione in situazioni di crisi	149	CAPITOLO 7		
2	LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	150	L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA		
2.1	Aspetti generali	150	I	LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	184
2.2	Il settore bancario	151	2	L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	185
2.3	Il settore dei valori mobiliari	152	CAPITOLO 8		
2.4	I principi contabili	152	L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO		
3	L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	154	I	GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE	191
4	LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO	159	1.1	L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	191
4.1	La sorveglianza sull'infrastruttura e sui sistemi di pagamento di importo rilevante in euro	159	1.2	Il Consiglio direttivo	192
4.2	I servizi di pagamento al dettaglio	161	1.3	Il Comitato esecutivo	194
4.3	Compensazione e regolamento delle transazioni in titoli	162	1.4	Il Consiglio generale	196
			1.5	I comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato per il bilancio preventivo e la Conferenza per le risorse umane	197
CAPITOLO 5			1.6	La <i>governance</i> interna	197
LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI			2	GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	200
I	LE TEMATICHE EUROPEE	166	2.1	Le risorse umane	200
1.1	Le tematiche relative alle politiche economiche	166	2.2	La nuova sede della BCE	202
1.2	Le problematiche istituzionali	168			
1.3	Gli andamenti nei paesi in fase di adesione e candidati all'adesione all'UE e le relazioni con gli stessi	169			

3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC	204	2	Dispersione dei tassi di interesse nei mercati bancari al dettaglio nei paesi dell'area dell'euro	48
4 IL BILANCIO DELLA BCE	205	Tavola	Differenze fra paesi nei tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni	49
Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2006	206	Figura A	Tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie	50
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2006	210	Figura B	Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie	51
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2006	212	Figura C	Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie	52
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	213	3	Aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro	57
Note allo stato patrimoniale	218	Figura A	Misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro	58
Note al conto economico	228	Figura B	Distribuzione della frequenza delle aspettative di inflazione su un orizzonte di cinque anni tra gli intervistati dell'SPF (2001-2006)	59
Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	231	Figura C	Relazione fra le revisioni delle aspettative di inflazione a breve e a più lungo termine nell'SPF (2001-2006)	59
Relazione del revisore indipendente	233	Figura D	Tasso di inflazione di pareggio e probabilità che l'inflazione armonizzata su un orizzonte di cinque anni sia pari o superiore al 2 per cento	60
5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2006	234	4	I differenziali di crescita del prodotto tra i paesi dell'area dell'euro	66
ALLEGATI		Figura	Dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali fra i paesi dell'area dell'euro	66
STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	238	5	L'evoluzione della produttività nell'area dell'euro e la necessità di riforme strutturali	69
PARERI ADOTTATI DALLA BCE	242	Figura A	Crescita della produttività del lavoro per ora lavorata	69
CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	249	Figura B	Crescita della produttività del lavoro per occupato	69
DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BCE DAL 2006	251	Tavola A	Alcuni indicatori strutturali	70
GLOSSARIO	256			
ELENCO DEI RIQUADRI				
1 Il ruolo degli altri intermediari finanziari nelle dinamiche monetarie	32			
Figura A Depositi a breve termine e contratti pronti contro termine di altri intermediari finanziari non monetari presso le IFM	33			
Figura B Scomposizione settoriale dei depositi a più lungo termine	34			
Figura C Prestiti delle IFM ad altri intermediari finanziari non monetari	35			

Tavola B	Crescita settoriale della produttività del lavoro per ora lavorata	70	8	Posizione di bilancio	89
6	Andamento dell'emissione di titoli pubblici e differenziali di rendimento obbligazionario nell'area dell'euro	73	9	Alcune voci della bilancia dei pagamenti	90
Tavola A	Tasso di crescita annuale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	73	10	Andamenti negli AEC II	91
Tavola B	Struttura delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro	74	11	Strategie ufficiali di politica monetaria adottate nel 2006 dagli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	95
Figura	Variazioni cumulate nei differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi	74	12	Pagamenti gestiti da Target	110
Tavola C	Rating del credito sovrano per i paesi dell'area dell'euro	75	13	Distribuzione delle banconote contraffatte per taglio	117
7	La globalizzazione e la competitività dell'area dell'euro	80	14	L'assegnazione della produzione di banconote nel 2006	120
Tavola	Vantaggio comparato rivelato per intensità dei fattori	80	15	Principali indicatori economici per la Slovenia	135
Figura A	Andamento del vantaggio comparato rivelato	81			
1	Esportazioni a prevalente intensità di ricerca	81			
2	Esportazioni a prevalente intensità di lavoro	81			
Figura B	Variazione delle quote delle importazioni di manufatti dell'area dell'euro per paese di origine	83			
8	Le implicazioni statistiche dell'allargamento dell'area dell'euro alla Slovenia	136			

ELENCO DELLE FIGURE

1	Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	18
2	Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate	24
3	Principali andamenti dei mercati delle materie prime	27
4	M3 e prestiti al settore privato	28
5	Principali componenti di M3	29
6	Tassi di interesse bancari su depositi a breve termine e strumenti negoziabili	30
7	Depositi a breve termine e contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM	31
8	Contropartite di M3	37
9	Stime del <i>gap</i> monetario	38
10	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro e curva dei rendimenti del mercato monetario	39
11	Tassi <i>future</i> sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti <i>future</i> basati sull'Euribor a tre mesi	39
12	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	40
13	Inflazione di pareggio a pronti e a termine nell'area dell'euro	42
14	Principali indici dei corsi azionari	43

ELENCO DELLE TAVOLE

1	Andamenti dei prezzi	55
2	Indicatori del costo del lavoro	61
3	Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti	64
4	Evoluzione del mercato del lavoro	67
5	Posizioni di bilancio nell'area dell'euro	72
6	Crescita del PIL in termini reali	86
7	Inflazione misurata sullo IAPC	87

15	Volatilità implicita dei mercati azionari	43	36	Deflussi finanziari dall'area dell'euro verso i nuovi Stati membri dell'UE	84
16	Prestiti delle IFM alle famiglie	44	37	Posizione patrimoniale netta verso l'estero	85
17	Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie	45	38	Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute dell'UE non incluse negli AEC II	92
18	Debito delle famiglie e onere per il servizio del debito	46	39	Credito al settore privato nel 2006	93
19	Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	47	40	Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2006	100
20	Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro	53	41	Attività idonee negoziabili	103
21	Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie	53	42	Utilizzo delle attività idonee negoziabili come garanzia	103
22	Indebitamento e oneri finanziari nel settore delle società non finanziarie	54	43	Differenza fra la quota di attività ammesse come garanzia e di quelle costituite in garanzia nel 2006	104
23	Dinamica delle principali componenti dello IAPC	56	44	Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2006	116
24	Contributi delle principali componenti alla crescita dello IAPC	56	45	Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2006	116
25	Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	61	46	Numero di banconote per taglio in circolazione nel periodo 2002-2006	117
26	Redditi per occupato per settore	62	47	Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2006	118
27	Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	63			
28	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali	65			
29	Indicatori del clima di fiducia	65			
30	Disoccupazione	68			
31	Produttività del lavoro	68			
32	Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali	78			
33	Saldo di conto corrente e sue componenti	79			
34	Importazioni di beni dell'area dell'euro e prezzi del greggio (qualità Brent)	79			
35	Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro	84			

SIGLARIO

PAESI

BE	Belgio
BG	Bulgaria
CZ	Repubblica Ceca
DK	Danimarca
DE	Germania
EE	Estonia
IE	Irlanda
GR	Grecia
ES	Spagna
FR	Francia
IT	Italia
CY	Cipro
LV	Lettonia
LT	Lituania
LU	Lussemburgo
HU	Ungheria
MT	Malta
NL	Paesi Bassi
AT	Austria
PL	Polonia
PT	Portogallo
RO	Romania
SI	Slovenia
SK	Slovacchia
FI	Finlandia
SE	Svezia
UK	Regno Unito
JP	Giappone
US	Stati Uniti

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CLUPM	costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
IAPC	indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	indice dei prezzi al consumo
IPP	indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici
PIL	prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SEE	spazio economico europeo
TCE	tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

Secondo la consuetudine della Comunità, gli Stati membri dell'UE e i paesi in fase di adesione sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

PREFAZIONE



Il 1° gennaio 2007 la Slovenia è divenuta il tredicesimo Stato membro che ha adottato l'euro e la Banka Slovenije è stata la tredicesima banca centrale nazionale che è entrata a far parte dell'Eurosistema. Desidero porgere il più caloroso benvenuto ai cittadini sloveni ed esprimere apprezzamento alla Slovenia per i buoni risultati economici conseguiti grazie all'attuazione di politiche macroeconomiche orientate alla stabilità negli ultimi anni. La sostituzione del contante in talleri sloveni è avvenuta in modo molto ordinato ed efficiente: sono state introdotte 94,5 milioni di banconote in euro a partire dalla fase di consegna anticipata iniziata alla fine di novembre 2006; il periodo di doppia circolazione dell'euro e del tallero ha avuto una durata di due settimane, al termine delle quali la moneta unica è subentrata a tutti gli effetti alla valuta slovena. Su questo sfondo, l'euro è stato accolto con grande entusiasmo dalla popolazione slovena.

La politica monetaria della BCE ha continuato ad ancorare le aspettative di inflazione a medio e lungo termine su livelli sostanzialmente coe-

renti con la stabilità dei prezzi, riflettendo in particolare la credibilità della BCE nel condurre la politica monetaria in rigorosa conformità con il proprio obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca in modo continuo a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro. Nel 2006 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato pari in media al 2,2 per cento, invariato rispetto all'anno precedente. Tale valore risulta superiore alla definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, che consiste in un incremento inferiore ma prossimo al 2 per cento. Malgrado ciò rifletta shock ai prezzi del petrolio e delle materie prime, non vi è spazio per il compiacimento.

I rischi per la stabilità dei prezzi hanno seguito a essere chiaramente orientati verso l'alto nel corso del 2006. Particolarmente significativi sono stati quelli connessi alla possibilità di una trasmissione dei passati rincari del petrolio più accentuata del previsto, ad aumenti inattesi dei prezzi amministrati e dell'imposizione indiretta e a nuovi aumenti dei corsi petroliferi. Ancora più rilevante è stata la prospettiva di una dinamica salariale più vivace delle attese che, dato il contesto economico molto favorevole nel corso del 2006, con un continuo calo della disoccupazione e un ulteriore miglioramento dei risultati del mercato del lavoro, ha continuato a generare considerevoli rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. In questo contesto, soprattutto in vista delle imminenti tornate di negoziazione salariale del 2007, il Consiglio direttivo ha sottolineato che gli accordi salariali dovrebbero tenere conto del livello di disoccupazione tuttora inaccettabilmente elevato in una serie di paesi, nonché delle loro attuali posizioni in termini di competitività di prezzo e degli andamenti della produttività del lavoro su base annua.

La valutazione del Consiglio direttivo riguardo all'esistenza di rischi per la stabilità dei prezzi

ha trovato conferma nella verifica incrociata con l'analisi monetaria. Il notevole dinamismo della crescita della moneta e del credito registrato nel 2006 è riconducibile alla prosecuzione della persistente tendenza al rialzo del tasso di espansione monetaria di fondo nell'area dell'euro in atto dalla metà del 2004, che ha alimentato ulteriormente l'accumulo di liquidità. Dopo diversi anni di vigorosa crescita della moneta, la liquidità nell'area è rimasta abbondante secondo tutte le misure plausibili. In un contesto caratterizzato dal perdurare di un forte incremento della moneta e del credito, tale evoluzione indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

Per fronteggiare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi individuati dall'analisi economica e monetaria della BCE nel corso dell'anno, nel 2006 il Consiglio direttivo ha adeguato l'orientamento di politica monetaria innalzando i tassi di interesse di riferimento della BCE in cinque occasioni, per un totale di 125 punti base. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è, pertanto, aumentato dal 2,25 per cento di gennaio 2006 al 3,50 di dicembre.

Nel 2006 l'economia dell'area dell'euro ha registrato una vigorosa espansione. Malgrado gli effetti di prezzi elevati e volatili del petrolio, il PIL in termini reali si è accresciuto del 2,8 per cento, rispetto all'1,5 del 2005. La ripresa dell'attività si è gradualmente ampliata nel corso dell'anno e ha evidenziato una natura sempre meno dipendente dall'impulso esterno, trovando il principale stimolo nella domanda interna. Nel 2006 la crescita del PIL in termini reali si è collocata in media significativamente al di sopra di quella potenziale. L'area dell'euro ha continuato a beneficiare della forte espansione dell'economia mondiale, mentre notevoli incrementi degli utili societari e un prolungato periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli hanno sostenuto la crescita degli investimenti e l'occupazione.

Alla luce di ciò, il Consiglio direttivo ha ritenuto che, anche dopo gli interventi sui tassi

effettuati nel 2006, l'orientamento di politica monetaria della BCE restasse accomodante e che continuasse a essere necessario agire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine.

Nel 2006 gli andamenti della finanza pubblica sono stati relativamente favorevoli nell'area dell'euro. Sulla base degli aggiornamenti dei programmi di stabilità, il disavanzo di bilancio medio per l'area si è collocato a circa il 2,0 per cento del PIL, rispetto al 2,4 nel 2005. Tuttavia, tale miglioramento è riconducibile in ampia misura alla forte crescita del prodotto e a entrate inattese, mentre è solo minimamente dovuto a effettive misure di risanamento dei conti. Nell'attuale fase di congiuntura favorevole resta essenziale sostenere l'impulso al miglioramento delle finanze pubbliche e accelerare il ritmo di risanamento affinché tutti i paesi dell'area dell'euro conseguano l'obiettivo a medio termine di raggiungere quanto prima una solida posizione di bilancio. A tal fine, è indispensabile definire ulteriori misure di risanamento dei conti che siano concrete e credibili e assicurarne la rapida attuazione. Queste avranno maggiori possibilità di riuscita se saranno basate su una strategia complessiva e credibile di medio periodo, incentrata sulla riduzione della spesa anziché sull'incremento delle entrate. Ciò contribuisce, infatti, a rafforzare la fiducia in una politica di bilancio al tempo stesso sostenibile e in grado di favorire la crescita e l'occupazione.

Per quanto riguarda le riforme strutturali, negli ultimi anni i paesi dell'area dell'euro hanno maturato una crescente consapevolezza riguardo alla necessità di adeguarsi alle sfide connesse all'aumento della concorrenza a livello mondiale, all'invecchiamento della popolazione e all'accelerazione del cambiamento tecnologico. L'importanza di prepararsi ad affrontare tali sfide è evidenziata dalla crescita relativamente modesta della produttività del lavoro nell'area dell'euro in confronto a quella registrata negli Stati Uniti: rispettivamente,

1,1 contro 2,2 per cento in termini medi annui nel periodo 1999-2006. Questa situazione richiede, in particolare, una realizzazione molto attiva delle riforme strutturali nei settori di ricerca e sviluppo, istruzione e formazione, nonché il completamento del mercato unico. Va altresì rilevato che le riforme intraprese nel mercato del lavoro da una serie di Stati membri hanno iniziato a creare maggiori opportunità di impiego. Per effetto di tali riforme nonché della moderazione salariale, in tempi recenti l'area dell'euro ha registrato una crescita significativa dell'occupazione. In particolare, il numero degli occupati nell'area è aumentato di oltre 12 milioni di unità durante gli otto anni intercorsi dall'inizio della Terza fase dell'UEM, risultato comparativamente positivo rispetto all'incremento di poco più di 2 milioni osservato per lo stesso gruppo di paesi negli otto anni prima del 1999. L'accelerazione dell'occupazione ha altresì contribuito a ridurre la disoccupazione nel corso degli ultimi anni. Pur seguitando a collocarsi su un livello elevato, pari al 7,5 per cento, sul finire del 2006 il tasso standardizzato di disoccupazione ha raggiunto il minimo dall'inizio della serie nel 1993. Tuttavia, nell'area dell'euro continuano a esistere impedimenti di natura strutturale, che aiutano a spiegare perché i tassi di disoccupazione siano tuttora inaccettabilmente elevati e la partecipazione al mercato del lavoro resti bassa rispetto agli standard internazionali. È pertanto essenziale che ciascun paese dell'area dell'euro riduca al minimo le distorsioni di mercato generate dalle regolamentazioni nazionali e che l'area nel suo insieme elimini le barriere residue all'integrazione dei mercati. Ciò richiede, in particolare, una sufficiente differenziazione salariale, maggiore mobilità del lavoro e mercati finanziari, del lavoro e dei beni e servizi più flessibili. Ulteriori riforme miglioreranno la capacità di adeguamento dell'area dell'euro, promuoveranno la crescita economica e creeranno opportunità di occupazione aggiuntive.

Oltre a dipendere dalla disciplina di bilancio e dalle riforme strutturali, l'ordinato funzionamento dell'UEM poggia anche sull'integrazione finanziaria europea. Sostenendo lo sviluppo dei

sistemi finanziari europei, l'integrazione contribuisce a incrementare il potenziale di crescita economica. Inoltre, promuove la regolare ed efficace trasmissione della politica monetaria, favorisce l'efficienza operativa e l'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e di pagamento e concorre alla stabilità finanziaria. Un ultimo ma non meno importante aspetto è che un sistema finanziario integrato svolge un ruolo determinante nell'assorbimento di eventuali shock asimmetrici all'interno dell'area dell'euro. Il rapporto della BCE sugli indicatori dell'integrazione finanziaria pubblicato nel settembre 2006 presenta un'analisi esaustiva e approfondita dei progressi compiuti nei vari segmenti del sistema finanziario. La BCE e l'Eurosistema fungono anche da catalizzatori per iniziative del settore privato che favoriscono l'integrazione finanziaria. La BCE e nove BCN contribuiranno, ad esempio, all'assegnazione del marchio STEP agli strumenti di debito a breve termine, nel quadro dell'omonima iniziativa (Short-Term European Paper, STEP), e la BCE fornirà regolarmente dati statistici sui volumi e rendimenti del mercato STEP. Inoltre, l'Eurosistema sostiene appieno la realizzazione dell'area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA) e incoraggia vivamente tutte le parti interessate a introdurre la SEPA entro l'inizio del 2008 in vista di raggiungere una massa critica di operazioni gestite in tale ambito entro la fine del 2010. L'Eurosistema presta assistenza al settore bancario nella concezione e predisposizione di nuovi strumenti e schemi per la SEPA e sollecita il mercato a procedere con tempestività nell'adattamento dei sistemi di pagamento al dettaglio alla gestione degli strumenti SEPA.

L'Eurosistema contribuisce all'integrazione finanziaria anche mettendo a disposizione infrastrutture di pagamento e di regolamento. Il progetto Target2 si trova già in buono stato di avanzamento; come programmato, il sistema inizierà a operare prima della fine del 2007. Nel quadro dei preparativi tecnici, intrapresi nel 2006, la BCE ha comunicato informazioni dettagliate sulla struttura tariffaria e sulle diverse modalità di partecipazione. Nel luglio 2006 l'Eurosistema ha

deciso di valutare eventuali soluzioni per la fornitura di servizi di regolamento delle transazioni in titoli. L'obiettivo di tale progetto (denominato Target2-securities), per il quale si studierebbero sinergie con Target2, è consentire il regolamento armonizzato delle transazioni in titoli denominati in euro in moneta della banca centrale.

L'Eurosistema ha continuato a contribuire alla stabilità del sistema finanziario nell'area dell'euro e all'interno dell'UE tenendo sotto osservazione e valutando importanti fonti di rischio ed elementi di vulnerabilità, partecipando al dibattito a livello europeo e internazionale sulle politiche concernenti i principali aspetti di regolamentazione e di vigilanza, nonché migliorando il proprio quadro di riferimento e lo schema operativo per la gestione di eventuali crisi finanziarie.

In totale le posizioni a preventivo per il 2006 ammontavano a 1.343 unità equivalenti a tempo pieno, rispetto alle 1.369 del 2005. Nel settembre 2006 hanno avuto inizio i primi sei contratti accordati su base biennale non convertibile nel quadro del Graduate Programme della BCE, rivolto a dottori di ricerca con ampia formazione.

Nel 2006 la BCE ha introdotto principi generali di mobilità, che incoraggiano i membri del personale ad assumere una diversa posizione lavorativa ogni cinque anni di servizio. La mobilità interna offre ai dipendenti la possibilità di ampliare le proprie competenze e consente di accrescere le sinergie fra aree operative. Nel 2006 più di ottanta membri del personale si sono ricollocati internamente in una diversa posizione lavorativa. Con un organico proveniente dai 27 Stati membri dell'UE, la BCE ha integrato la dimensione della diversità nelle sue pratiche di gestione delle risorse umane, varando una politica *ad hoc* nel 2006.

Oltre a promuovere la mobilità, la strategia seguita in materia di risorse umane continua a essere incentrata sullo sviluppo professionale dei membri del personale e della dirigenza della

BCE. Le capacità di *leadership* e di gestione sono state ulteriormente affinate mediante corsi di formazione e programmi di preparazione individuale. In seguito all'adozione della strategia sulla diversità è stato introdotto un corso specifico per i dirigenti concernente la dignità sul posto di lavoro.

A livello di Eurosistema, la Conferenza per le risorse umane, istituita nel 2005 allo scopo di promuovere ulteriormente la cooperazione e lo spirito di squadra fra le banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nel settore della gestione delle risorse umane, ha ampliato nel 2006 la propria sfera di attività, integrando in particolare diversi aspetti della formazione e dello sviluppo professionale del personale.

Sono stati compiuti progressi nella progettazione della nuova sede della BCE. Gli architetti hanno ultimato l'ottimizzazione della propria proposta e, nel 2006, si è aperta la fase di progettazione. La Città di Francoforte, in collaborazione con la BCE, ha continuato a sviluppare un piano di utilizzazione del territorio legalmente vincolante per la nuova sede. Come programmato, la presentazione della richiesta dei permessi di costruzione dovrebbe essere completata entro la fine di ottobre 2007. Si prevede l'avvio dei lavori di edificazione agli inizi del 2008 e la loro conclusione entro la fine del 2011. Saranno realizzati anche un monumento e uno spazio informativo per ricordare il ruolo della Grossmarkthalle nella deportazione dei cittadini ebrei.

Nel 2006 la BCE ha conseguito un risultato lordo di 1.379 milioni di euro, rispetto a 992 milioni nel 2005. Come nell'esercizio precedente, un ammontare equivalente è stato imputato a un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro, determinando un utile netto pari a zero. Il fondo, la cui entità sarà riesaminata con cadenza annuale, verrà utilizzato per

ripiantare perdite derivanti dall'esposizione a tali rischi, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione

Francoforte sul Meno, marzo 2007

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'J' followed by 'C. Trichet'.

Jean-Claude Trichet



CAPITOLO I

**L'EVOLUZIONE
ECONOMICA E LA
POLITICA MONETARIA**

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

AUMENTATI ULTERIORMENTE NEL 2006 I TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO DELLA BCE

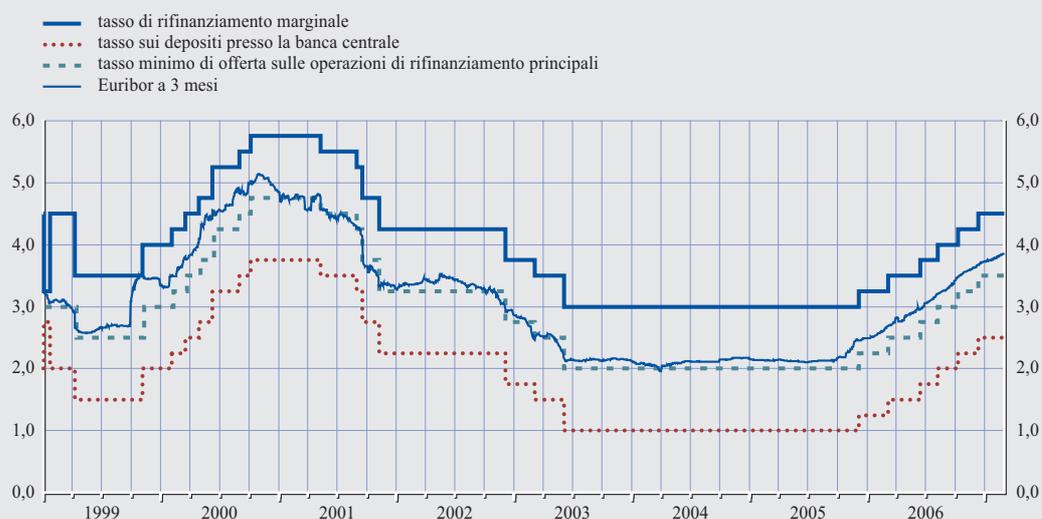
Nel corso del 2006 il Consiglio direttivo ha aumentato i tassi di interesse di riferimento della BCE, al fine di contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi individuati sulla base della sua analisi economica e monetaria. La rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria si è inserita in un contesto caratterizzato da una crescita economica vigorosa, da una sostenuta espansione della moneta e del credito e da una liquidità abbondante nell'area dell'euro. Mediante una serie di incrementi di un quarto di punto percentuale, il Consiglio direttivo ha innalzato il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di complessivi 125 punti base, dal 2,25 per cento di gennaio 2006 al 3,50 di fine anno (cfr. figura 1).

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, nel 2006 l'inflazione misurata sullo IAPC è stata pari in media al 2,2 per cento, invariata rispetto al 2005. Il tasso di inflazione ha oscillato nel corso dell'anno, risentendo fortemente degli

andamenti dei corsi petroliferi. Fino ad agosto ha evidenziato una tendenza crescente, mantenendosi significativamente al di sopra del livello indicato nella definizione della stabilità dei prezzi della BCE, corrispondente a una variazione dei prezzi inferiore, ma prossima, al 2 per cento. Questo andamento è riconducibile principalmente al notevole rincaro dell'energia, ma in parte anche agli incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Nei restanti mesi del 2006, per contro, l'inflazione complessiva è scesa al di sotto del 2 per cento, riflettendo in larga misura il sensibile calo del prezzo del greggio ed effetti base. Ad attenuare le spinte inflazionistiche ha contribuito l'andamento del costo del lavoro che, nonostante il dinamismo della crescita del PIL reale e i segnali positivi provenienti dal mercato del lavoro, è rimasto moderato per tutto il 2006, in parte per effetto della forte concorrenza sul piano internazionale, specie nel settore manifatturiero. Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste saldamente ancorate a livelli sostanzialmente coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi. I rischi per quest'ultima, tuttavia, hanno continuato ad essere

Figura 1 Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: per le operazioni regolate prima del 28 giugno 2000 il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è quello applicato nelle aste a tasso fisso, mentre per le operazioni regolate dopo questa data viene riportato il tasso minimo di offerta delle aste a tasso variabile.

chiaramente orientati al rialzo, in particolare quelli di una trasmissione maggiore del previsto dei passati rincari petroliferi, di ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette rispetto a quelli già annunciati e di un possibile nuovo aumento delle quotazioni del greggio. A questi si sono aggiunti, in modo più sostanziale, i notevoli rischi per la stabilità dei prezzi posti dalle prospettive di una dinamica salariale più vigorosa delle attese e dai potenziali effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi derivanti dai passati rincari petroliferi, soprattutto considerato il contesto economico molto favorevole e i miglioramenti sul mercato del lavoro.

Nel 2006 l'attività economica dell'area dell'euro ha segnato una crescita robusta. Dopo la graduale e ancora moderata ripresa osservata nella seconda metà del 2005, l'espansione dell'attività dell'area ha acquisito slancio nella prima metà del 2006. La crescita si è progressivamente generalizzata ed è dipesa sempre meno da fattori esterni, mentre è stata sostenuta in misura determinante dalla domanda interna, specie dagli investimenti fissi. L'aumento del PIL in termini reali è stato in media superiore a quello potenziale. Nell'anno in esame, il contesto esterno ha contribuito al sostenuto ritmo di crescita dell'area dell'euro, le cui esportazioni hanno tratto vantaggio dal perdurare della forte espansione dell'economia mondiale, specie di quella dei principali partner commerciali dell'area. Con il protrarsi del periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, dalla ristrutturazione dei bilanci societari e dal notevole incremento degli utili, la dinamica degli investimenti si è intensificata nel corso del 2006. Anche i consumi hanno segnato un'accelerazione, in linea con l'evoluzione del reddito reale disponibile, che ha riflesso la ripresa della crescita occupazionale e il calo del tasso di disoccupazione. Nel complesso, malgrado l'impatto dell'elevato livello e della volatilità dei corsi petroliferi, il PIL in termini reali è aumentato del 2,8 per cento nel 2006, contro l'1,5 nel 2005 e l'1,8 nel 2004. Per la maggior parte dell'anno, i rischi per le prospettive di crescita economica sono rimasti sostanzialmente

bilanciati nel breve periodo, mentre quelli a medio e lungo termine hanno continuato a essere orientati al ribasso durante tutto il 2006, principalmente in connessione con i possibili rincari petroliferi, gli squilibri a livello mondiale e le potenziali pressioni protezionistiche.

L'espansione della moneta e del credito è rimasta assai robusta nel corso del 2006, sostenuta soprattutto dall'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse dell'area e dal vigore dell'attività economica. Considerato in una prospettiva di medio periodo, il mercato dinamismo della moneta e del credito nel 2006 ha rispecchiato il protrarsi della persistente tendenza al rialzo dell'espansione monetaria di fondo, in atto dalla metà del 2004, e ha determinato un ulteriore accumulo di liquidità. Quest'ultima pertanto, dopo diversi anni di vigorosa crescita monetaria, è rimasta abbondante nell'area dell'euro secondo tutte le misure pertinenti e, in un contesto caratterizzato dall'espansione ancora sostenuta della moneta e del credito, ha segnalato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e lungo periodo.

Per contenere i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, individuati sia dall'analisi economica sia dall'analisi monetaria della BCE, nel 2006 il Consiglio direttivo ha modificato l'orientamento della politica monetaria, innalzando cinque volte i tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo ha sottolineato che, anche dopo questi aumenti, l'orientamento della politica monetaria della BCE rimaneva accomodante; i tassi di interesse rimanevano su livelli contenuti, la crescita di moneta e credito restava sostenuta e la liquidità si manteneva abbondante secondo tutte le misure pertinenti. Il Consiglio direttivo ha espresso il convincimento che un intervento fermo e tempestivo fosse necessario per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine risultante da un tale impegno costituisce un presupposto affinché la politica monetaria continui a contribuire a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro.

Nel corso del 2006 la comunicazione delle decisioni del Consiglio direttivo e della sua valutazione generale della situazione economica ha influenzato le attese del mercato riguardanti le prospettive per i tassi di interesse a breve termine. Nel corso dell'anno il Consiglio direttivo ha spiegato chiaramente che le misure di politica monetaria sarebbero state assunte sulla base della sua regolare valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e della conferma dello scenario di base ipotizzato. I mercati finanziari sembrano avere assimilato questo messaggio. Nel corso dell'anno pertanto, coerentemente con i dati macroeconomici diffusi, che confermavano sostanzialmente lo scenario ipotizzato dal Consiglio direttivo, il mercato ha rivisto gradualmente al rialzo le proprie aspettative sui tassi a breve, quando gli è stato chiaro che l'aumento iniziale dei tassi di riferimento nel dicembre del 2005 sarebbe stato seguito da una progressiva rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria. Nel 2006 l'incertezza dei mercati si è ridotta ulteriormente e la volatilità è scesa su livelli relativamente bassi, malgrado un temporaneo aumento durante il periodo estivo dovuto a un aumento dei premi al rischio sul piano internazionale. Nel complesso, rispetto alle medie storiche di lungo periodo, l'incertezza dei mercati connessa alle decisioni future di politica monetaria è scesa su livelli relativamente modesti.

LE DECISIONI DI POLITICA MONETARIA IN MAGGIORE DETTAGLIO

All'inizio del 2006 le condizioni economiche erano relativamente favorevoli. La crescita del PIL in termini reali aveva iniziato a rafforzarsi e a generalizzarsi nella seconda metà del 2005 e, sebbene nel quarto trimestre del 2005 il tasso di variazione del PIL sul trimestre precedente avesse registrato un considerevole calo rispetto a quello del terzo trimestre, gli indicatori del clima di fiducia segnalavano che la tendenza di fondo era relativamente vigorosa. Difatti, i dati disponibili all'inizio del 2006, in particolare i risultati delle indagini congiunturali, hanno confermato la valutazione del Consiglio direttivo

secondo cui l'espansione dell'attività economica si stava progressivamente rafforzando e generalizzando e che avrebbe continuato a farlo nei primi mesi dell'anno, sospinta in particolare dalla più vivace domanda interna.

Le prospettive per la crescita economica sono rimaste relativamente favorevoli, principalmente grazie al notevole recupero degli investimenti e al graduale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Di conseguenza, a marzo del 2006 le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE relative alla crescita economica sono state riviste al rialzo rispetto a quelle formulate a dicembre del 2005 dagli esperti dell'Eurosistema, essenzialmente in ragione delle prospettive in qualche misura più favorevoli, nell'orizzonte considerato, per gli investimenti privati. Le proiezioni indicavano un tasso di crescita medio del PIL reale compreso fra l'1,7 e il 2,5 per cento nel 2006 e fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2007. Le previsioni diffuse da organizzazioni internazionali e del settore privato delineavano un quadro sostanzialmente analogo.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, all'inizio dell'anno l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata al di sopra del 2 per cento sui dodici mesi e, secondo le attese, vi sarebbe rimasta nel breve periodo; i livelli esatti sarebbero dipesi principalmente dall'evoluzione dei prezzi dell'energia. Oltre il breve periodo, le variazioni annunciate delle imposte indirette e gli effetti indiretti dei passati rincari del petrolio avrebbero esercitato presumibilmente un sensibile impatto al rialzo sull'inflazione, nonostante l'ipotesi del perdurare della moderazione salariale. A marzo le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE relative all'inflazione sono state riviste lievemente verso l'alto rispetto a quelle elaborate dall'Eurosistema a dicembre del 2005. I nuovi intervalli di valori previsti per il tasso medio di inflazione armonizzata erano compresi fra l'1,9 e il 2,5 per cento nel 2006 e fra l'1,6 e il 2,8 per cento nel 2007. Le prospettive per l'andamento dei prezzi restavano soggette a rischi al rialzo, connessi in particolare ai possibili

effetti di secondo impatto dei passati rincari petroliferi.

Dato il vigore della crescita monetaria in un contesto di liquidità abbondante nell'area dell'euro, l'analisi monetaria ha confermato le indicazioni fornite dall'analisi economica circa il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nonostante i segnali di una ripresa delle riallocazioni di portafoglio a correzione dei movimenti osservati in passato verso le attività monetarie, l'aggregato M3 ha continuato a crescere a un tasso elevato e, guardando oltre le ripercussioni a breve termine di queste scelte di portafoglio, l'espansione monetaria di fondo è rimasta vigorosa, per l'effetto di stimolo esercitato dal basso livello dei tassi di interesse. Dal lato delle contropartite di M3, inoltre, la dinamica del credito si è ulteriormente rafforzata, a fronte del sostenuto ritmo di espansione dei prestiti alle famiglie, soprattutto mutui per l'acquisto di abitazioni, e alle società non finanziarie.

Considerando nel loro complesso i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine emersi dall'analisi economica e monetaria della BCE, il 2 marzo il Consiglio direttivo ha innalzato di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, adeguando ulteriormente l'orientamento accomodante della politica monetaria. Il Consiglio direttivo ha ritenuto che, intervenendo con tempestività, avrebbe contribuito a mantenere le aspettative di inflazione di medio e lungo periodo saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, concorrendo così in modo duraturo a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro. In particolare, ha sottolineato che il livello dei tassi di interesse rimaneva molto basso su tutte le scadenze, in termini sia nominali sia reali, e che la politica monetaria della BCE restava accomodante.

Nei mesi successivi, nonostante un temporaneo aumento della volatilità dei mercati a maggio connesso con una revisione dei premi al rischio sul piano mondiale, le informazioni resesi disponibili hanno avvalorato la decisione del Consiglio direttivo di adeguare l'orientamento

della politica monetaria in marzo per far fronte ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. I nuovi dati sul PIL reale, aumentato nel primo trimestre del 2006 dello 0,6 per cento sul trimestre precedente (dato successivamente rivisto allo 0,8 per cento), hanno confermato il giudizio secondo cui la crescita stava diventando più diffusa e solida. In maggio l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,5 per cento, sospinta principalmente dai prezzi dell'energia, e secondo le previsioni si sarebbe mantenuta al di sopra del 2 per cento nel 2006 e nel 2007. In giugno le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto leggermente al rialzo l'intervallo di valori relativo all'inflazione al consumo nel 2006, portandolo al 2,1-2,5 per cento dall'1,9-2,5 per cento dell'esercizio previsivo di marzo degli esperti della BCE; continuavano pertanto a configurarsi rischi al rialzo per le prospettive degli andamenti dei prezzi.

Anche l'analisi monetaria ha continuato a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e lungo periodo. Nel contesto di un'ulteriore accelerazione della moneta e del credito, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ha raggiunto valori a due cifre. In particolare, l'indebitamento delle famiglie, specie sotto forma di mutui ipotecari, e delle società non finanziarie ha continuato a crescere a ritmi molto sostenuti. Questi andamenti confermavano ulteriormente che il fattore determinante all'origine dell'elevato tasso di espansione monetaria sottostante era l'effetto di stimolo esercitato dal basso livello dei tassi di interesse.

La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria ha confermato il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine. Pertanto, l'8 giugno il Consiglio direttivo ha aumentato di altri 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, facendo presente che, se le ipotesi e lo scenario di base si fossero confermati, un'ulteriore rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria sarebbe stata giustificata.

I dati pervenuti in giugno e luglio del 2006 hanno confermato la valutazione del Consiglio direttivo secondo cui, nella prima metà dell'anno, la crescita economica non solo aveva riacquisito slancio, ma era divenuta più generalizzata. Gli indicatori del clima di fiducia sono rimasti assai positivi e la crescita occupazionale robusta. Permanevano inoltre i presupposti per un'espansione del PIL reale dell'area su livelli prossimi al suo potenziale. Allo stesso tempo, in giugno e luglio i tassi di inflazione si sono mantenuti significativamente al di sopra del 2 per cento e, secondo le proiezioni, sarebbero stati in media superiori a tale livello nel 2006 e nel 2007, mentre i rischi per questo scenario rimanevano orientati al rialzo. Considerato il protrarsi della vigorosa crescita della moneta in condizioni di liquidità già abbondanti, i segnali provenienti dall'analisi monetaria hanno corroborato i risultati dell'analisi economica indicanti il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Al fine di contenere tali rischi e salvaguardare il saldo ancoraggio delle attese di inflazione a più lungo termine, il 3 agosto il Consiglio direttivo è intervenuto con un nuovo aumento di 25 punti base dei tassi di riferimento della BCE. Il Consiglio ha inoltre ribadito la necessità di continuare a tenere sotto stretta osservazione l'insieme degli andamenti, al fine di evitare che si concretizzassero rischi per la stabilità dei prezzi.

Nel corso del terzo trimestre i flussi di dati sull'attività hanno confermato che una significativa accelerazione dell'economia dell'area dell'euro si era prodotta nei trimestri precedenti. I dati rivisti indicavano che, fra il terzo trimestre del 2005 e il secondo trimestre del 2006, l'attività economica era aumentata in media dello 0,7 per cento su base trimestrale, superando ampiamente la maggior parte delle stime del tasso potenziale. Inoltre il tasso di disoccupazione aveva mostrato una tendenza decrescente, la dinamica occupazionale si era rafforzata e le attese sull'occupazione rilevate dalle indagini congiunturali erano rimaste favorevoli. Gli indicatori disponibili per il terzo trimestre del 2006 hanno suffragato ulteriormente la valutazione

secondo cui l'espansione dell'attività economica sarebbe proseguita a un ritmo sostenuto, anche se con una possibile moderazione rispetto ai tassi di crescita molto elevati della prima metà dell'anno. Nel complesso, permanevano i presupposti affinché l'economia dell'area dell'euro crescesse a ritmi sostenuti, prossimi al potenziale. Di conseguenza, nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dalla BCE di settembre gli intervalli di valori relativi all'aumento del PIL reale sono stati nuovamente corretti verso l'alto, al 2,2-2,8 per cento per il 2006 e all'1,6-2,6 per cento per il 2007, principalmente riflettendo la crescita superiore al previsto registrata nella prima metà dell'anno.

In luglio e in agosto i tassi di inflazione misurati sullo IAPC sono rimasti su livelli superiori al 2 per cento e, nelle proiezioni macroeconomiche di settembre, gli esperti della BCE hanno indicato che l'inflazione si sarebbe situata in media fra il 2,3 e il 2,5 per cento nel 2006 e fra l'1,9 e il 2,9 per cento nel 2007. Queste proiezioni hanno rappresentato una revisione al rialzo di quelle elaborate a giugno dagli esperti dell'Eurosistema, con uno spostamento dell'intervallo di valori per il 2006 nella parte superiore di quello pubblicato a giugno e una lieve correzione verso l'alto anche dell'intervallo relativo al 2007, soprattutto in ragione delle ipotesi di prezzi del petrolio più elevati. Verso la fine di settembre il quadro si è modificato in una certa misura, quando la notevole flessione delle quotazioni petrolifere di agosto e settembre e gli effetti base favorevoli hanno determinato un calo pronunciato dei tassi di inflazione complessiva, scesi al di sotto del 2 per cento a partire da settembre. Nonostante ciò, ha continuato a prevalere l'opinione secondo cui l'inflazione si sarebbe presumibilmente riportata su livelli superiori al 2 per cento verso la fine del 2006 e gli inizi del 2007, risentendo soprattutto dell'aumento delle imposte indirette e, in misura minore, di effetti base sfavorevoli. Il Consiglio direttivo ha pertanto ritenuto che il tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC sarebbe stato probabilmente caratterizzato da una considerevole variabilità nel breve periodo, ma sarebbe rimasto, in media, su livelli

superiori al 2 per cento nel 2006 e nel 2007. I rischi per la stabilità dei prezzi erano ritenuti chiaramente orientati verso l'alto, come confermava la verifica incrociata con l'analisi monetaria.

Tenendo conto dell'insieme di questi sviluppi, il 5 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare nuovamente i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base e ha riaffermato la necessità di proseguire nella rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria se lo scenario di base avesse trovato ulteriori riscontri.

Le motivazioni all'origine della decisione di ottobre del Consiglio direttivo sono state confortate dai dati resi successivamente disponibili e in particolare dal vigore degli indicatori delle indagini congiunturali per il quarto trimestre del 2006. I dati hanno inoltre suffragato la valutazione secondo cui, pur se con una moderazione dai ritmi molto sostenuti, l'espansione dell'attività economica continuava ad essere vigorosa e la domanda interna era rimasta la principale determinante della crescita nel terzo trimestre. Questi andamenti hanno confermato la prevista generalizzazione della ripresa ed evidenziato la natura sempre meno dipendente dall'impulso esterno dell'espansione economica dell'area dell'euro. Guardando al 2007, permanevano le condizioni affinché i tassi di crescita dell'area risultassero saldamente prossimi al potenziale. Sebbene una certa variabilità dei tassi di crescita trimestrali sarebbe potuta emergere intorno al volgere dell'anno, per effetto delle variazioni delle imposte indirette, le prospettive a medio termine per l'attività economica rimanevano positive. Questo quadro veniva altresì rispecchiato dalle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in dicembre 2006 che, rispetto a quelle di settembre degli esperti della BCE, incorporavano revisioni al rialzo dovute principalmente all'ipotesi di una diminuzione dei prezzi dell'energia e del loro impatto sul reddito reale disponibile. Secondo le proiezioni, il tasso di incremento medio del PIL in termini

reali sarebbe stato compreso fra l'1,7 e il 2,7 per cento nel 2007 e l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008.

Per quanto concerne gli andamenti dei prezzi, nel quarto trimestre del 2006 l'inflazione al consumo si è mantenuta al di sotto del 2 per cento. Vista la revisione al ribasso delle ipotesi sui prezzi energetici nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre degli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo di valori relativo all'inflazione nel 2007 è risultato lievemente inferiore a quello previsto dagli esperti della BCE in settembre. Essi indicavano un tasso medio di inflazione misurato sullo IAPC compreso fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2007 e l'1,3 e il 2,5 per cento nel 2008. Le prospettive per l'andamento dei prezzi sono rimaste soggette a rischi al rialzo. Il prevalere di tali rischi nel medio e lungo periodo continuava ad essere anche avvalorato dai riscontri fra l'analisi economica e quella monetaria.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE di ulteriori 25 punti base il 7 dicembre 2006. Esso ha anche affermato che, dopo questo incremento, l'orientamento della politica monetaria restava accomodante, dal momento che i tassi di riferimento della BCE continuavano a collocarsi su livelli modesti, la crescita di moneta e credito restava sostenuta e la liquidità nell'area dell'euro si manteneva abbondante secondo tutte le misure pertinenti. Il Consiglio direttivo ha pertanto sostenuto la necessità di agire con fermezza e tempestività per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine, dichiarando inoltre che avrebbe tenuto sotto stretta osservazione tutti gli andamenti, al fine di evitare il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

LA CRESCITA MONDIALE SI È MODERATA, PUR RIMANENDO VIGOROSA

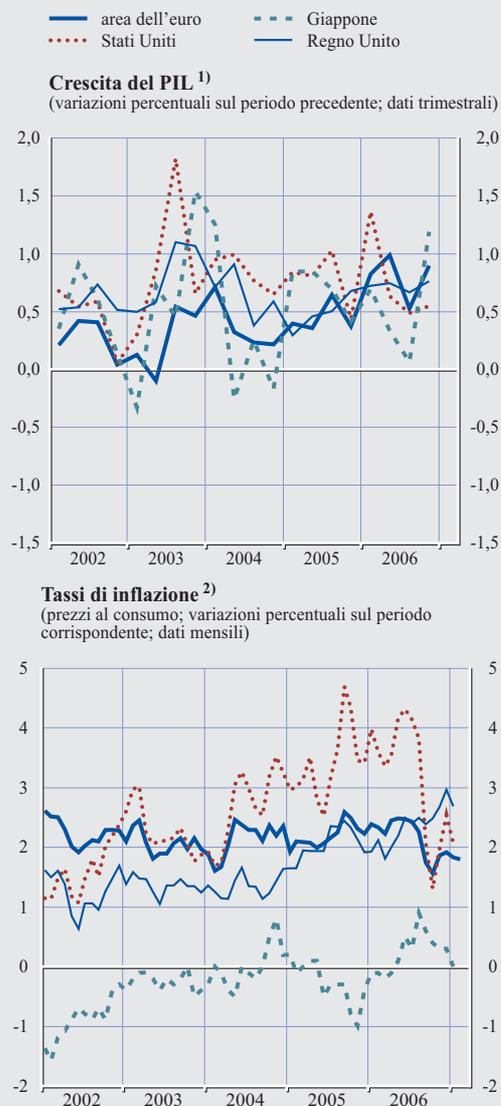
Nel 2006 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a un tasso sostenuto, seppure lievemente più moderato rispetto agli elevati ritmi raggiunti in precedenza. Alla crescita vigorosa osservata in tutte le regioni principali nel primo semestre ha fatto seguito una leggera decelerazione nella seconda metà dell'anno, in particolare negli Stati Uniti (cfr. figura 2). Nell'insieme, tuttavia, la crescita mondiale si è mantenuta su livelli prossimi a quelli raggiunti nel 2004 e nel 2005, grazie in particolare al persistere di condizioni di finanziamento favorevoli, all'elevata redditività delle imprese e ai notevoli miglioramenti dei bilanci societari in gran parte delle economie. Un contributo alla forte espansione mondiale è stato fornito anche dalla sostenuta crescita di alcune grandi economie emergenti e dalla dinamica vivace dell'interscambio. Benché la crescita sia divenuta più equamente distribuita tra le principali economie industriali, gli squilibri esterni internazionali hanno teso ad ampliarsi ulteriormente, soprattutto a causa degli avanzi commerciali nel comparto energetico accumulati dai paesi esportatori di petrolio.

Nel 2006 i corsi del petrolio sono rimasti su livelli elevati. In dicembre il greggio di qualità Brent era stato quotato a circa 60 dollari al barile, lo stesso livello della fine del 2005, in discesa dal massimo storico di 78 dollari raggiunto agli inizi di agosto. L'inflazione generale al consumo ha rispecchiato generalmente nel 2006 l'andamento dei corsi dei beni energetici, portandosi su un valore più elevato durante l'estate per poi successivamente calare. Le pressioni inflazionistiche di fondo sono rimaste nell'insieme relativamente contenute nella maggioranza dei paesi. Nel complesso, i tassi di inflazione a livello mondiale si sono mantenuti prossimi a quelli registrati nel 2004 e nel 2005. Nei paesi dell'OCSE, l'inflazione generale misurata dall'IPC è stata pari al 2,6 per cento nel complesso dell'anno e quella calcolata al

netto dei prodotti alimentari e di quelli energetici si è collocata al 2,0 per cento.

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali è rimasta al 3,3 per cento nel complesso del 2006. Ciò nonostante, nel corso dell'anno

Figura 2 Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

l'attività economica ha rallentato e il tasso di espansione del PIL è sceso al di sotto del potenziale. La decelerazione va imputata principalmente al calo degli investimenti in edilizia residenziale, a fronte di una tenuta della crescita dei consumi privati. La spesa delle famiglie ha risentito negativamente dell'indebolimento del mercato delle abitazioni e degli alti prezzi dei beni energetici, mentre ha tratto sostegno dalla robusta dinamica dei redditi da lavoro e dalle favorevoli condizioni di finanziamento. Gli investimenti delle imprese hanno registrato una forte espansione, sorretti dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dagli elevati livelli di redditività nel settore societario. Nel 2006 l'interscambio commerciale netto ha fornito un contributo neutrale alla crescita.

Il disavanzo di conto corrente esterno si è deteriorato nel 2006 rispetto al 2005. Tale andamento va ricondotto per la maggior parte all'ampliarsi del disavanzo commerciale, che ha riflesso la robusta crescita dei consumi delle famiglie. Le esportazioni hanno tuttavia evidenziato alcuni segnali di miglioramento, riflettendo sia il vigore della crescita economica nel resto del mondo sia il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale del dollaro statunitense.

Negli Stati Uniti il tasso di variazione dell'IPC è stato pari al 3,2 per cento per l'insieme del 2006. L'inflazione al consumo è salita nel primo semestre dell'anno a causa dell'elevato grado di utilizzo delle risorse, dei forti rincari dei beni energetici e della significativa accelerazione della componente dell'IPC rappresentata dai fitti figurativi (*owner-equivalent rent*). Dopo il massimo raggiunto in estate, le pressioni inflazionistiche sono diminuite e in dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata dall'IPC era pari al 2,5 per cento. Il tasso di inflazione calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici ha seguito un andamento sostanzialmente simile, salendo al livello più elevato degli ultimi dieci anni (2,9 per cento) in settembre e moderandosi gradualmente nel periodo successivo. I minori tassi di inflazione verso la fine dell'anno potrebbero aver riflesso l'attenuarsi delle pressioni di fondo per l'effetto congiunto della più

moderata crescita della domanda aggregata e del calo dei corsi energetici.

Nella prima metà del 2006 il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha innalzato complessivamente di 100 punti base il tasso obiettivo sui *federal funds*, con quattro incrementi consecutivi di 25 punti base ciascuno, al termine dei quali, il 29 giugno scorso, il tasso risultava pari al 5,25 per cento. Pur mantenendo costante il tasso obiettivo nel resto dell'anno, nei suoi comunicati il FOMC ha rilevato ripetutamente che persistevano alcuni rischi per l'inflazione ma che un ulteriore eventuale inasprimento della politica monetaria sarebbe dipeso dall'evoluzione dello scenario macroeconomico. Per quanto riguarda la finanza pubblica, il disavanzo del bilancio federale statunitense è diminuito rispetto al 2005, grazie soprattutto al maggior gettito delle imposte sul reddito delle persone fisiche e delle imprese. Secondo una stima dell'Ufficio di bilancio del Congresso (Congressional Budget Office) degli Stati Uniti, nell'esercizio fiscale 2006 tale disavanzo è stato pari all'1,9 per cento del PIL.

In Giappone è proseguita la fase di ripresa economica e nell'insieme del 2006 il PIL in termini reali è aumentato del 2,2 per cento, dall'1,9 per cento del 2005. La crescita del PIL è stata superiore a quella potenziale per il terzo anno consecutivo. L'attività economica è stata sostenuta dalla prosecuzione della vigorosa crescita delle esportazioni e dalla rapida espansione degli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale. Quest'ultimo andamento ha riflesso in larga parte le favorevoli condizioni di finanziamento, l'aumento degli utili societari e il clima di fiducia positivo delle imprese. La ripresa della domanda interna ha mostrato una complessiva tenuta, nonostante un significativo rallentamento dei consumi delle famiglie nel 2006, rispetto all'anno precedente. Le esportazioni hanno beneficiato dell'effetto di stimolo derivante dall'indebolimento dello yen e dall'espansione della domanda di macchinari e attrezzature. Riflettendo la migliorata situazione patrimoniale delle banche giapponesi e la loro

ritrovata capacità di assumere rischi, nonché gli effetti della ripresa in corso, nel 2006 il credito bancario è aumentato per la prima volta in dieci anni.

I timori connessi alle tendenze deflazionistiche si sono attenuati ulteriormente in Giappone. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo è tornato positivo nel corso del 2006, rimanendo tuttavia debole a causa delle persistenti spinte al ribasso, soprattutto sui salari. Il tasso di inflazione è stato pari allo 0,3 per cento nell'insieme del 2006 (-0,3 per cento nel 2005). Nel marzo 2006 la Banca del Giappone ha abbandonato la politica di espansione quantitativa della moneta in vigore dal marzo 2001 e in luglio ha innalzato da zero allo 0,25 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale. Nel corso del 2006 la Banca ha ritirato la liquidità in eccesso nel settore bancario e tra marzo e la fine dell'anno il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa dalle banche private giapponesi è diminuito in misura significativa (da 31 mila a circa 10 mila miliardi di yen).

Nei paesi emergenti dell'Asia, nel 2006 la crescita si è mantenuta vivace grazie alla tenuta della domanda interna, soprattutto nelle maggiori economie della regione, nonostante la decelerazione della domanda estera nella seconda metà dell'anno. Le pressioni sui prezzi sono state limitate sia dalle misure di inasprimento monetario poste in essere in gran parte della regione sia, dopo l'estate, dal calo dei corsi petroliferi. Durante il 2006 gli andamenti valutari sono stati divergenti: in termini effettivi reali, le valute di Corea, Thailandia e Indonesia si sono apprezzate, mentre quelle di altre economie emergenti asiatiche si sono deprezzate (come nel caso di Hong Kong e Taiwan) o sono rimaste sostanzialmente invariate (Cina, India e Malaysia). Allo stesso tempo, vari paesi della regione hanno continuato ad accumulare riserve valutarie.

Per quanto concerne la Cina, la crescita economica è rimasta vivace durante il 2006. Nel primo semestre l'attività ha accelerato per effetto sia

della ripresa degli investimenti nei settori manifatturiero e immobiliare e di quelli delle amministrazioni locali, sia del vigore delle esportazioni. Gli investimenti in capitale fisso e il valore aggiunto dell'industria hanno lievemente rallentato nel secondo semestre a seguito delle misure di inasprimento monetario, inclusi i provvedimenti di natura amministrativa, ma nell'insieme la crescita del PIL non ne ha quasi risentito. Le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute, rafforzandosi tuttavia verso la fine dell'anno. Dopo l'introduzione di un regime di cambio più flessibile nel 2005, durante il 2006 il renminbi cinese ha continuato ad apprezzarsi gradualmente ma costantemente rispetto al dollaro statunitense, mentre si è deprezzato nei confronti dell'euro. L'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha superato il precedente massimo del 2005, contribuendo all'aumento delle riserve valutarie cinesi, che hanno raggiunto una consistenza di oltre mille miliardi di dollari.

In America latina la crescita si è mantenuta dinamica, sostenuta da un contesto esterno ancora favorevole (compresi i prezzi elevati delle materie prime esportate dai paesi della regione) e dal vigore della domanda interna. Per quanto concerne le principali economie latino-americane, l'Argentina ha continuato a registrare elevati tassi di crescita del prodotto in termini reali, anche se i livelli persistentemente elevati dell'inflazione hanno costituito una sfida per le autorità. Nelle due economie maggiori, il Brasile e il Messico, il ritmo di espansione economica è stato più moderato (sebbene ancora robusto, soprattutto nel caso del Messico) e l'inflazione è rimasta contenuta. Molte economie dell'America latina hanno approfittato delle condizioni di finanziamento ancora favorevoli sui mercati internazionali per effettuare operazioni di gestione attiva del debito, anche attraverso operazioni definitive di riacquisto (*outright buyback*) e *swap*, nel tentativo di ridurre i costi connessi al servizio del debito e migliorare il profilo per scadenze. Assieme al miglioramento dei fondamentali economici, questo ha concorso all'ulteriore attenuazione degli elementi di

vulnerabilità finanziaria presenti nella regione.

ANDAMENTI DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME NEL 2006

Le quotazioni petrolifere sono aumentate nettamente per gran parte del 2006 (cfr. figura 3). Il greggio di qualità Brent ha raggiunto un nuovo massimo storico a 78 dollari al barile (superiore di circa il 35 per cento rispetto all'inizio dell'anno) nella prima parte di agosto, ma nel periodo successivo è sceso sensibilmente e alla fine del 2006 è stato quotato a 61 dollari al barile in un contesto di notevole volatilità. Il suo prezzo medio è stato pari a 65 dollari nel 2006, superiore di circa il 20 per cento al livello del 2005.

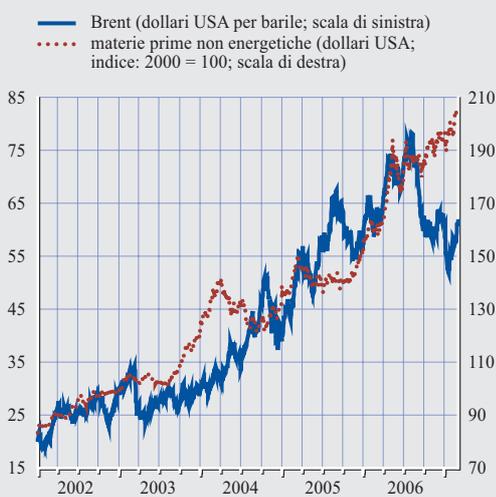
La crescita della domanda mondiale di petrolio, che aveva fatto emergere vincoli di capacità lungo l'intera catena produttiva dalla metà del 2003, si è lievemente indebolita nel 2006 rispetto agli anni precedenti. Tale andamento va attribuito soprattutto al calo della domanda di petrolio nei paesi dell'OCSE, che ha in parte controbilanciato l'aumento nelle economie non appartenenti a tale organizzazione e in particolare in Cina. Ciò nonostante, i prezzi sono stati

sospinti da altri fattori emersi dal lato dell'offerta. In particolare, il forte rincaro del petrolio nei primi sette mesi dell'anno ha riflesso principalmente alcune interruzioni dell'offerta e gli accresciuti timori per la sicurezza degli approvvigionamenti futuri, in un contesto di condizioni fondamentali del mercato petrolifero già tese. Tali timori sono stati acuiti dal perdurare di tensioni geopolitiche in Medio Oriente – in particolare con riferimento all'*impasse* sulla questione del programma nucleare iraniano e all'apertura delle ostilità tra Israele e il Libano.

Dopo il picco dell'inizio di agosto, i corsi petroliferi sono tuttavia scesi sostanzialmente: ad allentare le tensioni sui mercati petroliferi hanno contribuito il venir meno della minaccia degli uragani nel Golfo del Messico, una sensibile attenuazione delle tensioni geopolitiche e condizioni meno tese sul mercato della benzina. Il calo dei prezzi ha indotto l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) ad annunciare in ottobre un ridimensionamento della produzione pari a 1,2 milioni di barili al giorno a partire da novembre e a concordare in dicembre una ulteriore riduzione di 0,5 milioni di barili al giorno a decorrere da febbraio 2007. Tuttavia, il contenimento della domanda di combustibile per riscaldamento, dovuto a condizioni climatiche particolarmente miti agli inizi dell'inverno in gran parte dell'emisfero settentrionale, e l'attuazione solo parziale delle riduzioni annunciate da parte dell'OPEC, hanno esercitato pressioni al ribasso sui prezzi verso la fine del 2006 e in particolare nella prima parte di gennaio 2007. Le quotazioni hanno ripreso a salire nella seconda metà di gennaio, riflettendo condizioni climatiche più rigide nell'emisfero settentrionale e i conseguenti maggiori consumi, la diminuzione dell'offerta dell'OPEC e le crescenti tensioni geopolitiche.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati notevolmente per tutto il 2006, in un contesto di apprezzabile volatilità. L'aumento misurato in base all'indice aggregato dell'Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv; cfr. figura 3) è stato particolarmente

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e Istituto per l'economia internazionale di Amburgo.

forte nel primo semestre, soprattutto a causa dell'impennata dei prezzi dei metalli. Il vigore della domanda nelle economie emergenti dell'Asia (in particolare in Cina), gli elevati corsi dei beni energetici, la crescita contenuta della produzione e i bassi livelli delle scorte hanno sospinto le quotazioni di gran parte dei metalli per uso industriale. Dopo aver raggiunto un massimo in maggio, i prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente calati, pur rimanendo su livelli storicamente elevati. I rialzi dei prezzi agricoli hanno contribuito, verso la fine dell'anno, a innalzare il livello dei prezzi delle materie prime non energetiche. Complessivamente, le quotazioni in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche sono aumentate in media del 26 per cento circa nel 2006 rispetto all'anno precedente. All'inizio del 2007 le quotazioni delle materie prime non energetiche hanno continuato ad aumentare; l'indice complessivo dei prezzi ha raggiunto un nuovo picco verso la fine di febbraio.

2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

LA CRESCITA DI M3 CONTINUA AD AUMENTARE, SOSPINTA PRINCIPALMENTE DAL BASSO LIVELLO DEI TASSI DI INTERESSE E DAL RAFFORZAMENTO DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2006 la crescita monetaria ha continuato ad aumentare, registrando alla fine dell'anno il più alto tasso di crescita, sui dodici mesi, dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Il forte aumento di M3 è stato determinato prevalentemente dal basso livello dei tassi di interesse e dal vigore dell'attività economica nell'area dell'euro, fattori che hanno altresì sostenuto la vigorosa espansione del credito al settore privato. Nel contempo l'aumento dei tassi di interesse ha iniziato a influenzare nel corso dell'anno gli andamenti monetari, sebbene in larga misura attraverso la sostituzione fra le componenti di M3 anziché mediante una riduzione della sua crescita complessiva. Nel complesso, il protrarsi del rafforzamento della crescita monetaria ha determinato un ulteriore aumento della liquidità, già abbondante e, congiuntamente alla forte espansione del credito, ha segnalato rischi

al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e lungo periodo.

Dopo la flessione del quarto trimestre del 2005, la crescita di M3 è aumentata nei primi mesi del 2006, raggiungendo nel secondo trimestre l'8,6 per cento sui dodici mesi. Dopo la temporanea diminuzione nel terzo trimestre, la crescita si è rafforzata nuovamente nel quarto trimestre (9,0 per cento sui dodici mesi). Il dato di dicembre, pari al 9,8 per cento, ha rappresentato il tasso di espansione sui dodici mesi più elevato che sia stato registrato dall'avvio della Terza fase dell'UEM. In genere, l'andamento della crescita di M3 è stato caratterizzato da un grado piuttosto elevato di volatilità nel 2006. L'elevata variabilità è stata altresì evidente nella dinamica a più breve termine di M3 (ovvero nei tassi di crescita su uno, tre e sei mesi espressi in ragione d'anno). Ciò implica che la variabilità del tasso di crescita sui dodici mesi non era principalmente connessa a effetti base.

Per quanto riguarda gli andamenti delle componenti di M3, nella prima metà del 2006 il

Figura 4 M3 e prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

maggiore contributo alla crescita dell'aggregato è provenuto dall'espansione dei depositi a vista compresi in M1, come si era verificato nel 2005. Nella seconda metà dell'anno, invece, sono stati i depositi a termine (inclusi nell'aggregato più ampio M2, ma non in M1) ad apportare il maggiore contributo. Quanto alle contropartite di M3, l'espansione sostenuta della moneta nel 2006 è stata guidata dalla robusta crescita del credito delle IFM al settore privato che, tuttavia, ha iniziato a diminuire lievemente alla fine dell'anno. Nel contempo la diminuzione pronunciata della posizione netta sull'estero delle IFM osservata fino alla fine del 2005 è stata riassorbita nei primi mesi del 2006. Verso la fine dell'anno si sono registrati incrementi significativi nei flussi delle attività nette sull'estero, che sembrano aver contribuito all'ulteriore aumento della crescita di M3.

Nel complesso, l'andamento nel 2006 suggerisce che la vigorosa crescita monetaria osservata è stata sospinta soprattutto dal basso livello dei tassi di interesse e dall'intensità dell'attività economica dell'area dell'euro. Tale sviluppo può essere considerato il proseguimento della tendenza al rialzo della crescita monetaria osservata dalla metà del 2004, che ha riflesso il costante incremento del tasso di espansione dei prestiti al settore privato (cfr. figura 4). Ciò suggerisce che i fattori alla base della forte crescita di M3 negli anni recenti, compreso il 2006, siano diversi da quelli sottostanti alla forte crescita di M3 osservata fra il 2001 e gli inizi del 2003. In quest'ultimo caso, le riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie, dovute alla elevata incertezza geopolitica, economica e finanziaria allora prevalente, sono state le principali determinanti dell'espansione monetaria, mentre l'incremento dei prestiti al settore privato era contenuto. Visto in quest'ottica, l'attuale vigore della crescita di M3 può destare maggiori timori ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi rispetto a quello osservato fra il 2001 e gli inizi del 2003.

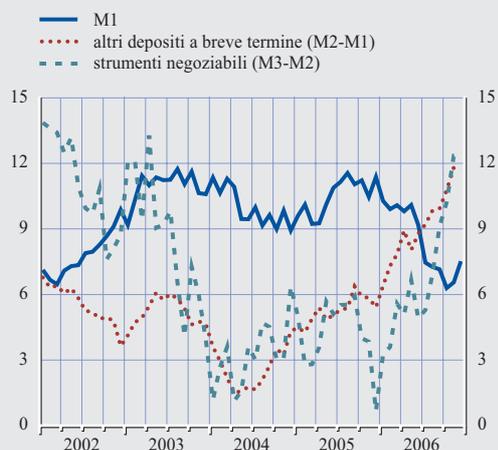
LE PRINCIPALI COMPONENTI DI M3 HANNO AVUTO UN ANDAMENTO DISCORDANTE

Dal lato delle componenti, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, nonostante un lieve incremento alla fine dell'anno, è diminuito in misura significativa nel 2006, dal 10,3 per cento in gennaio al 7,5 in dicembre (cfr. figura 5). Sebbene il contributo alla crescita sui dodici mesi di M3 sia sceso a 3,5 punti percentuali alla fine del 2006, esso è rimasto elevato. Fra le attività liquide contenute in M1, il tasso di incremento sui dodici mesi del circolante è stato dell'11,1 per cento in dicembre, in calo dal 13,5 di gennaio e in linea con le attese di un proseguimento del processo di aggiustamento delle disponibilità di banconote e monete a seguito dell'introduzione del contante in euro nel gennaio 2002. Tuttavia, il principale fattore alla base della significativa decelerazione di M1, soprattutto nella seconda metà dell'anno, è stato il marcato rallentamento dei depositi a vista, il cui tasso di crescita è sceso in dicembre al 6,9 per cento, dal 9,7 di gennaio.

Al contrario, il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista (M2-M1) si è decisamente rafforzato nel corso del 2006, dal 6,4 per cento in

Figura 5 Principali componenti di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

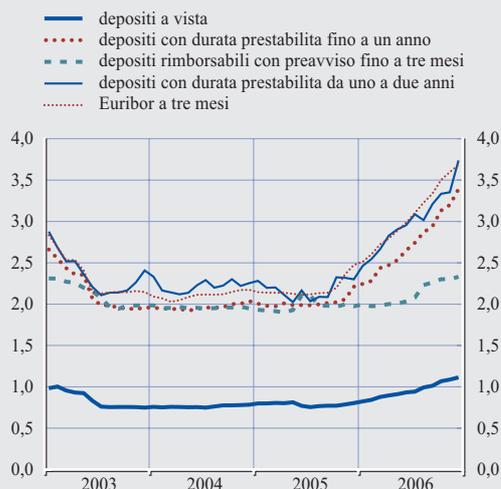
gennaio all'11,8 in dicembre. Il contributo dei depositi a breve termine alla crescita di M3 è aumentato a 4,3 punti percentuali alla fine del 2006, facendo di questa componente quella che ha apportato il maggiore contributo. Questa evoluzione più che compensa il minor contributo di M1 e ha riflesso un incremento significativo del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita non superiore a due anni), che è salito al 27,3 per cento nei dodici mesi terminanti in dicembre (di gran lunga il tasso di crescita più elevato di questa componente di M3 dall'inizio della serie nel 1998). Il tasso di variazione dei depositi a risparmio a breve scadenza (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), al contrario, è nettamente diminuito nel corso dell'anno.

Gli andamenti divergenti della dinamica dei depositi a breve termine compresi in M3 nel 2006 possono, in larga misura, essere ascritti all'ampliamento del differenziale fra la remunerazione dei depositi a termine diversi da quelli a vista (che dalla fine del 2005 è aumentata sostanzialmente in linea con i tassi di interesse del mercato monetario) e quella dei depositi a vista (che, in linea con gli andamenti passati, ha reagito più lentamente e in misura più contenuta agli aumenti dei tassi di mercato) (cfr. figura 6). Ciò ha determinato la sostituzione dei depositi a vista con gli altri depositi a termine, riducendo così la crescita di M1, ma esercitando un impatto modesto sulla crescita di M3 nel suo complesso. Nell'insieme, questi andamenti hanno mostrato che gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE a partire dal dicembre 2005 hanno avuto un impatto notevole sulla dinamica monetaria nel 2006, sebbene prevalentemente sotto forma di sostituzione fra le componenti di M3 anziché di contenimento della crescita di quest'ultimo aggregato.

Nel 2006 è altresì aumentato considerevolmente il tasso di espansione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2), collocatosi al 12,4 per cento in dicembre dopo il 3,2 di gennaio

Figura 6 Tassi di interesse bancari su depositi a breve termine e strumenti negoziabili

(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

(cfr. figura 5). Di conseguenza, il contributo di questi strumenti al tasso di crescita di M3 è decisamente aumentato, a 1,7 punti percentuali alla fine del 2006, benché questo sia il risultato di andamenti assai differenti delle varie componenti. Il tasso di incremento delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è stato lievemente negativo nella prima metà del 2006, per poi diventare positivo nella seconda metà dell'anno. Il rafforzamento della crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari nel corso dell'anno potrebbe riflettere una parziale normalizzazione della domanda di questi strumenti dopo un prolungato periodo di crescita eccezionalmente contenuta durante la fase di inversione delle riallocazioni di portafoglio (che avevano determinato una eccessiva domanda di queste attività fra il 2001 e gli inizi del 2003, un periodo di accresciuta incertezza economica e finanziaria) in cui gli investitori hanno richiesto strumenti più liquidi.

La domanda di titoli di debito con scadenza fino a due anni è notevolmente aumentata nel 2006, rappresentando gran parte del contributo crescente degli strumenti negoziabili alla espansione

sui dodici mesi di M3. Gli elevati tassi di incremento di questi titoli di debito sono stati in parte connessi agli aumenti dei tassi di interesse a breve termine nel corso dell'anno. I titoli di debito a breve termine sono emessi in prevalenza a tasso variabile, caratteristica che consente agli investitori di beneficiare di aumenti di tassi di interesse prima della scadenza del titolo¹. Anche il tasso di crescita delle operazioni pronti contro termine si è lievemente rafforzato fra la prima e la seconda metà del 2006, sebbene sia stato caratterizzato da una considerevole volatilità nel breve termine.

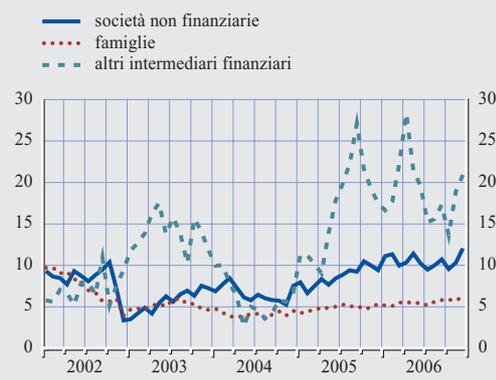
Una scomposizione settoriale dei depositi a breve termine e delle operazioni pronti contro termine (ovvero l'aggregazione più ampia di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati affidabili per settore detentore) indica che le famiglie sono rimaste il settore che contribuisce in misura maggiore alla forte crescita monetaria nel 2006. Ciò riflette l'ingente quota di consistenze totali di depositi a breve termine detenuta dal settore delle famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle disponibilità monetarie delle famiglie, sebbene abbia avuto una costante tendenza al rialzo dagli inizi del 2004 (cfr. figura 7) nonostante gli elevati rendimenti delle attività alternative (quali azioni e immobili residenziali) degli ultimi anni, è rimasto notevolmente inferiore ai tassi di crescita delle attività monetarie detenute dagli altri settori privati.

Nel 2006 la crescita annua delle disponibilità monetarie delle società non finanziarie è stata prossima al 10 per cento, rappresentando circa un quarto della vigorosa crescita dei depositi a breve termine e delle operazioni pronti contro termine. I principali fattori alla base della forte domanda di attività liquide da parte delle imprese sono stati l'elevata redditività, i consistenti investimenti e una forte attività di fusione e acquisizione².

La relativamente elevata volatilità della crescita complessiva di M3 nel 2006 è imputabile soprattutto all'andamento dei depositi detenuti

Figura 7 Depositi a breve termine e contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non corretti per la stagionalità né per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: i dati si riferiscono al totale delle IFM esclusi l'Euro-sistema e le amministrazioni centrali. Non sono incluse, inoltre, le passività monetarie delle amministrazioni centrali (poste, Tesoro).

dagli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (ovvero gli altri intermediari finanziari o AIF). Nell'ultimo decennio questi intermediari hanno considerevolmente accresciuto la propria importanza come detentori di attività monetarie. Questo andamento è connesso alla deregolamentazione e liberalizzazione finanziaria e al corrispondente sviluppo di mercati dei titoli più spessi e liquidi. La crescente importanza degli AIF è stata particolarmente evidente dalla metà del 2004 (per un'analisi dell'accresciuto ruolo degli AIF nel determinare le dinamiche monetarie, cfr. il riquadro 1).

1 Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Dinamica dei titoli di debito a breve termine all'interno di M3* nel numero di gennaio 2007 del Bollettino mensile della BCE.

2 Cfr. anche l'articolo *La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti* nel numero di agosto 2006 del Bollettino mensile della BCE.

IL RUOLO DEGLI ALTRI INTERMEDIARI FINANZIARI NELLE DINAMICHE MONETARIE

La moneta detenuta dagli intermediari finanziari non monetari ha acquisito un'importanza significativamente maggiore nell'analisi degli andamenti monetari nell'ultimo decennio¹. Ciò è particolarmente vero per il settore degli "altri intermediari finanziari" (AIF), ossia degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione. L'accresciuta rilevanza di questo settore nell'analisi monetaria riflette, in parte, la liberalizzazione e l'innovazione finanziaria, unitamente al corrispondente sviluppo di mercati mobiliari più ampi e liquidi. La crescente importanza del settore degli AIF risulta particolarmente evidente a partire da metà 2004, come dimostrano i contributi di tale settore alla crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine, incluse le operazioni pronti contro termine (qui denominati "depositi compresi in M3"), che costituiscono la più ampia aggregazione delle componenti di M3 per la quale sia disponibile una scomposizione settoriale. Nel 2006 il contributo fornito dal settore degli AIF al tasso di crescita medio sui dodici mesi, pari all'8,1 per cento, è stato di 1,8 punti percentuali. Alla luce di tale evidenza, nel presente riquadro viene esaminato il ruolo degli AIF nelle dinamiche monetarie degli ultimi anni.

Caratteristiche del settore degli AIF e della sua domanda di moneta

Generalmente gli AIF forniscono servizi finanziari alle famiglie e alle società non finanziarie e/o svolgono attività di negoziazione per conto proprio nei mercati finanziari. Al settore degli AIF appartengono anche società create dalle IFM per la cartolarizzazione di prestiti delle IFM stesse. Il settore degli AIF è, quindi, eterogeneo e comprende entità molto diverse, quali fondi di investimento, società di credito, *leasing* e *factoring*, società veicolo finanziarie (SVF) e intermediari in strumenti mobiliari e in derivati. Tale eterogeneità influisce sulle relazioni di natura finanziaria che legano gli AIF e le IFM e, quindi, sul profilo delle disponibilità monetarie detenute dai vari tipi di AIF. Ad esempio, è probabile che le società di *leasing* si configurino come debitori netti nei confronti del settore delle IFM, mentre i fondi di investimento e le società di *factoring* risulteranno di norma depositanti netti. Per altri soggetti appartenenti al settore degli AIF, come le SVF, la posizione netta nei confronti delle IFM è meno univoca.

La domanda di moneta da parte degli AIF sembra riflettere motivazioni di portafoglio ed essere pertanto determinata dai tassi di rendimento offerti da attività monetarie, obbligazionarie, azionarie e reali (come capitale fisso, materie prime e terreni). Inoltre, è probabile che la domanda di moneta degli AIF per finalità transattive sia strettamente legata all'esigenza di regolare transazioni finanziarie, più che all'acquisto di beni e servizi.

Depositi e prestiti detenuti dagli AIF presso le IFM

Al fine di valutare come le caratteristiche degli AIF e le motivazioni che li spingono a detenere moneta si riflettano negli andamenti monetari, è utile esaminare quale sia il loro contributo alle dinamiche delle componenti di M3 (depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine) e delle sue contropartite (depositi a lungo termine e prestiti delle IFM).

¹ Cfr. l'articolo *La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti* recenti nel numero di agosto 2006 del Bollettino mensile della BCE.

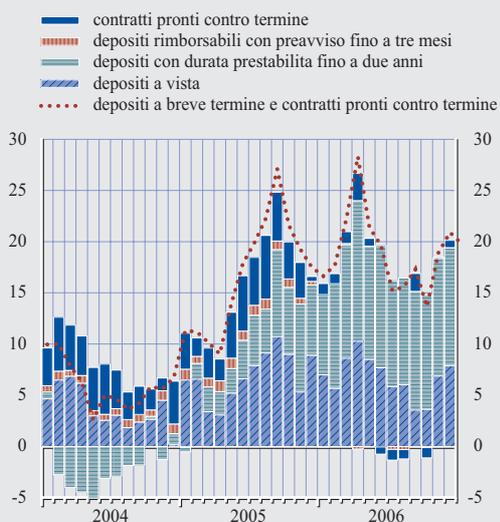
Considerando dapprima le componenti di M3, lo stretto legame fra i depositi detenuti dagli AIF e gli andamenti dei mercati dei capitali è segnalato dalla significativa quota di operazioni pronti contro termine (PCT) sul totale dei depositi compresi in M3 detenuti dagli AIF. Tale quota, pari a circa un quarto, è ben maggiore di quella osservata per il settore privato non finanziario. Le operazioni PCT vengono utilizzate per prendere in prestito titoli e/o per procurarsi liquidità. Senza di esse, molte strategie della moderna ingegneria finanziaria adottate dagli investitori istituzionali risulterebbero difficili.

Nondimeno, il significativo contributo delle operazioni PCT al tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi compresi in M3 detenuti dagli AIF nel 2005 (cfr. figura A) riflette, in parte, anche il passaggio degli istituti di credito dalla negoziazione interbancaria diretta alle piattaforme di negoziazione elettronica nelle loro attività sui mercati monetari. Varie piattaforme di questo tipo sono infatti gestite da società di compensazione titoli e appartengono di conseguenza al settore degli AIF². Da un punto di vista economico, le operazioni precedentemente effettuate fra IFM al di fuori di mercati organizzati e oggi condotte attraverso una piattaforma di proprietà di un AIF continuano a far parte dall'attività interbancaria. Da un punto di vista statistico, tuttavia, all'interno del bilancio consolidato delle IFM esse danno ora luogo a posizioni attive e passive nei confronti degli AIF, comprese poste che contribuiscono all'espansione di M3. Al momento di valutare quali siano le implicazioni della crescita monetaria per gli andamenti macroeconomici, sarebbe ovviamente necessario operare una correzione per tenere conto di tali distorsioni.

Più di recente, i depositi compresi in M3 detenuti dagli AIF sono stati influenzati in misura maggiore da quelli a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita non superiore a due anni). Tale andamento risulta evidente anche per i depositi detenuti dai settori privati non finanziari e riflette probabilmente lo spostamento di fondi dai depositi a vista, che offrono un rendimento basso, a depositi a termine a breve scadenza con remunerazioni maggiori e durata solo leggermente più lunga. Nel caso degli AIF, vi sono alcuni riscontri del fatto che l'aumento dei depositi di questo tipo sia collegato ai preparativi delle IFM per l'attuazione dello schema "Basilea 2", nel senso che queste istituzioni avrebbero accresciuto il ricorso a cartolarizzazioni sintetiche con la partecipazione di SVF, che avrebbero investito temporaneamente liquidità nei depositi a termine.

Figura A Depositi a breve termine e contratti pronti contro termine di altri intermediari finanziari non monetari presso le IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati non corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: i dati si riferiscono a totale delle IFM escluso l'Euro-sistema. Eventuali discrepanze fra la somma dei contributi e il totale sono dovute ad arrotondamenti.

2 Cfr. il numero di novembre 2005 del *Monthly Report* della Deutsche Bundesbank.

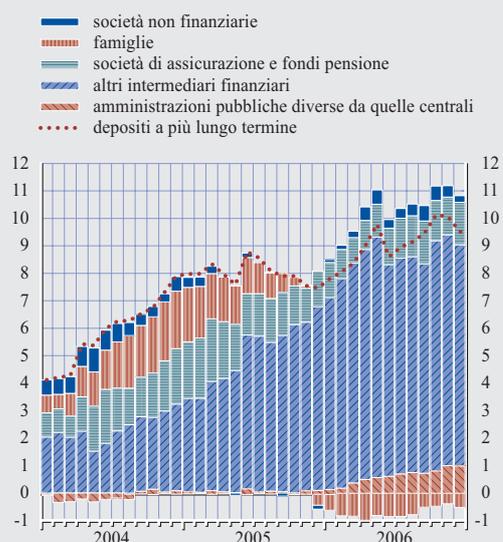
Passando all'analisi delle contropartite di M3, emerge che la crescita sui dodici mesi dei depositi a più lungo termine detenuti presso le IFM è ascrivibile per la maggior parte (ossia per il 90 per cento circa nel 2006, cfr. figura B) agli AIF. Tali depositi contribuiscono, pertanto, a spiegare una parte importante dell'andamento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve), che comprendono titoli di debito con scadenza all'emissione superiore a due anni, depositi con durata prestabilita di oltre due anni e depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi. La forte crescita dei depositi a più lunga scadenza è dovuta a fattori legati ai cambiamenti nella natura dell'intermediazione finanziaria.

Fra questi fattori figura ad esempio il crescente ricorso alle cartolarizzazioni, operazioni in cui le SVF svolgono un ruolo fondamentale. Allorché un prestito oggetto di cartolarizzazione viene rimosso dal bilancio di una IFM e trasferito su quello di una SVF (cosiddetta cartolarizzazione analitica), non vi è di norma alcuna ripercussione immediata sull'andamento delle passività finanziarie a più lungo termine dell'IFM. Tuttavia, allorché il prestito rimane all'interno del bilancio dell'IFM (cd. cartolarizzazione sintetica), è soltanto il relativo rischio a essere trasferito alla SVF, la quale emette titoli garantiti da attività (o *asset-backed securities*, ABS) e, di norma, investe i proventi dell'emissione in attività sicure, fra cui verosimilmente depositi o titoli di debito a più lunga scadenza delle IFM (per i quali non sono disponibili dati sulla domanda settoriale)³. Negli ultimi anni le modifiche di natura regolamentare (collegate ad esempio all'introduzione dei principi contabili internazionali) e fiscali nei paesi dell'area dell'euro hanno indotto le IFM a intraprendere più spesso cartolarizzazioni sintetiche, accrescendo così il volume di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM detenute da AIF.

Dal lato delle contropartite, gli AIF influenzano le dinamiche monetarie anche attraverso la loro domanda di prestiti. Il contributo di questo settore alla crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è aumentato da ½ a 1¼ punti percentuali fra la metà del 2004 e la seconda metà del 2006. La domanda di prestiti degli AIF si è orientata soprattutto sulle scadenze inferiori all'anno e solo in misura minore su quelle superiori ai cinque anni (cfr. figura C). Il fatto che la domanda di finanziamento degli AIF si concentra su scadenze brevi, fa ritenere che, almeno in parte, tali intermediari si siano indebitati per coprire uno scompenso di liquidità. Nel corso

Figura B Scomposizione settoriale dei depositi a più lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati non corretti per la stagionalità né per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
 Note: i dati si riferiscono al totale delle IFM esclusi l'Euro-sistema. Eventuali discrepanze fra la somma dei contributi e il totale sono dovute ad arrotondamenti.

3 L'eventuale impatto di una siffatta operazione sugli aggregati monetari dipende da chi sono gli acquirenti delle ABS e da come finanziano il loro acquisto. Ad esempio, nel caso in cui gli acquirenti siano non residenti, si verificherà in primo luogo un aumento dei depositi del settore degli AIF e un miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM. Per contro, se le ABS sono acquistate da una società di assicurazione, che finanzia l'acquisto tramite depositi a breve termine, e la SVF reinveste i proventi della vendita in attività sicure e altamente liquide, allora l'impatto dell'operazione di cartolarizzazione sugli andamenti monetari aggregati sarà nullo.

di una cartolarizzazione sintetica, ad esempio, i prestiti a breve termine potrebbero rivelarsi utili per bilanciare i flussi monetari fra l'acquisizione delle attività e il perfezionamento del finanziamento a più lungo termine. Un altro motivo all'origine della forte domanda di prestiti a breve termine da parte degli AIF è stato il già citato passaggio dalla negoziazione interbancaria diretta alle piattaforme di contrattazione elettronica. L'interposizione di una siffatta piattaforma fra le due controparti determina, infatti, la suddivisione delle operazioni PCT in due transazioni indipendenti: l'operazione PCT originaria e una transazione opposta ("passiva"), che di fatto si configura come un prestito a breve termine erogato da una IFM alla piattaforma di negoziazione.

La domanda di prestiti a più lunga scadenza da parte degli AIF riflette probabilmente l'operatività di società finanziarie attive nel finanziamento del settore non finanziario, sebbene in alcuni casi anche le SVF potrebbero essersi indebitate su scadenze superiori ai cinque anni.

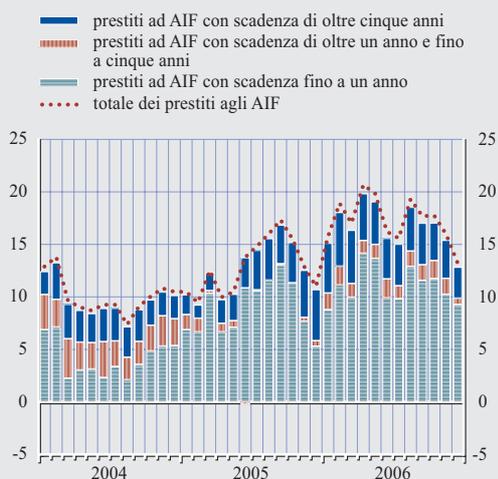
Implicazioni delle disponibilità monetarie degli AIF per i rischi per la stabilità dei prezzi

Le disponibilità monetarie detenute dagli AIF sono in genere di natura leggermente diversa rispetto a quelle delle famiglie o delle società non finanziarie. Pertanto, l'impatto dei saldi monetari degli AIF sull'evoluzione dell'attività economica e dei prezzi potrebbe essere meno chiaro. Tuttavia, nell'analisi dei rischi per l'inflazione derivanti dalle dinamiche monetarie non è possibile astrarre completamente dal settore degli AIF, poiché tali intermediari incidono sugli andamenti economici attraverso i legami finanziari che intrattengono con gli altri settori, nella misura in cui permettono alle società o alle famiglie di modificare le proprie scelte di spesa e di risparmio. Al riguardo, è molto probabile che le disponibilità monetarie degli AIF abbiano un contenuto informativo rilevante nel medio-lungo periodo, che andrebbe perso qualora l'analisi del settore detentore di moneta fosse effettuata senza tenere conto di questo gruppo.

Il contenuto informativo degli aggregati monetari deriva dal fatto che essi riflettono i complessi processi di sostituzione intercorrenti all'interno di un'ampia gamma di attività e che influenzano i premi per la liquidità e per il rischio, i quali non sono osservabili. Tali premi incidono sulla capacità di indebitamento e di credito delle famiglie e delle imprese, ossia sulla loro capacità di anticipare o posticipare le decisioni di spesa. Grazie alla loro gestione professionale del rischio, gli AIF sono in grado di effettuare transazioni ritenute troppo rischiose da investitori non specializzati, come ad esempio la fornitura di liquidità mediante l'acquisto di portafogli di prestiti ipotecari o societari o attraverso l'attività di *factoring*. In una certa misura, la recente crescita dei depositi e dei prestiti degli AIF potrebbe rispecchiare un aggiustamento

Figura C Prestiti delle IFM ad altri intermediari finanziari non monetari

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali; dati non corretti per la stagionalità né per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Nota: eventuali discrepanze fra la somma dei contributi e il totale sono dovute ad arrotondamenti.

una tantum nel funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, l'appetibilità di certi investimenti degli AIF che forniscono liquidità potrebbe essere rafforzata da fattori ciclici legati al basso livello dei tassi di interesse, che ha indotto a ricercare rendimenti più elevati.

L'evidenza empirica indica che l'andamento dei depositi detenuti dagli AIF aumenta la volatilità di breve periodo della crescita monetaria e potrebbe, di conseguenza, rendere più difficile la valutazione delle dinamiche monetarie di fondo. Inoltre, la copertura settoriale più estesa degli aggregati monetari riduce l'intensità del comovimento fra la tendenza di lungo periodo della crescita monetaria e dell'inflazione. Tuttavia, vi sono altresì riscontri sul fatto che l'analisi degli andamenti di fondo di un aggregato monetario più ampio comprendente i depositi detenuti dagli AIF consente di individuare con più anticipo i punti di svolta nell'evoluzione dell'inflazione⁴. Ciò fa ritenere che tali depositi potrebbero contenere informazioni non fornite da altri settori, potenzialmente utili ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

Concludendo, nel corso degli ultimi dieci anni gli AIF hanno acquisito una rilevanza significativamente maggiore per le dinamiche monetarie. Il crescente spessore dei mercati finanziari mondiali, unitamente ai perduranti processi di integrazione e innovazione finanziaria nell'area dell'euro, fanno ritenere che la loro importanza sia destinata ad aumentare ulteriormente. Diviene pertanto necessario analizzare e valutare attentamente la domanda di moneta degli AIF, al fine di ricavare in tempo reale dagli andamenti monetari il segnale rilevante ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. Tuttavia, sulla base dei dati forniti dalle IFM, ciò non è completamente possibile. Per questi motivi, sono attualmente in corso lavori volti alla compilazione di statistiche più esaurienti.

⁴ Cfr. anche il riquadro *Disponibilità monetarie settoriali e contenuto informativo della moneta con riferimento all'inflazione* nel numero di settembre 2006 del Bollettino mensile della BCE.

LA CRESCITA DEL CREDITO DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO È ULTERIORMENTE AUMENTATA

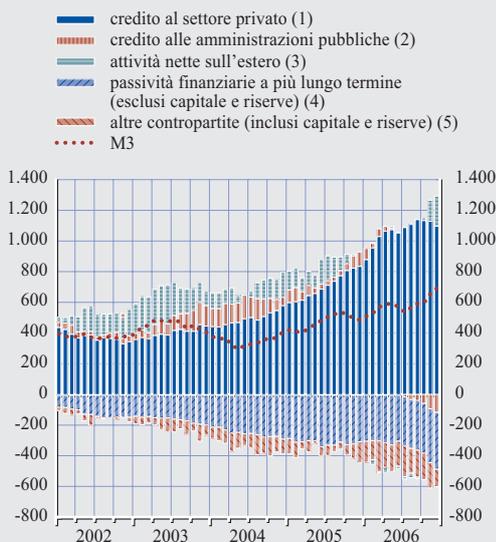
Dal lato delle contropartite, le dinamiche monetarie nel 2006 hanno rispecchiato principalmente la vigorosa crescita del credito delle IFM al settore privato (cfr. figura 8). In particolare, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato significativamente agli inizi del 2006, per poi stabilizzarsi attorno a un tasso lievemente superiore all'11 per cento per gran parte del 2006. Verso la fine dell'anno l'espansione dei prestiti al settore privato ha iniziato a mostrare alcuni segni di moderazione, sebbene i tassi di crescita risultassero ancora elevati. Il protrarsi della forte domanda di prestiti è stato sostenuto dal basso livello dei tassi di interesse, dalle favorevoli condizioni di offerta del credito (come evidenziato dall'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema), da un'attività economica più vigorosa e da un andamento sostenuto del mer-

cato immobiliare in molte parti dell'area dell'euro. Il lieve rallentamento dei prestiti alla fine dell'anno suggerisce che gli incrementi dei tassi di riferimento della BCE potrebbero aver cominciato a influire gradualmente sulla dinamica dell'indebitamento.

La forte espansione dei prestiti delle IFM al settore privato ha interessato in maniera generalizzata i principali settori detentori di moneta, sebbene questi, considerati singolarmente, abbiano avuto andamenti lievemente diversi nel corso dell'anno. Nella prima metà del 2006 il maggior contributo alla crescita dei prestiti al settore privato ha riflesso la domanda da parte del settore delle famiglie. Tuttavia, la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni si è ridotta da maggio 2006 in poi quando sono aumentati i tassi sui mutui ipotecari e si è moderata l'attività nei mercati degli immobili residenziali in alcune parti dell'area dell'euro. Al contrario, i prestiti alle società non finanziarie hanno ulteriormente

Figura 8 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

accelerato, forse per effetto del protratto vigore degli investimenti delle imprese e dell'attività di fusione e acquisizione (per maggiori dettagli, cfr. più oltre la sezione concernente la domanda di finanziamento esterno da parte delle società non finanziarie). Di conseguenza, nella seconda metà dell'anno, il maggior contributo alla crescita dei prestiti è provenuto dal settore delle società non finanziarie.

Fra le altre contropartite di M3, la crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) delle IFM è rimasta vigorosa nel 2006 e si è addirittura rafforzata verso la fine dell'anno.

Il flusso sui dodici mesi della posizione netta sull'estero delle IFM ha oscillato in una fascia relativamente ristretta attorno allo zero nei primi tre trimestri del 2006; si è pertanto riassorbito l'effetto frenante sulla dinamica di M3 esercitato nella seconda metà del 2005 dalle pronunciate flessioni nella posizione netta sul-

l'estero delle IFM. I dati sulla bilancia dei pagamenti suggeriscono che l'andamento sostanzialmente neutro della posizione netta sull'estero delle IFM nei primi tre trimestri del 2006 cela un graduale rafforzamento sia negli investimenti netti di portafoglio sia negli investimenti diretti dall'estero nell'area dell'euro. Ciò è stato dovuto in larga misura al miglioramento delle prospettive economiche per l'area a partire dall'inizio dell'anno, all'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro statunitense e alla diminuzione del differenziale di tasso fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti.

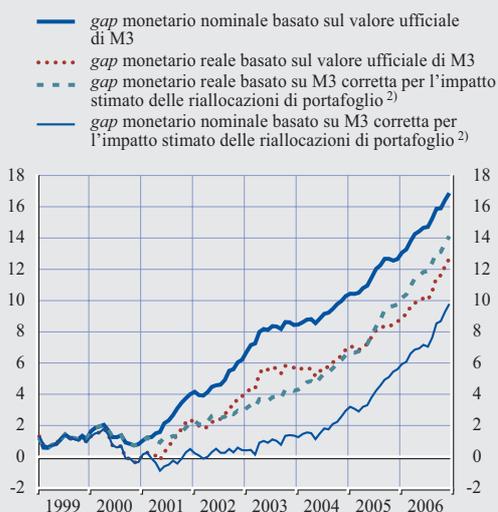
Verso la fine del 2006 il flusso sui dodici mesi della posizione netta sull'estero delle IFM è ritornato fortemente positivo e sembrerebbe aver esercitato un impatto al rialzo sulla crescita di M3 negli ultimi due mesi dell'anno. Il notevole incremento degli afflussi di capitale nell'area dell'euro verso la fine del 2006 potrebbe aver rispecchiato in parte le attese prevalenti di un rafforzamento del tasso di cambio dell'euro.

LA LIQUIDITÀ RESTA ABBONDANTE

Il protrarsi della vigorosa crescita di M3 nel corso del 2006 ha determinato un ulteriore aumento della già abbondante liquidità nell'area dell'euro. Gli indicatori disponibili delle condizioni di liquidità hanno continuato a crescere (cfr. figura 9). Nel 2006 sono ulteriormente aumentati in misura considerevole sia il *gap* monetario nominale (definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello di M3 che si sarebbe osservato se la crescita monetaria fosse risultata sistematicamente pari al valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998) sia il *gap* monetario reale, che corregge quello nominale per l'eccesso di liquidità riassorbito dalla passata evoluzione dei prezzi (ossia per la deviazione cumulata dell'inflazione dal valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE). Alla fine dell'anno entrambi gli indicatori si sono collocati sui livelli più elevati dall'avvio della Terza fase dell'UEM e non hanno mostrato segni evidenti di stabilizzazione.

Figura 9 Stime del gap monetario ¹⁾

(in percentuale rispetto alla relativa misura dello stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



Fonte: BCE.

1) Il gap monetario nominale è definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento a partire dal dicembre 1998. Il gap monetario reale è definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da un'inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio illustrato nell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile della BCE.

La BCE pubblica periodicamente anche gli indicatori dei gap monetari calcolati in base a una serie di M3 corretta per tenere conto dell'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio verso le attività monetarie indotte dall'accresciuta incertezza economica e finanziaria osservata fra il 2001 e il 2003³. Dal momento che non si sono avuti segnali di ulteriori inversioni delle scorse riallocazioni di portafoglio, temporaneamente riprese nel quarto trimestre del 2005, anche nel 2006 queste misure corrette hanno continuato a registrare andamenti paralleli agli indicatori corrispondenti dei gap monetari costruiti sulla serie ufficiale di M3. Nondimeno, le misure dei gap monetari derivate dalla serie corretta rimangono considerevolmente inferiori

a quelle basate sui dati ufficiali di M3. Nel valutare questi indicatori delle condizioni di liquidità, va ricordato che si tratta solo di stime e quindi inevitabilmente imperfette: occorre pertanto considerarle con cautela.

Nonostante l'incertezza che caratterizza le singole stime, il quadro complessivo delineato da questi indicatori indica un ulteriore accumulo di liquidità nel 2006, a conferma della tesi secondo cui la liquidità è abbondante.

A SEGUITO DEGLI INCREMENTI DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO DELLA BCE, SONO AUMENTATI I TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Durante il 2006 i tassi del mercato monetario sono aumentati per l'intera gamma di scadenze, in linea con gli incrementi dei tassi di interesse di riferimento della BCE apportati nel corso dell'anno. L'evoluzione graduale dei tassi di interesse del mercato monetario, insieme al livello generalmente basso di volatilità, suggerisce che le azioni di politica monetaria sono state largamente anticipate dagli operatori di mercato, riflettendo la trasparenza e la prevedibilità delle decisioni di politica monetaria della BCE.

Dopo averli mantenuti per due anni e mezzo su livelli storicamente bassi, nel dicembre 2005 il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Nel corso del 2006 il Consiglio direttivo ha effettuato altri cinque aumenti dei tassi di riferimento di 25 punti base ciascuno. In linea con tali aumenti, i tassi di interesse del mercato monetario nell'intera gamma di scadenze sono aumentati regolarmente nell'arco dell'anno. Il 2 marzo 2007 i tassi di interesse a uno e a dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 3,79 e al 4,05 per cento, ovvero su un livello superiore di 139 e di 119 punti base rispetto agli inizi di gennaio 2006.

Analizzando più in dettaglio l'andamento nel corso del 2006, i tassi del mercato monetario

³ Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 10 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro e curva dei rendimenti del mercato monetario

(variazioni percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)

- Euribor a 1 mese (scala di sinistra)
- Euribor a 12 mesi (scala di sinistra)
- - - differenziale tra Euribor a 12 mesi e a 1 mese (scala di destra)

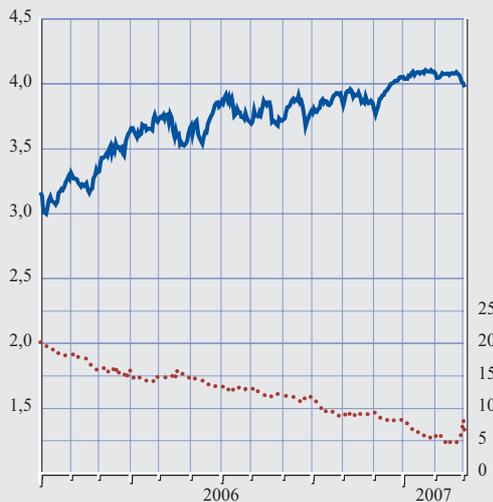


Fonte: Reuters.

Figura 11 Tassi future sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti future basati sull'Euribor a tre mesi

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)

- contratti future sull'Euribor con scadenza a giugno 2007 (scala di sinistra)
- volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sui contratti future basati sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno 2007 (scala di destra)



Fonti: Reuters e Bloomberg.

con scadenze più lunghe sono aumentati fino agli inizi di novembre (cfr. figura 10), mese in cui sono lievemente scesi riflettendo attese di una decelerazione nella rimozione da parte del Consiglio direttivo dell'orientamento monetario accomodante. Tuttavia, i tassi di interesse del mercato monetario sono nuovamente aumentati in dicembre, soprattutto dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo del 2006 e si sono stabilizzati con l'inizio del nuovo anno. Contrariamente a questo andamento, i tassi di interesse a più breve termine sono costantemente aumentati nel corso dell'anno, senza mostrare alcuna inversione temporanea della tendenza al rialzo.

Fra gennaio e metà maggio del 2006 l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dalla differenza fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, si è accentuata, raggiungendo il 12 maggio i 71 punti base, per poi appiattirsi e stabilizzarsi a circa 50 punti base nel periodo da luglio a ottobre. Un

ulteriore mercato appiattimento della curva è stato altresì osservato dalla prima settimana di novembre fino ai giorni precedenti la riunione del Consiglio direttivo del 7 dicembre, a causa della temporanea diminuzione del tasso a dodici mesi. Dopo tale riunione l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è progressivamente aumentata e, all'inizio dell'anno, si è stabilizzata attorno a 45 punti base, prima di diminuire a circa 30 punti base all'inizio di marzo 2007.

I tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi forniscono un quadro sostanzialmente analogo. Essi sono aumentati stabilmente fra gennaio e novembre 2006, con l'unica eccezione del periodo fra metà maggio e la fine di giugno (cfr. figura 11). In novembre sono diminuiti, per poi aumentare nuovamente in maniera considerevole in dicembre. Il 2 marzo 2007 il tasso di interesse sui contratti *future* a tre mesi per il contratto di giugno 2007 si è collocato al 3,97 per cento, ossia su un

valore superiore di 81 punti base rispetto agli inizi di gennaio 2006.

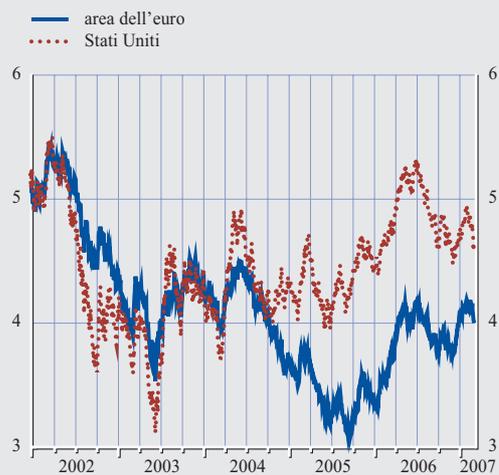
Durante il 2006 la volatilità desunta dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi è stata in generale contenuta. La volatilità implicita è progressivamente diminuita fra gennaio e dicembre, suggerendo un elevato grado di prevedibilità delle decisioni di politica monetaria della BCE da parte degli operatori del mercato monetario. Le uniche due eccezioni sono state il lieve incremento della volatilità osservato in maggio e una sostanziale stabilizzazione fra la fine di ottobre e gli inizi di dicembre associata alla citata incertezza sull'evoluzione futura dei tassi di riferimento prima della riunione di dicembre del Consiglio direttivo. Dopo questa riunione la volatilità implicita si è ridotta significativamente seguendo una tendenza negativa che si è invertita solamente pochi giorni prima della riunione del Consiglio direttivo di marzo 2007.

NEL 2006 SONO RISALITI I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO A LUNGO TERMINE DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2006 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno continuato a risalire dai livelli storicamente bassi osservati alla fine del 2005. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati di 70 punti base nel 2006, collocandosi al 4,0 per cento alla fine dell'anno (cfr. figura 12). Questa ripresa dei tassi di interesse a lungo termine avrebbe rispecchiato principalmente il crescente ottimismo degli investitori sulle prospettive di crescita per l'economia dell'area dell'euro. Ciò sembrerebbe avvalorato dal fatto che il rendimento sui titoli di Stato indicizzati con scadenza nel 2015, una misura dei tassi di interesse reali a lungo termine, è salito di 60 punti base fra la fine del 2005 e la fine di dicembre 2006. Nello stesso periodo i tassi di inflazione di pareggio a dieci anni, che misurano l'inflazione attesa dagli operatori di mercato e i relativi premi per il rischio, hanno invece subito variazioni nel complesso modeste.

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.
1) Titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile.

Nella prima metà del 2006 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono nettamente aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, dove i rendimenti dei titoli con scadenza a dieci anni sono aumentati di circa 80 punti base fra la fine di dicembre 2005 e la fine di giugno 2006. Oltre agli usuali forti collegamenti fra tassi di interesse sui principali mercati internazionali, l'incremento dei tassi di interesse a lungo termine in euro ha altresì rispecchiato le reazioni del mercato ai dati pubblicati sull'attività economica e sul clima di fiducia delle imprese, interpretati generalmente dagli investitori come indicazioni prospettiche di un miglioramento della crescita nell'area dell'euro. In linea con tale interpretazione, la ripresa relativamente sostenuta dei rendimenti obbligazionari nominali nella prima metà del 2006 è stata sospinta principalmente da un incremento della relativa componente reale. Verso la fine di giugno, tuttavia, si è arrestato il rialzo generalizzato dei rendimenti obbligazionari degli Stati Uniti e dell'area dell'euro.

Il successivo calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nel terzo trimestre, che ancora una volta ha avuto luogo in grande

sincronia sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, è stato in parte connesso con le turbolenze dei mercati azionari internazionali iniziate in maggio, che hanno indotto gli investitori internazionali a prediligere temporaneamente la relativa sicurezza di prodotti liquidi a reddito fisso. Inoltre, si sono manifestati timori che i forti rincari petroliferi connessi alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente potessero compromettere le prospettive mondiali di crescita. Nel contempo è probabile che i segnali di un rallentamento dell'economia statunitense, che stavano spingendo decisamente verso il basso i tassi di interesse in dollari su tutte le scadenze, abbiano inciso in qualche misura anche sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro, grazie agli usuali forti meccanismi di propagazione degli shock fra i mercati obbligazionari internazionali. Verso la fine del 2006 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno riguadagnato terreno in un contesto caratterizzato dalla diffusione di dati favorevoli sull'attività economica dell'area.

Nonostante l'incremento complessivo dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro, la curva dei rendimenti dell'area si è appiattita nel 2006. Ciò si è riflesso in un calo corrispondente della pendenza della curva dei rendimenti per scadenza misurata dalla differenza fra il rendimento su un titolo di Stato a dieci anni e l'Euribor a tre mesi. Tale differenza è diminuita di circa 50 punti base nel corso del 2006 e alla fine dell'anno ha raggiunto il livello relativamente basso di circa 30 punti base. L'appiattimento della curva dei rendimenti dell'area nel 2006 ha avuto luogo in maniera graduale contestualmente ai cinque incrementi consecutivi dei tassi di interesse di riferimento da parte della BCE. Da un punto di vista storico, un basso livello del differenziale tra tassi a lungo e a breve termine ha spesso preannunciato un successivo rallentamento dell'attività economica o addirittura una recessione (in particolare in presenza di una "curva dei rendimenti invertita", ovvero quando il differenziale è negativo). Tuttavia, l'appiattimento della curva dei rendimenti dell'area nel 2006 deve essere interpretato alla luce dell'andamento dei premi per

il rischio impliciti nei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine. I premi per il rischio del mercato obbligazionario sembrano aver raggiunto livelli straordinariamente bassi negli ultimi due anni. Se si considerano i bassi livelli dei premi per il rischio dei mercati obbligazionari, la pendenza della curva dei rendimenti alla fine del 2006 non risulta più essere molto bassa⁴.

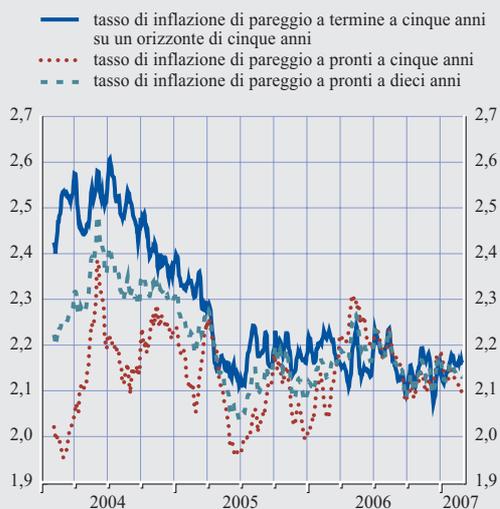
Nel 2006 l'inflazione a lungo termine attesa dagli operatori di mercato e i relativi premi per il rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio, sembrano essere rimasti sostanzialmente invariati, sia nel complesso sia sui vari orizzonti temporali, su livelli lievemente superiori al 2 per cento annuo. Le informazioni sull'inflazione attesa e i relativi premi per il rischio su orizzonti specifici possono essere ottenute dalla scomposizione dei tassi di inflazione di pareggio a dieci anni in tassi di inflazione di pareggio a cinque anni e tassi a termine per il periodo compreso tra cinque e dieci anni ricavati dalle stime della struttura per scadenza dei tassi di inflazione di pareggio (cfr. figura 13)⁵. La scomposizione evidenzia che attese di inflazione relativamente stabili a medio e lungo termine, segnalate dalle piccole variazioni dei tassi di inflazione di pareggio a termine per il periodo compreso tra cinque e dieci anni, si sono associate ad andamenti più volatili delle attese di inflazione nel breve e medio termine. Di fatto, nella prima metà del 2006 le attese di inflazione a breve e medio termine misurate dal tasso di inflazione di pareggio a cinque anni sono aumentate di circa 30 punti base. Questo incremento nelle attese di inflazione a breve e medio termine, nel contesto di un rincaro dei corsi petroliferi, è stato quasi compensato da un calo corrispondente nella seconda metà del 2006. Di conseguenza, nella seconda metà del 2006 la curva dell'inflazione di pareggio dell'area

4 Cfr. il riquadro *Ruolo dei premi al rischio nel recente appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 del Bollettino mensile della BCE.

5 Per dettagli sulle stime, cfr. il riquadro *Stima dei rendimenti di obbligazioni indicizzate con vita residua costante e dei corrispondenti tassi di inflazione di pareggio per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 13 Inflazione di pareggio a pronti e a termine nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



Fonti: Reuters, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

dell'euro si è considerevolmente appiattita (cfr. figura 13).

La volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro è lievemente aumentata in maggio e giugno 2006 per poi diminuire stabilmente nella seconda metà dell'anno. Il momentaneo incremento di maggio e giugno sembra aver rispecchiato un aumento dell'incertezza da parte degli operatori di mercato circa le future variazioni dei tassi di interesse, in considerazione delle turbolenze verificatesi in quel periodo sui mercati azionari. Nell'ultimo trimestre del 2006 la volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area è scesa su livelli storicamente bassi, segnalando un livello piuttosto contenuto di incertezza da parte degli operatori di mercato circa l'andamento nel breve periodo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine.

Nei primi due mesi del 2007 i rendimenti a lungo termine sui titoli in euro sono rimasti nel complesso pressoché invariati e il 2 marzo si attestavano al 4 per cento. Essi, dopo essere cresciuti fino al 4,2 per cento, hanno iniziato a ridi-

scendere dopo la prima metà di febbraio. Anche i rendimenti a lungo termine in dollari statunitensi sono diminuiti nella seconda metà di febbraio. Questi sviluppi sembrano essere in gran parte il risultato di un ribilanciamento dei portafogli degli investitori, volto ad aumentare la componente a reddito fisso in seguito alla turbolenza verificatasi sui mercati azionari alla fine di febbraio.

LE QUOTAZIONI AZIONARIE DELL'AREA DELL'EURO SONO FORTEMENTE CRESCIUTE NEL 2006

Nel 2006, nonostante alcune oscillazioni, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono notevolmente aumentate, mantenendo quindi l'andamento al rialzo osservato dagli inizi del 2003 (cfr. figura 14). L'indice Dow Jones Euro Stoxx ha concluso l'anno con un incremento del 20 per cento rispetto alla fine del 2005 e, pertanto, ha registrato un apprezzamento maggiore sia di quello dell'indice Standard & Poor's 500 sia di quello dell'indice Nikkei 225. I ragguardevoli risultati del mercato azionario dell'area dell'euro rispetto a quelli degli Stati Uniti e del Giappone devono essere considerati alla luce di un apprezzamento relativamente rilevante nel 2006 dell'euro rispetto al dollaro statunitense e allo yen giapponese. L'effetto frenante dell'apprezzamento dell'euro sulle prospettive degli utili per le imprese appartenenti a settori sensibili alle esportazioni sembra essere stato più che compensato dal vigore della crescita degli utili correnti e attesi delle società dell'area, in un contesto caratterizzato dal netto miglioramento delle prospettive di crescita per l'intera economia dell'area. La recente rapida crescita dei corsi azionari è diversa da quella registrata nella seconda metà degli anni novanta, in quanto questa volta il rapporto prezzo/utile è rimasto nell'intorno della sua media di lungo periodo.

La vigorosa *performance* complessiva del mercato azionario dell'area dell'euro nel 2006 cela una momentanea, ma marcata flessione delle quotazioni azionarie nel secondo trimestre dell'anno. Dopo la crescita a due cifre nei primi quattro mesi dell'anno, tali quotazioni hanno cominciato a calare agli inizi di maggio e si

Figura 14 Principali indici dei corsi azionari ¹⁾

(indice: 30 dicembre 2005 = 100; dati giornalieri)

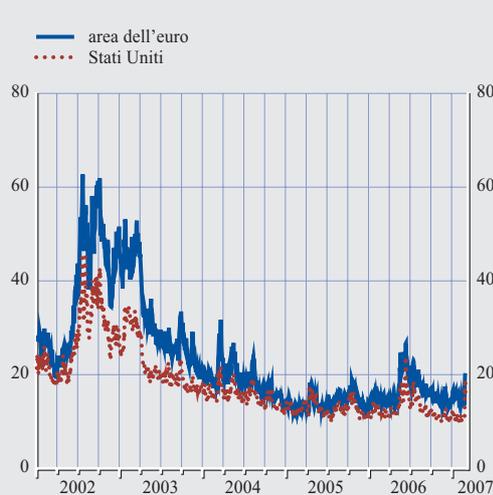


Fonti: Reuters, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

1) Indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Figura 15 Volatilità implicita dei mercati azionari ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

1) La volatilità implicita per l'area dell'euro è misurata dall'indice Vstoxx, che si riferisce al Dow Jones Euro Stoxx 50, mentre per gli Stati Uniti è calcolata dall'indice VIX, che si riferisce allo Standard & Poor's 500. Entrambi gli indici riflettono la deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei corrispondenti indici dei mercati azionari su un periodo di trenta giorni.

sono deprezzate di circa il 13 per cento nel mese successivo sulla scia delle turbolenze verificatesi sui principali mercati azionari mondiali. In tale fase, la volatilità implicita dei mercati azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è notevolmente aumentata in maggio e giugno a livelli non osservati rispettivamente dal 2003 e dal 2004 (cfr. figura 15). Oltre all'incremento dell'incertezza percepita sui mercati azionari, segnalata dall'aumento della volatilità implicita, gli operatori di mercato avrebbero anche ridotto la propensione al rischio in questo periodo di turbolenza dei mercati. In assenza di peggioramenti significativi dei fondamentali, le variazioni della propensione al rischio e della percezione del rischio da parte degli investitori sembrerebbero quindi essere i fattori alla base del temporaneo calo dei corsi azionari osservato nel secondo trimestre del 2006. Questa tesi è in linea con il fatto che le nette correzioni delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono avvenute nonostante le revisioni al rialzo degli utili attesi dagli analisti nel secondo trimestre

del 2006. Nella seconda metà dell'anno la volatilità implicita del mercato azionario è ridiscesa su livelli storicamente bassi e la propensione al rischio degli investitori è apparentemente tornata a crescere. La conseguente flessione dei premi per il rischio, insieme a persistenti prospettive di vigorosa crescita degli utili societari, avrebbe sostenuto il forte recupero dei corsi azionari dell'area dell'euro nella seconda metà del 2006.

Tra i comparti di borsa, quello dei servizi di pubblica utilità ha registrato i migliori risultati nel 2006, con un incremento dei corsi azionari superiore al 30 per cento. Questo forte apprezzamento è imputabile probabilmente all'intensa attività di fusione e acquisizione che si è verificata in un contesto di consolidamento del settore dei servizi di pubblica utilità dell'area dell'euro. Sostenuto dal migliorato clima di fiducia delle imprese nell'area, anche il settore industriale ha registrato risultati significativamente migliori di quelli dell'indice complessivo.

Contrariamente a quanto osservato nel 2005, il settore del petrolio e del gas ha avuto un andamento peggiore dell'indice generale nel 2006. L'andamento dei prezzi petroliferi potrebbe aver contribuito alla *performance* relativamente debole di questo settore. Nel 2006 è stata deludente anche la *performance* del settore dei servizi sanitari e dei prodotti farmaceutici, i cui utili tendono a dipendere in misura minore dalla fase congiunturale.

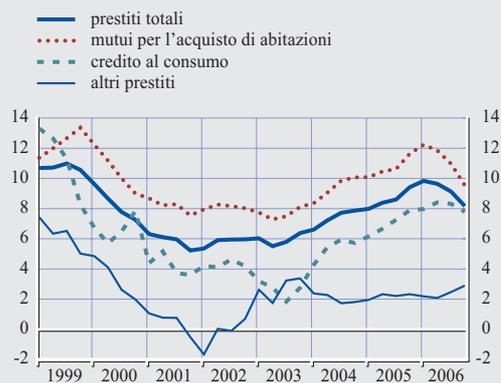
Nei primi mesi del 2007 i prezzi azionari hanno inizialmente continuato a crescere, a un ritmo comparabile a quello della seconda metà del 2006. La crescita si è interrotta il 27 febbraio, quando, in seguito a una forte caduta dei corsi della borsa cinese, anche le altre borse mondiali hanno registrato forti cali. In pochi giorni, sia l'indice Dow Jones Euro Stoxx, sia l'indice Standard & Poor's 500 sono diminuiti di circa il 5 per cento. Le forti cadute dei corsi azionari hanno annullato i guadagni registrati nelle prime otto settimane dell'anno e il 2 marzo 2007 entrambi gli indici si collocavano su valori leggermente inferiori a quelli di fine 2006. Inoltre, all'inizio di marzo, la volatilità implicita di tutti i principali indici azionari è significativamente aumentata, segnalando probabilmente una maggiore cautela degli investitori nel valutare i rischi di mercato.

È CONTINUATA LA FORTE DOMANDA DI FINANZIAMENTO DELLE FAMIGLIE

Nel 2006 l'espansione dell'indebitamento delle famiglie è rimasta elevata, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, da una vivace dinamica del mercato degli immobili residenziali e da un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. Nei primi mesi dell'anno la domanda di prestiti alle IFM da parte delle famiglie ha accelerato, raggiungendo un picco in primavera, con un tasso di crescita sui dodici mesi del 9,8 per cento, per poi rallentare gradualmente e collocarsi in dicembre all'8,2 per cento. Gli ultimi dati disponibili ricavati dai conti finanziari trimestrali dell'area dell'euro, aggiornati fino al terzo trimestre del 2006, indicano che il tasso di incremento sul periodo corrispondente dell'indebitamento del settore delle

Figura 16 Prestiti delle IFM alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



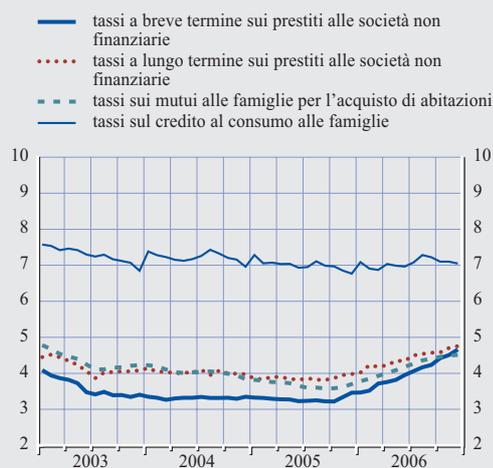
Fonte: BCE.

famiglie nei confronti di istituzioni finanziarie non monetarie, che comprendono gli AIF nonché le società di assicurazione e i fondi pensione, è rimasto sostanzialmente stabile nel 2006, collocandosi attorno all'8 per cento nel corso dell'anno.

Analizzando la scomposizione dei prestiti delle IFM alle famiglie per destinazione del finanziamento, la sostenuta dinamica dell'indebitamento delle famiglie continua ad ascrivere principalmente alla forte domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 16). La domanda di mutui ipotecari è stata favorita dal basso livello dei tassi di interesse in tutta l'area dell'euro e dal vivace andamento del mercato degli immobili residenziali in molte regioni, fattori che hanno determinato un elevato fabbisogno finanziario (cfr. la sezione 2.3 di questo capitolo). Inoltre, i risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema indicano che il protrarsi della vigorosa crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato anche connesso con un allentamento dei criteri applicati dalle banche nell'approvare i prestiti. Le banche hanno segnalato, come principali fattori alla base di questo fenomeno, la concorrenza di altre banche e di operatori non bancari nonché i minori rischi connessi con le attese riguardo all'attività economica in generale. Le variazioni nei criteri di concessione del credito sono state

Figura 17 Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno escluse le spese; tassi sulle nuove operazioni; dati ponderati)



Fonte: BCE.

Note: il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando come pesi di ciascun paese la media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata è ottenuto usando come pesi i volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 nel numero di agosto 2004 del Bollettino mensile della BCE.

attuare prevalentemente mediante la riduzione dei margini e l'allungamento delle scadenze.

Nella primavera del 2006 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha iniziato a diminuire lievemente da tassi superiori al 12 per cento al 9,5 per cento in dicembre. Questo andamento è stato in linea con l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari nel corso dell'anno dai livelli molto bassi osservati negli anni precedenti (cfr. figura 17), in seguito agli incrementi dei tassi di interesse di riferimento della BCE e dei tassi di mercato. A dicembre 2006 i tassi sui nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni sono stati superiori di 50-120 punti base rispetto alla fine di novembre 2005, prima che la BCE iniziasse a innalzare i tassi di riferimento nel dicembre 2005. I tassi sui prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso più breve sono aumentati in maniera più accentuata rispetto a quelli sui prestiti con un periodo di

determinazione più lungo. I risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema suggeriscono che nella seconda metà del 2006 la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è stata anche frenata da prospettive del mercato degli immobili residenziali meno ottimistiche, come anche riflesso in un indebolimento della crescita dei prezzi degli immobili residenziali e dell'attività del mercato delle abitazioni in alcune parti dell'area, dove in precedenza si era registrato un notevole sviluppo.

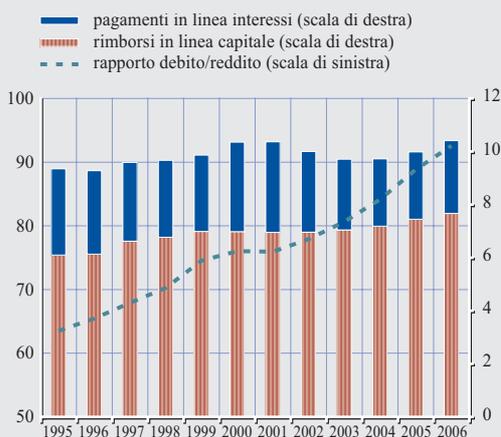
Analogamente ai mutui per l'acquisto di abitazioni, ancorché a un livello lievemente inferiore, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo si è ulteriormente rafforzato fino alla metà del 2006, per poi diminuire lievemente nella seconda metà dell'anno e collocarsi al 7,8 per cento in dicembre. Stando ai risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, la domanda di credito al consumo è stata sospinta prevalentemente da un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e da un aumento della spesa in beni di consumo durevoli, sebbene l'importanza di quest'ultimo fattore sia diminuita verso la fine dell'anno. Inoltre, i criteri applicati per l'approvazione del credito al consumo sono stati significativamente allentati nel 2006, facendo sì che le condizioni di offerta dei prestiti migliorassero durante l'anno.

IL DEBITO DELLE FAMIGLIE È ULTERIORMENTE AUMENTATO

A fronte del perdurare di una vigorosa dinamica dell'indebitamento, il rapporto fra il debito delle famiglie e il reddito disponibile è ulteriormente aumentato nel 2006 (cfr. figura 18). Il livello del debito delle famiglie nell'area dell'euro è rimasto inferiore a quello osservato negli altri principali paesi industrializzati, in particolare Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. L'onere per il servizio del debito (il rapporto fra i pagamenti per interessi sommati al rimborso del capitale e il reddito disponibile) del settore delle famiglie è lievemente aumentato nel 2006, per effetto della crescita ancora vigorosa dei prestiti e del modesto incremento dei tassi sui prestiti bancari.

Figura 18 Debito delle famiglie e onere per il servizio del debito

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: BCE.

Nota: i dati relativi al 2006 sono stimati.

La protratta espansione del debito delle famiglie ha aumentato l'esposizione a variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività. Nel valutare questi dati aggregati, va notato che rappresentano medie del complesso del settore delle famiglie e che differiscono in misura considerevole fra i paesi dell'area dell'euro nonché fra famiglie. A questo riguardo, il livello del debito e l'onere per il servizio del debito risultano superiori, ad esempio, se l'analisi è ristretta alle famiglie che hanno un mutuo ipotecario in essere. Inoltre, i livelli del debito e gli oneri per il servizio del debito variano al variare dei livelli di reddito: mentre in termini assoluti la gran parte del debito è detenuta da famiglie con livelli di reddito elevati che potrebbero avere una maggiore capacità di far fronte a un peggioramento delle condizioni macroeconomiche e/o a tassi di interesse superiori, l'onere per il servizio del debito è evidentemente superiore per le famiglie a basso reddito. Infine, alcune incertezze sono riconducibili al fatto che la quota di debito ipotecario in essere esposta alle variazioni delle condizioni prevalenti dei tassi di interesse dipende dalle caratteristiche specifiche dei contratti ipotecari, che differi-

scono in maniera significativa all'interno dell'area.

SI MANTIENE BASSO IL COSTO REALE DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Le condizioni di finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro sono rimaste favorevoli nel 2006 e hanno quindi sostenuto la crescita economica. Ciò si è manifestato attraverso sia un basso costo del finanziamento, sia un facile accesso alle relative fonti. Le società non finanziarie hanno incrementato in particolare il ricorso al credito bancario, mentre la loro emissione di strumenti di mercato è stata più contenuta. Nonostante il recente aumento dei rapporti di indebitamento e delle spese nette per interessi, la posizione finanziaria delle società non finanziarie è rimasta favorevole nel 2006, soprattutto per effetto di una forte redditività abbinata a un costo del finanziamento ancora basso.

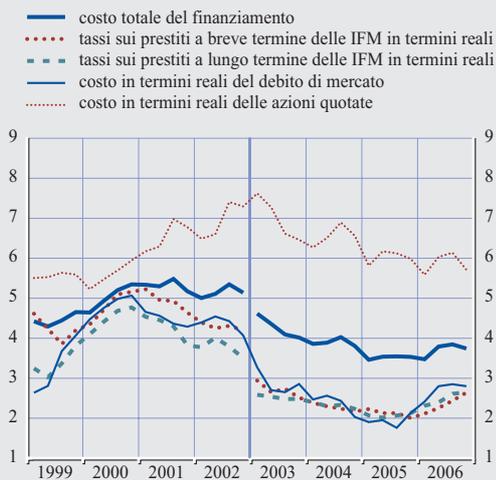
A seguito dell'incremento dei tassi di riferimento della BCE, il costo reale complessivo del finanziamento esterno delle società non finanziarie è aumentato, pur rimanendo basso in termini storici per tutto il 2006 (cfr. figura 19)⁶.

Per quanto riguarda le componenti del costo del finanziamento esterno, i tassi di interesse sui prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie sono aumentati nel corso del 2006 in termini sia reali sia nominali (cfr. figura 17). L'incremento dei tassi di interesse di mercato monetario, che nel caso dell'Euribor a tre mesi è stato pari a 155 punti base fra settembre 2005 e dicembre 2006, si è trasmesso in buona parte ai tassi sui prestiti erogati dalle IFM. I tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti con tasso variabile e periodo di determinazione

⁶ Il costo reale del finanziamento esterno per le società non finanziarie è calcolato ponderando le varie fonti sulla base dei corrispondenti importi in essere (corretti per gli effetti di valutazione). Per una descrizione dettagliata di questa misura, cfr. il riquadro *Misurazione del costo reale di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di marzo 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 19 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e previsioni di Consensus Economics.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi importi in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 del Bollettino mensile della BCE). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati approssimativamente di 125-155 punti base nello stesso periodo, sebbene si debba tenere presente che rimane una certa dispersione fra paesi (cfr. riquadro 2). Anche la maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM ha seguito le variazioni al rialzo osservate nei tassi di interesse di mercato con scadenza comparabile. Questi incrementi, compresi fra circa 60 e 135 punti base, hanno sostanzialmente seguito le variazioni dei tassi di interesse di mercato a lungo termine, mantenendo quindi i margini di interesse su livelli bassi.

Anche il costo reale dell'emissione di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, seppure aumentato nel 2006 in misura maggiore rispetto al costo del ricorso al finanziamento bancario, è rimasto relativamente contenuto. I differenziali di rendimento delle obbligazioni

societarie con *rating* BBB rispetto ai corrispondenti titoli di Stato hanno oscillato nel 2006 attorno a una media di circa 75 punti base. Il basso livello dei differenziali rifletterebbe un basso rischio di credito, sostenuto da una contenuta volatilità dei prezzi delle attività e dal vigore degli utili societari⁷. Nonostante l'andamento relativamente positivo del 2006, alcuni segnali di peggioramento delle condizioni complessive delle imprese e del mercato del credito inducono a esprimere cautela sul loro andamento prospettico. Vi sono infatti indicazioni che il numero crescente di fusioni e acquisizioni finanziate mediante ricorso al credito, nonché di *leveraged buy-out*, di programmi di riacquisto di azioni e di distribuzioni di dividendi straordinari potrebbe avere un impatto avverso sulla sostenibilità dei livelli del debito delle imprese⁸.

Il costo reale delle azioni quotate delle società non finanziarie ha registrato alcune oscillazioni nel corso del 2006, ma nel complesso si è collocato su livelli paragonabili a quelli del 2005, nonostante l'incremento dei corsi azionari. Il costo del finanziamento tramite capitale di rischio rimane significativamente superiore a quello di altre forme di finanziamento, benché (anche per effetto dell'aumento del costo del finanziamento mediante ricorso al debito nel 2006) il differenziale di costo sia lievemente diminuito.

7 Cfr. il riquadro *Le prospettive per i differenziali di credito sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2006 del Bollettino mensile della BCE.

8 Cfr. il riquadro *Tendenze recenti delle operazioni di Leveraged buy-out nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 del Bollettino mensile della BCE.

DISPERSIONE DEI TASSI DI INTERESSE NEI MERCATI BANCARI AL DETTAGLIO NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Malgrado la notevole convergenza dei tassi di interesse avvenuta alla vigilia del completamento dell'UEM, i tassi di interesse praticati dalle IFM sui depositi e sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie continuano a differire tra i paesi dell'area dell'euro. I mercati bancari al dettaglio sono in effetti fra i più segmentati del sistema finanziario dell'area¹. Il presente riquadro intende illustrare le differenze esistenti tra i vari paesi e descriverne alcune delle cause. La comprensione di tali differenze fornisce elementi aggiuntivi per interpretare gli andamenti nell'area dell'euro e valutare il potenziale impatto delle decisioni di politica monetaria sulle varie economie dell'area. Le banche svolgono un ruolo fondamentale nel sistema finanziario e influenzano di conseguenza le decisioni di risparmio, di finanziamento e di spesa delle famiglie e delle società non finanziarie.

L'analisi si fonda in larga misura su un rapporto predisposto dal Comitato per la politica monetaria e dal Comitato per le statistiche dell'Eurosistema pubblicato nel settembre 2006². Da allora vengono diffusi congiuntamente sui siti Internet della BCE e delle BCN dell'area dell'euro i valori nazionali di alcuni tassi di interesse delle IFM. Il raffronto viene qui effettuato sulla base di dieci tassi di interesse delle IFM relativi alle nuove operazioni, per i quali sono disponibili dati nazionali compilati sullo stesso periodo di riferimento.

La tavola presenta una panoramica della dispersione relativa del livello dei tassi di interesse delle IFM tra paesi, misurata dal coefficiente di variazione. Il grado di dispersione è massimo per i tassi di interesse sui depositi a vista e considerevolmente inferiore per quelli con durata prestabilita fino a un anno. Per quanto riguarda i prestiti, gli scoperti di conto e il credito al consumo presentano le maggiori differenze da un paese all'altro, mentre la dispersione dei tassi di interesse sui prestiti alle società non finanziarie e sui mutui per l'acquisto di abitazioni è inferiore. Inoltre, per gran parte delle categorie la dispersione relativa ai nuovi prestiti con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno tende a essere lievemente più elevata di quella relativa ai nuovi prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso più lungo.

Vi sono numerose spiegazioni possibili delle differenze riscontrate nei tassi di interesse delle IFM tra paesi: la concorrenza del mercato, diversi premi per il rischio (ad esempio quelli per il rischio di credito o il rischio di rimborso anticipato), le caratteristiche delle banche, o ancora fattori congiunturali quali il ciclo economico, l'evoluzione dell'offerta di depositi e della domanda di credito o le dinamiche dei prezzi delle abitazioni. Studi recenti indicano che i tassi di interesse differiscono perché i prodotti bancari nazionali sono diversi oppure perché sono differenziati da fattori nazionali³. Le disparità nei periodi medi di determinazione iniziale del tasso costituiscono una possibile spiegazione della dispersione dei tassi di interesse delle IFM per varie categorie di prestiti. Inoltre, allorché si confrontano i singoli tassi di interesse

1 Cfr., ad esempio, *Indicators of financial integration in the euro area*, BCE, 29 settembre 2006.

2 *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, 20 settembre 2006.

3 Le differenze nazionali possono in parte essere spiegate da variabili che riflettono le caratteristiche dei depositanti e dei mutuatari e dalle caratteristiche dei sistemi bancari (cfr. M. Affinito e F. Farabullini, *An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area*, Tema di Discussione n. 589, Banca d'Italia, maggio 2006). Un raffronto dettagliato dei tassi di interesse delle IFM nei vari paesi è riportato anche nell'appendice II del secondo rapporto interinale *Current accounts and related services*, Commissione europea, 17 luglio 2006.

Differenze fra paesi nei tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni ^{1), 2)}

(coefficiente di variazione fra paesi; media del periodo gennaio 2003 – dicembre 2006)

Depositi delle famiglie		
Depositi a vista		0,51
Depositi con durata prestabilita fino a un anno		0,08
Depositi delle società non finanziarie		
Depositi a vista		0,43
Depositi con durata prestabilita fino a un anno		0,03
Prestiti alle famiglie		
Scoperti di conto		0,17
Prestiti per l'acquisto di beni di consumo	a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno	0,26
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre un anno e fino a cinque anni	0,15
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre cinque anni	0,12
	a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno	0,10
Mutui per l'acquisto di abitazioni	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre un anno e fino a cinque anni	0,09
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre cinque anni e fino a dieci anni	0,07
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre dieci anni	0,07
Prestiti alle società non finanziarie		
Scoperti di conto		0,20
Prestiti fino a un milione di euro	a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno	0,11
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre un anno e fino a cinque anni	0,07
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre cinque anni	0,07
Prestiti superiori a un milione di euro	a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno	0,08
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre un anno e fino a cinque anni	0,11
	con periodo iniziale di determinazione del tasso di oltre cinque anni	0,09

Fonte: BCE.

1) Il coefficiente di variazione è calcolato come deviazione standard divisa per il tasso di interesse dell'area dell'euro. La deviazione standard è computata come radice quadrata della varianza ponderata dei tassi di interesse nazionali delle IFM rispetto al tasso di interesse dell'area dell'euro. La varianza ponderata è data dalle deviazioni al quadrato tra i tassi di interesse nazionali e i tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro, calcolati in base alla quota nazionale sul volume complessivo delle operazioni nell'area dell'euro per una determinata categoria di strumenti.

2) La tavola riporta un sottoinsieme dei coefficienti di variazione per i tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sulle nuove operazioni disponibili sul sito Internet della BCE.

nazionali non va dimenticato che i volumi di attività variano fortemente da un paese all'altro e che in alcuni paesi determinati mercati hanno dimensione molto limitata o sono pressoché inesistenti⁴. In questi casi i corrispondenti volumi di nuove operazioni potrebbero essere altamente volatili e i tassi di interesse riflettere operazioni singole stipulate a condizioni atipiche.

Nel prosieguo del riquadro sono analizzati più in dettaglio i vari segmenti del mercato, con particolare riferimento agli effetti dell'eterogeneità dei prodotti, delle differenze istituzionali derivanti dai quadri di riferimento regolamentari e fiscali e degli aspetti di misurazione.

Tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie

Le differenze fra i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi delle famiglie nei vari paesi potrebbero essere spesso ascritte alla diversità delle caratteristiche dei prodotti, quali il grado

⁴ Ad esempio, nel rapporto della BCE citato alla precedente nota 2 si documentano differenze nazionali nella prevalenza di prestiti a tasso variabile o di prestiti con periodi diversi di determinazione iniziale del tasso.

di liquidità e la struttura dei rendimenti dei depositi, o della regolamentazione e delle prassi di mercato. Altri importanti fattori attengono ai diversi regimi fiscali (ad esempio per il trattamento preferenziale accordato in alcuni paesi a determinati tipi di conti), sebbene risulti arduo stabilire in questo caso un nesso causale diretto.

La dispersione dei tassi di interesse sui depositi a vista è particolarmente pronunciata. In alcuni paesi le IFM praticamente non forniscono alcuna remunerazione per questi depositi, che altrove fruttano invece mediamente più dell'1,30 per cento sui saldi di conto corrente detenuti (cfr. figura A). Questa notevole dispersione potrebbe essere causata dal fatto che le banche utilizzano strategie diverse per determinare il prezzo dei conti correnti e dei servizi collegati. Ad esempio, alcune banche possono decidere di pagare tassi di interesse sui depositi a vista maggiori e applicare commissioni più elevate per i servizi di conto corrente, mentre altre possono, all'opposto, corrispondere tassi inferiori e domandare commissioni più modeste. In base ai dati raccolti dalla Commissione europea nella sua indagine settoriale sul mercato bancario al dettaglio, questa sarebbe la situazione di alcuni paesi dell'area dell'euro, sebbene in altri un basso livello di remunerazione dei depositi coesisterebbe con commissioni elevate⁵.

Inoltre, la crescente diffusione in alcuni paesi di conti di deposito su Internet e di altri depositi ad elevato rendimento (che permettono di ritirare fondi nello spazio di una giornata ma non possono essere utilizzati per effettuare pagamenti) potrebbe aver accresciuto il livello dei tassi di interesse sui depositi a vista⁶.

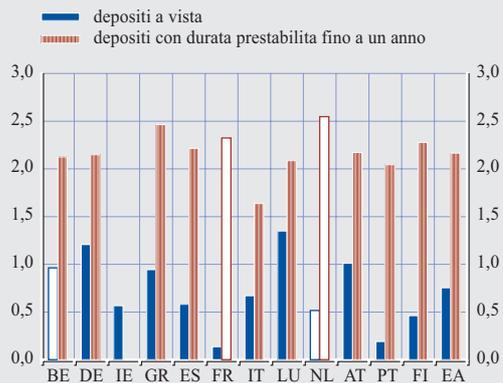
Un'eccezione degna di nota alla pronunciata dispersione fra paesi dei tassi sui depositi delle famiglie riguarda i depositi con durata prestabilita fino a un anno, che presentano tassi più omogenei.

Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie finalizzati al consumo

Per quel che concerne i prestiti, i tassi di interesse sul credito al consumo accordato alle famiglie presentano il livello più elevato di dispersione. In particolare, i tassi di interesse sugli scoperti di conto variano considerevolmente, da meno del 7,00 per cento al 13,50 per cento e più (cfr. figura B). Le differenze fra paesi per altri tipi di prestiti al consumo sono meno pronunciate, pur rimanendo considerevoli.

Figura A Tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie^{1), 2)}

(valori percentuali in ragione d'anno; media del periodo gennaio 2003 - dicembre 2006)



Fonte: BCE.

1) Alla sigla EA è riportato il tasso di interesse medio ponderato per l'area dell'euro.

2) Gli istogrammi chiari indicano i paesi per i quali la categoria del tasso di interesse è di scarsa importanza nel contesto dell'area dell'euro. Per i criteri che determinano tale rilevanza cfr. la pubblicazione della BCE citata nella nota 2 del riquadro.

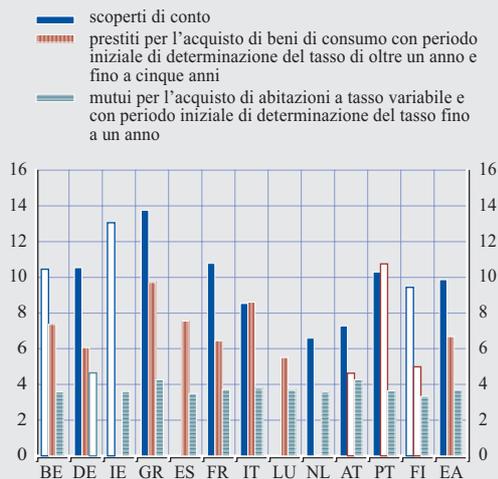
⁵ Cfr. *Report on the retail banking sector inquiry*, documento di lavoro della Commissione europea, SEC(2007) 106, 31 gennaio 2007.

⁶ Cfr., ad esempio, il riquadro *Fattori sottostanti la vigorosa crescita di M1* nel numero di aprile 2006 del Bollettino mensile della BCE.

Sussistono ampie disparità non soltanto relativamente alle dimensioni dei mercati del credito al consumo, ma anche per quanto riguarda la gamma di prodotti offerti (comprese le prassi concernenti le garanzie), il ricorso a finanziamenti tramite carte di credito, il contesto di mercato, in particolare l'influenza di intermediari specializzati, nonché i periodi di determinazione iniziale del tasso⁷. In generale, tali fattori possono anche tradursi, almeno in parte, in differenze nei tassi di interesse delle IFM da un paese all'altro. Ad esempio, potrebbe essere rilevante nei dati correnti il diverso trattamento statistico riservato ai finanziamenti tramite carte di credito, poiché i tassi su tali finanziamenti sono di norma significativamente più elevati di quelli su altri crediti al consumo. Inoltre, vi sono differenze per quel che riguarda le caratteristiche degli scoperti di conto e dei prestiti erogati mediante linee di credito nei vari paesi.

Figura B Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno; media del periodo gennaio 2003 - dicembre 2006)



Fonte: BCE.

1) Cfr. le note alla figura A.

Tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Sebbene nel caso dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si osservino alcuni fra i più bassi livelli di dispersione dei tassi di interesse delle IFM all'interno dell'area dell'euro (cfr. figura B), un raffronto con gli Stati Uniti indica che il corrispondente livello di dispersione dei tassi fra le regioni statunitensi è persino inferiore⁸. Le analisi recenti dei mercati dei mutui ipotecari europei sottolineano la presenza di ampie differenze tra paesi nella gamma di prodotti offerti, nella regolamentazione e nel trattamento fiscale, fattori che si trovano probabilmente all'origine di gran parte delle differenze osservate nei tassi di interesse applicati dalle IFM⁹.

Un altro fattore rilevante è dato dai diversi periodi di determinazione iniziale del tasso, che influiscono sulla sensibilità dei tassi sui prestiti all'inclinazione della curva dei rendimenti. Anche la diffusione di programmi specifici per il credito abitativo in alcuni paesi potrebbe avere un ruolo. Rispetto ad altri tipi di prestiti, i mutui ipotecari risentono probabilmente in misura maggiore del quadro normativo e fiscale vigente in un paese, data l'importanza solitamente attribuita alla proprietà dell'immobile di abitazione¹⁰.

Inoltre, dal momento che la maggioranza dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono garantiti da beni immobili, le differenze di tasso riscontrate potrebbero in parte derivare dal diverso andamento atteso del mercato immobiliare. Le differenti dinamiche dei prezzi degli immobili

⁷ Cfr., ad esempio, K. Lannoo, R. Ayadi e C. Selosse, *Consumer credit in Europe: riding the wave*, Mercer Oliver Wyman e European Credit Research Institute, novembre 2005.

⁸ Cfr. il riquadro *Raffronto interregionale dei tassi ipotecari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel Rapporto annuale della BCE per il 2005.

⁹ Cfr. ad esempio, *The costs and benefits of integration of EU mortgage markets*, rapporto preparato da London Economics per la Commissione europea, agosto 2005.

¹⁰ I mercati bancari al dettaglio figurano fra le priorità della Commissione europea nell'ambito delle politiche per i servizi finanziari fino al 2010, secondo quanto stabilito nel Libro bianco della Commissione sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-10.

residenziali potrebbero aver influito sul valore delle garanzie costituite a fronte dei prestiti.

Infine, nell'area dell'euro continuano a risultare assai differenziate anche le prassi che riguardano la provvista, che vanno dalla raccolta di depositi ai *covered bond* e ai titoli assistiti da ipoteca, mentre il mercato statunitense è incentrato sulle agenzie federali di credito ipotecario.

Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie

Il grado di dispersione dei tassi di interesse sugli scoperti di conto a favore delle società non finanziarie è fra i più elevati (superando quello degli scoperti a favore delle famiglie), come mostra la figura C. La dispersione dei tassi sugli altri prestiti alle imprese è invece considerevolmente inferiore, essendo anzi fra le più basse registrate per l'insieme dei prestiti, pur risultando talvolta maggiore di quella dei tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni. Tra le principali ragioni delle differenze riscontrate fra i paesi figurano vari aspetti di eterogeneità dei prodotti, nonché il contesto specifico in cui operano le società non finanziarie (ad esempio a seconda delle loro dimensioni).

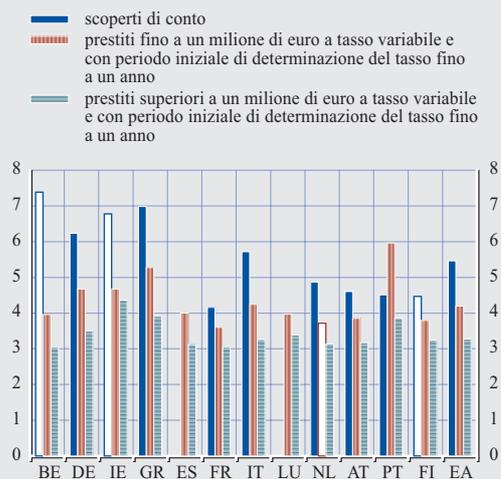
Sussistono poi disparità nelle prassi in materia di garanzie reali, non soltanto nel caso dei prestiti, ma anche in quello degli scoperti di conto. In alcuni paesi gli scoperti sono assistiti da garanzia (ad esempio fatture o parte del portafoglio della società), in altri ne sono invece privi. Inoltre, un tasso di interesse elevato su uno scoperto di conto potrebbe rispecchiare situazioni di scoperto non autorizzato, incorporando quindi una penale. Le banche potrebbero inoltre considerare il ricorso a questo tipo di finanziamento come un segnale di carenze nella gestione della liquidità da parte dell'impresa e applicare di conseguenza un tasso più elevato per compensare il maggiore rischio percepito.

Inoltre, nel caso dei prestiti (diversi dagli scoperti di conto) esistono differenze nel periodo medio di determinazione iniziale del tasso all'interno di una stessa categoria di strumenti. Poiché la curva dei rendimenti ha generalmente inclinazione positiva, i tassi di interesse saranno probabilmente più elevati nei paesi dove il periodo medio di determinazione iniziale del tasso è prossimo al limite superiore per una data categoria di strumenti. Altro aspetto collegato è il possibile impatto che il metodo di aggregazione può avere sui tassi di interesse sulle nuove operazioni, dal momento che i prestiti con scadenze inferiori tendono a essere accordati con frequenza maggiore rispetto a quelli con scadenze più lunghe.

Infine, fra i fattori rilevanti per i prestiti alle società non finanziarie figurano probabilmente anche alcuni aspetti specifici del contesto di mercato e, in particolare, le dimensioni delle imprese, la possibilità di accesso a finanziamenti non bancari, le tipologie di intermediari e l'esistenza di una relazione di lunga durata con la banca.

Figura C Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno; media del periodo gennaio 2003 - dicembre 2006)



Fonte: BCE.

1) Cfr. le note alla figura A.

AUMENTA ULTERIORMENTE LA DOMANDA DI FINANZIAMENTO ESTERNO DA PARTE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

La domanda di finanziamento esterno da parte delle società non finanziarie è aumentata ulteriormente nel corso del 2006.

La domanda di finanziamento esterno è cresciuta nonostante le abbondanti risorse finanziarie interne. La redditività delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro è rimasta elevata nel 2006, come indica ad esempio il rapporto fra utile netto e fatturato (cfr. figura 20)⁹. Gli indici di profitto hanno fatto segnare una progressione particolarmente sostenuta nel settore dei trasporti e delle telecomunicazioni, mentre l'incremento degli utili nei settori della vendita all'ingrosso e del commercio al dettaglio è rimasto al di sotto dell'aumento medio registrato dal complesso delle società non finanziarie quotate. Quest'ultimo andamento potrebbe riflettere la crescita relativamente contenuta dei consumi nell'area.

Alla fine del 2006 il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento

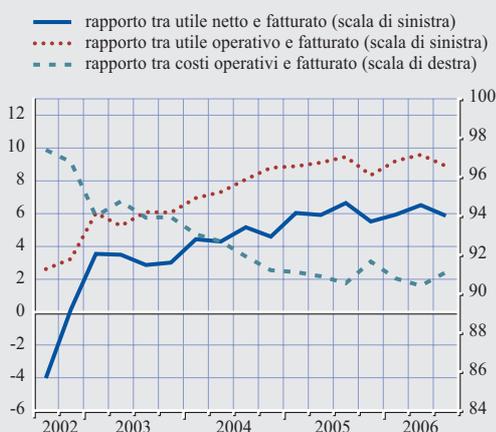
esterno delle società non finanziarie è aumentato al 4,5 per cento, dall'1,2 della fine del 2004. L'andamento è stato determinato soprattutto da un forte incremento del contributo dei prestiti concessi dalle IFM, mentre quello dei titoli di debito e delle azioni quotate è stato più modesto (cfr. figura 21).

La forte crescita dei prestiti delle IFM, per tutta la gamma delle scadenze, si è protratta nel 2006; in dicembre i prestiti delle IFM alle società non finanziarie sono cresciuti in termini nominali del 13,0 per cento rispetto a dodici mesi prima. Sebbene tali livelli non si siano osservati dall'introduzione dell'euro nel 1999, va ricordato che la dinamica dei prestiti bancari alle società non finanziarie è stata robusta anche in altre economie principali, in particolare negli Stati Uniti dove negli ultimi anni si è registrata una crescita dei prestiti bancari anche maggiore. Stando alla valutazione delle banche, illustrata nell'indagine sul credito bancario

⁹ Cfr. anche il riquadro *Andamento della redditività e della leva finanziaria delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2006 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 20 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro

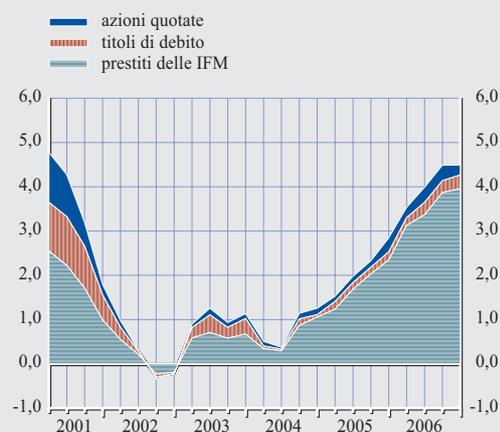
(valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE. Note: le elaborazioni si basano sui dati dei bilanci trimestrali aggregati delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro. Il campione è stato depurato delle anomalie. Rispetto all'utile operativo, definito come fatturato meno costi operativi, l'utile netto si riferisce all'utile operativo e non operativo, al netto di imposte e altre voci straordinarie.

Figura 21 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



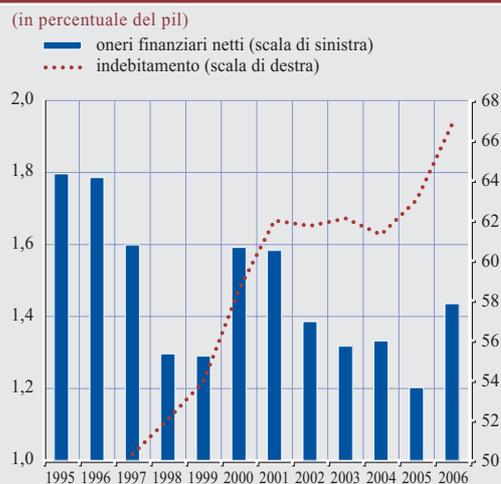
Fonte: BCE.
1) Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

dell'Eurosistema, tra le cause del protratto rafforzamento della domanda di prestiti nell'area dell'euro nel 2006 vi è un graduale aumento dell'importanza del fabbisogno finanziario connesso all'attività economica reale (cioè per scorte, capitale circolante e investimenti fissi). Hanno tuttavia continuato a dare il proprio contributo alla domanda netta di prestiti anche altri fattori di natura più finanziaria, come il fabbisogno finanziario per l'attività di fusione e acquisizione. Un allentamento delle condizioni di offerta dei prestiti bancari negli ultimi anni potrebbe aver agito da determinante aggiuntiva dell'attuale andamento del credito alle società.

Contrariamente al vigore del finanziamento bancario alle società, il finanziamento mediante ricorso al mercato (sia attraverso il debito sia attraverso il capitale di rischio), è rimasto relativamente contenuto. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da società non finanziarie, pari in media a circa il 4,0 per cento nel 2006, si è mantenuto su livelli relativamente modesti come era avvenuto negli anni precedenti. Le probabili spiegazioni della crescita moderata sono l'incremento del costo dell'emissione del debito sul mercato che nel 2006 è stato più sostenuto rispetto a quello del credito bancario e la sostituzione di titoli di debito con prestiti per finanziare l'attività di fusione e acquisizione. Sussistono di fatto alcune evidenze che l'accresciuta attività di fusione e acquisizione sia finanziata prevalentemente mediante prestiti bancari sindacati anziché attraverso titoli di debito, utilizzati invece in misura più ampia per tali transazioni in passato.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie ha mostrato una certa tendenza all'aumento in tutto il 2006, ma nel complesso è rimasto contenuto. Il contributo nell'insieme modesto dell'emissione netta di azioni quotate al finanziamento netto del settore societario dell'area dell'euro è probabilmente connesso al costo reale del capitale di rischio significativamente più elevato rispetto al costo reale del debito. La crescita contenuta può spiegarsi

Figura 22 Indebitamento e oneri finanziari nel settore delle società non finanziarie



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: i dati relativi al 2006 sono stimati.

altresì con il perdurare della popolarità dei programmi di riacquisto di azioni. Nel contempo, di recente, l'emissione lorda è lievemente aumentata, sospinta dall'andamento sia delle offerte pubbliche iniziali (*initial public offering*) sia degli altri collocamenti (*secondary public offering*). Più in generale, la ripresa dell'emissione azionaria lorda da parte delle società non finanziarie è probabilmente connessa all'aumento della crescita economica nell'area¹⁰.

AUMENTA IL DEBITO SOCIETARIO

Per quanto riguarda l'andamento dei bilanci delle società non finanziarie dell'area dell'euro, il significativo incremento del finanziamento del settore mediante ricorso al debito ha determinato un ulteriore aumento del rapporto fra debito e PIL nel 2006. Dopo un periodo di risanamento, il rapporto di indebitamento delle società non finanziarie è attualmente superiore a quello registrato nel picco precedente del 2003, che aveva fatto seguito a un netto incremento del debito nella seconda metà degli anni novanta.

¹⁰ Cfr. l'articolo *L'emissione azionaria nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2006 del Bollettino mensile della BCE.

Gli oneri finanziari netti delle società non finanziarie, calcolati considerando i prestiti e i depositi detenuti dalle imprese presso le IFM, sono diminuiti in percentuale del PIL in misura significativa nella prima metà degli anni novanta e hanno raggiunto un livello relativamente basso nel 2005. Il recente andamento dell'indebitamento, congiuntamente all'evoluzione dei tassi di interesse, ha determinato un significativo incremento degli oneri finanziari per le società non finanziarie nel corso del 2006.

2.3 PREZZI E COSTI

L'inflazione misurata sullo IAPC complessivo si è collocata al 2,2 per cento nella media del 2006, invariata dal 2005. Nonostante questa sostanziale stabilità, il tasso di inflazione sui dodici mesi ha mostrato una marcata variabilità durante l'anno, riconducibile in larga misura alla dinamica dei prezzi dei beni energetici. Peraltro, si sono protratte ulteriori pressioni connesse, in particolare, ai forti rincari a livello mondiale delle materie prime non energetiche. In linea con tale andamento, l'inflazione dei prezzi dei beni intermedi è aumentata sensibilmente nel 2006. Agli stadi successivi della catena produttiva, un lieve movimento al rialzo dei prezzi alla produzione dei beni di consumo

potrebbe indicare il manifestarsi di possibili effetti indiretti derivanti dai passati rincari delle materie prime, rimasti finora contenuti. Infine, l'andamento moderato del costo del lavoro ha continuato a contribuire al contenimento delle spinte inflazionistiche complessive, così come l'apprezzamento del tasso di cambio.

L'INFLAZIONE COMPLESSIVA È STATA FORTEMENTE INFLUENZATA DALLA DINAMICA DEI PREZZI DEI BENI ENERGETICI

Le oscillazioni sul breve periodo dei corsi petroliferi e gli effetti base connessi alla passata dinamica dei prezzi dei beni energetici nel 2005 hanno contribuito in modo significativo a determinare l'andamento dell'inflazione complessiva nel 2006 (cfr. figura 23).

Nella media del 2006 il prezzo (in euro) di un barile di greggio di qualità Brent è aumentato di circa il 20 per cento a fronte di un incremento di circa il 45 per cento nel 2005 (cfr. tavola 1). Anche i corsi petroliferi hanno mostrato notevole variabilità, aumentando nella prima metà del 2006 fino a livelli storicamente elevati in agosto per poi calare nettamente. Questa flessione delle quotazioni petrolifere è stata accompagnata da un rapido calo dei prezzi al consumo dei beni energetici connessi al petrolio. Inoltre, gli effetti sui prezzi sarebbero stati

Tavola 1 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2006	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 gen.	2007 feb.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti										
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8
Beni energetici	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Alimentari freschi	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Servizi	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria ²⁾	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Prezzo del petrolio (euro per barile) ³⁾	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Prezzi delle materie prime ⁴⁾	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Istituto per l'economia internazionale di Amburgo ed elaborazioni della BCE.

1) L'inflazione armonizzata di febbraio 2007 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

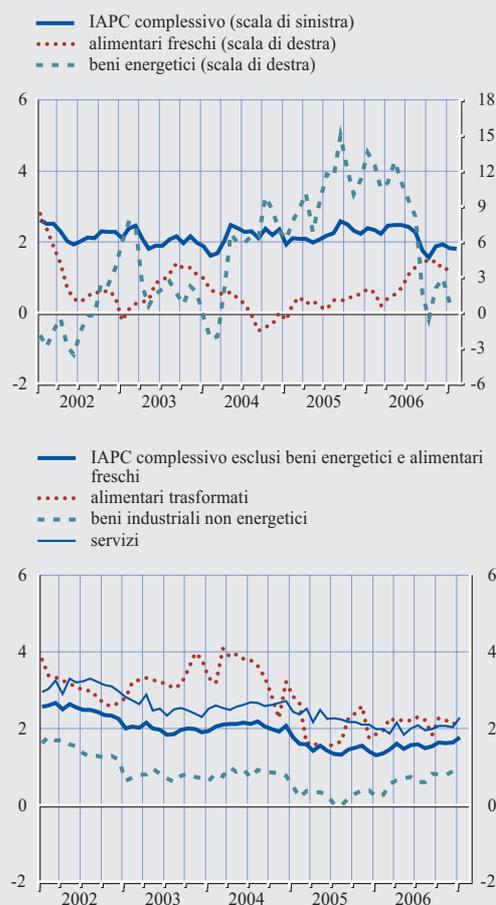
2) Escluse le costruzioni.

3) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

4) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

Figura 23 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

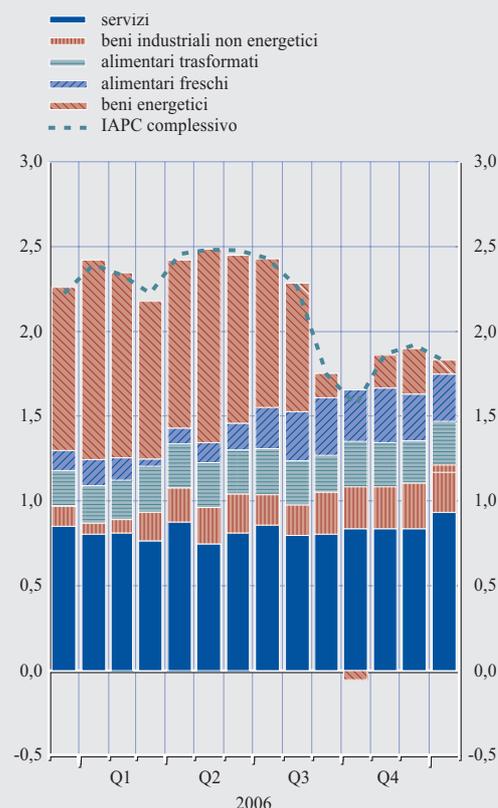
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Figura 24 Contributi delle principali componenti alla crescita dello IAPC

(contributi alla variazione percentuale sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la somma dei contributi potrebbe non coincidere esattamente con l'indice complessivo per effetto di arrotondamenti.

rafforzati da una significativa flessione del margine di raffinazione della benzina¹¹. Il contributo positivo dei rincari dei beni energetici all'inflazione complessiva, particolarmente marcato nella prima metà del 2006, è calato in maniera consistente nel secondo semestre dell'anno (cfr. figura 24). I forti rincari dei beni energetici nel 2005 hanno determinato effetti base favorevoli per gran parte del 2006¹².

Nel 2006 il contributo dei prezzi degli alimentari freschi all'inflazione complessiva è stato considerevolmente maggiore rispetto agli anni precedenti, a causa delle dinamiche marcatamente sostenute nel terzo e quarto trimestre.

Tale andamento è stato determinato in particolare dalle condizioni meteorologiche estive in gran parte dell'Europa, che hanno determinato una riduzione dell'offerta di prodotti ortofrutticoli. Nel corso dell'anno, inoltre, è aumentato anche il contributo dei prezzi della carne.

Nella media del 2006 il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di beni energetici e alimentari freschi si è collocato all'1,5 per

11 Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina*, nel numero di novembre 2006 del Bollettino mensile della BCE.

12 Cfr. il riquadro *Il ruolo degli effetti base nel determinare gli andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata*, nel numero di gennaio 2007 del Bollettino mensile della BCE.

cento, sostanzialmente invariato dal 2005, nonostante un lieve incremento tra il primo e il quarto trimestre, dall'1,4 all'1,6 per cento. Tale andamento al rialzo è stato determinato principalmente dall'accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici, dallo 0,3 allo 0,8 per cento tra il primo e il quarto trimestre, che con tutta probabilità ha rispecchiato la graduale trasmissione ai prezzi al consumo dei passati rincari dell'energia e delle materie prime non energetiche. Nel 2006 l'inflazione nel settore dei servizi è rimasta sostanzialmente stabile, intorno al 2,0 per cento, malgrado una certa variabilità nel breve termine indotta da alcune componenti, come le vacanze organizzate, che hanno risentito dello spostamento della ricorrenza delle vacanze primaverili. Complessiva-

mente, nel 2006 le pressioni sui prezzi interni sarebbero state contenute e la trasmissione degli scorsi rincari delle materie prime petrolifere e non petrolifere ai prezzi al consumo è rimasta limitata.

Nonostante i significativi shock inflazionistici nel 2006, riconducibili in particolare alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, e l'inflazione complessiva costantemente al di sopra del 2 per cento nei primi tre trimestri, le attese di inflazione a più lungo termine sono rimaste ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi (cfr. riquadro 3).

Riquadro 3

ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A PIÙ LUNGO TERMINE NELL'AREA DELL'EURO

L'obiettivo primario della politica monetaria della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi. A tal fine, il Consiglio direttivo della BCE si prefigge di mantenere l'aumento sui dodici mesi dello IAPC dell'area dell'euro a un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo. La stabilizzazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi delle attese di inflazione a più lungo termine formulate dagli operatori economici nell'area dell'euro costituisce un presupposto necessario per condurre una politica monetaria efficiente. Mentre gli shock non controllabili con la politica monetaria, come i rincari petroliferi, possono incidere sull'inflazione complessiva nel breve termine, condizionando le attese di inflazione sul breve periodo, le aspettative di inflazione a più lungo termine dovrebbero rispecchiare in che misura gli operatori ritengono che la BCE possa raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Una politica monetaria credibile contribuisce ad ancorare su tale obiettivo le attese di inflazione a più lungo termine. Questo riquadro esamina le varie misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine, che possono essere utilizzate per valutare la credibilità della politica monetaria nell'area dell'euro, e i relativi andamenti dal 2001.

Varie misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le informazioni sulle aspettative di inflazione di lungo periodo degli operatori economici nell'area dell'euro sono ricavate da due tipi di misure, basate sulle indagini congiunturali e sui mercati finanziari, e differiscono per il tipo di misurazione (diretta o indiretta), le categorie degli operatori interessati e gli orizzonti temporali presi in considerazione¹. Le indicazioni desunte dalle indagini sulle attese di inflazione a lungo termine sono fornite da tre fonti. In primo luogo, la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE raccoglie dal 2001, a

¹ Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 del Bollettino mensile della BCE.

cadenza trimestrale, le previsioni di inflazione quinquennali formulate da un gruppo di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'UE². In secondo luogo, *Consensus Economics* pubblica ogni sei mesi le previsioni sul lungo periodo (tra sei e dieci anni) per i prezzi al consumo nell'area, elaborate da esperti di banche e altri istituti finanziari. Infine, *Euro Zone Barometer* rileva con frequenza trimestrale le aspettative sull'inflazione fino a quattro anni.

Le aspettative di inflazione a più lungo termine possono essere ricavate anche dagli strumenti del mercato finanziario. Le informazioni sulle aspettative medie di inflazione degli operatori nell'arco della vita residua di un titolo possono essere calcolate come il differenziale di rendimento tra un titolo tradizionale e uno indicizzato all'inflazione con la stessa scadenza. Tale misura viene comunemente definita tasso di inflazione di pareggio. Un'altra misura delle attese di inflazione di lungo periodo, basata sui mercati finanziari, può essere ricavata dai tassi *swap* indicizzati all'inflazione con scadenze identiche. Queste misure presentano il vantaggio di essere disponibili in tempo reale, per un'ampia gamma di possibili orizzonti temporali. Tuttavia, in genere non sono misure dirette delle aspettative di inflazione, in ragione del fatto che possono incorporare premi per i rischi non osservabili (in particolare, un premio per l'incertezza sull'inflazione e uno per la liquidità) e a volte potrebbero anche essere distorte da fattori di mercato tecnici. Nonostante ciò, rispetto agli indicatori delle indagini, quelli basati sul mercato sono più strettamente connessi al comportamento effettivo degli operatori economici. Nel complesso, poiché sono disponibili solo indicatori imperfetti delle aspettative di inflazione a più lungo termine, è opportuno fondare l'analisi sulla combinazione di tali misure, effettuando una verifica incrociata delle informazioni raccolte da varie fonti.

Andamenti delle attese di inflazione a più lungo termine dal 2001

La figura A mostra le menzionate misure delle attese di inflazione di lungo periodo. Nonostante i diversi orizzonti temporali presi in considerazione, tali misure forniscono un'indicazione relativamente simile. In particolare, le misure delle indagini relative alle attese di inflazione media a più lungo termine in genere mostrano una notevole stabilità a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. I tassi di inflazione di pareggio sono stati più variabili a livelli superiori al 2 per cento, probabilmente in relazione al fatto che essi riflettono non solo le aspettative di inflazione ma anche un premio positivo per i rischi di inflazione, che tuttavia varia con il tempo.

Le misure delle attese di inflazione basate sulle indagini mostrano una notevole stabilità, per effetto delle revisioni regolari alle singole previsioni, che si compensano tra di loro.

Figura A Misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie sul periodo corrispondente)

- Consensus Economics per un orizzonte da sei a dieci anni
- ◆ *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE per un orizzonte di cinque anni
- ▲ *Euro Zone Barometer* per un orizzonte di quattro anni
- tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- tasso di inflazione di pareggio a dieci anni



Fonti: Consensus Economics, *Euro Zone Barometer*, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è derivato da obbligazioni con scadenza nel 2012 fino a marzo 2005 e, successivamente a tale data, da obbligazioni con scadenza nel 2015. L'indagine più recente di *Consensus Economics* si riferisce al periodo 2012-2016, mentre per l'SPF della BCE e l'*Euro Zone Barometer* al 2011.

² Le attese di inflazione a più lungo termine nel 1999 e 2000 sono disponibili solo su base annua.

Figura B Distribuzione della frequenza delle aspettative di inflazione su un orizzonte di cinque anni tra gli intervistati dell'SPF (2001-2006)

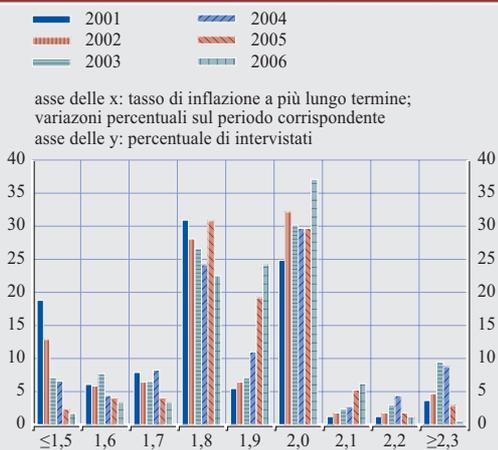


Figura C Relazione fra le revisioni delle aspettative di inflazione a breve e a più lungo termine nell'SPF (2001-2006)



Ad esempio, come appare nella figura B, i risultati dell'SPF hanno mostrato un graduale spostamento della distribuzione di frequenza dal 2001, con una riduzione della deviazione standard tra le singole risposte e un incremento del numero di intervistati che collocano all'1,9 e 2,0 per cento l'inflazione attesa sul lungo periodo. Nel contempo, è diminuita dal 2001 la quota di interpellati che si attende un'inflazione inferiore o pari all'1,6 per cento.

La capacità di una banca centrale di ancorare le aspettative di inflazione può essere valutata dalla misura in cui le attese di inflazione a lungo termine rispondono alle variazioni di quelle sul brevissimo periodo. La figura C riporta le singole revisioni delle aspettative di inflazione a breve (su un orizzonte di un anno) e a più lungo termine (cinque anni) tra due indagini, fornite dai partecipanti all'SPF, e indica che in effetti esiste scarso rapporto tra le oscillazioni dell'inflazione prevista a breve e le fluttuazioni delle attese sul lungo periodo. Malgrado una serie di shock al rialzo sui prezzi a breve termine (ad esempio rincari petroliferi, shock connessi alle condizioni meteorologiche e ai prodotti alimentari, aumenti imprevisti di prezzi amministrati e imposte indirette) e il persistere di una distorsione al ribasso nelle attese di inflazione a breve formulate dai previsori, non si osserva alcun effetto sulle aspettative di inflazione a più lungo termine. La stabilità di queste aspettative suggerisce che gli operatori economici ritengono che la BCE agirà in modo tale da garantire che tali shock non si ripercuotano sulla dinamica dei prezzi a medio e lungo termine.

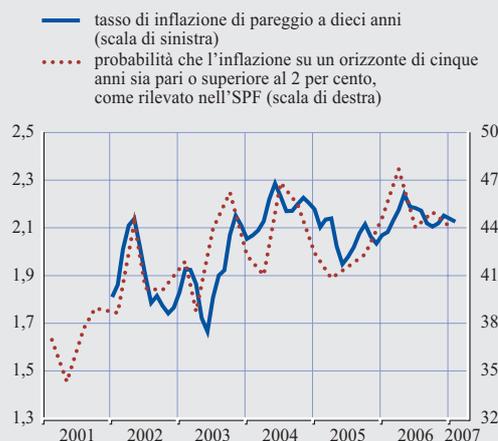
Oscillazioni della distribuzione di probabilità come indicazione del rischio percepito per la stabilità dei prezzi

Ai partecipanti all'SPF è stato chiesto anche di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione, espressa in termini percentuali, fornisce indicazioni sulla probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di un determinato intervallo. Inoltre, l'aggregazione delle risposte consente di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. Considerando che l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE è definito in termini quantitativi, la probabilità ricavata dall'SPF che l'inflazione a più lungo termine sia pari o

superiore al 2 per cento potrebbe costituire un ulteriore indicatore per valutare i rischi per la stabilità dei prezzi percepiti dagli intervistati. La probabilità assegnata dagli intervistati che l'inflazione a più lungo termine (su un orizzonte di cinque anni) possa risultare pari o superiore al 2 per cento è aumentata gradualmente dal 35 al 40 per cento circa tra il 2001 e il 2003. Negli ultimi anni, la percentuale si è alquanto stabilizzata, oscillando tra il 40 e il 45 per cento. Poiché, secondo l'SPF, l'inflazione attesa sul lungo periodo è rimasta invariata all'1,9 per cento in media dall'inizio del 2002, le oscillazioni della probabilità sembrano rispecchiare le variazioni nella valutazione dei rischi da parte degli intervistati. Questa ipotesi è confermata anche dalla figura D, che suggerisce l'esistenza di un certo grado di covariazione tra la probabilità che l'inflazione a cinque anni possa essere pari o superiore al 2 per cento e la misura dell'inflazione di pareggio a dieci anni, che incorpora il premio per il rischio di inflazione.

Figura D Tasso di inflazione di pareggio e probabilità che l'inflazione armonizzata su un orizzonte di cinque anni sia pari o superiore al 2 per cento

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)



Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è derivato da obbligazioni con scadenza nel 2012 fino a marzo 2005 e, successivamente a tale data, da obbligazioni con scadenza nel 2015.

Conclusioni

Nel complesso, un'analisi completa delle varie misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine suggerisce che queste ultime, nonostante un incremento dell'inflazione effettiva e delle attese di inflazione sul breve periodo a causa dei recenti shock, hanno mostrato una considerevole stabilità e in genere sono rimaste ben ancorate su livelli coerenti con l'obiettivo della BCE di mantenere l'inflazione inferiore ma prossima al 2 per cento. Tuttavia, non c'è motivo di compiacimento, in quanto è aumentata la percezione del rischio che l'inflazione sul lungo periodo si collochi a un livello pari o superiore al 2 per cento. Anche se ciò conferma la necessità di rimanere vigili circa la politica monetaria, i riscontri empirici relativi alle attese di inflazione a lungo termine dimostrano nondimeno che la politica monetaria della BCE è considerata credibile dagli operatori economici nell'area dell'euro.

GLI EFFETTI INDIRETTI SULLE FASI SUCCESSIVE DEL PROCESSO DI PRODUZIONE SONO RIMASTI LIMITATI

La crescita dei prezzi alla produzione nell'industria (escluse le costruzioni) nell'area dell'euro è aumentata in valori medi dal 4,1 per cento nel 2005 al 5,1 nel 2006 (cfr. figura 25). Mentre questa accelerazione è stata determinata principalmente dai prezzi dell'energia, quella dei prezzi alla produzione nell'industria al netto anche dei beni energetici è stata causata dalle forti pressioni provenienti dai prezzi delle mate-

rie prime non energetiche e dagli effetti indiretti dei rincari petroliferi.

Nel primo semestre del 2006 la crescita dei prezzi dei beni intermedi è aumentata in modo significativo, dall'1,9 per cento nel dicembre 2005 al 6,4 nell'agosto 2006. Si tratta del tasso di incremento più elevato in oltre un decennio, determinato in larga misura dai rincari delle materie prime industriali, in particolare dei metalli. Inoltre, anche l'effetto indiretto dei rincari petroliferi ha contribuito, sebbene in misura

Figura 25 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

minore, alle spinte al rialzo sui prezzi dei beni intermedi. Nella seconda metà del 2006, infatti, l'inflazione dei prezzi dei beni intermedi è rimasta su livelli elevati. Tuttavia, verso la fine dell'anno la sua dinamica di breve periodo si è attenuata, probabilmente a causa della lieve flessione della crescita dei prezzi delle materie prime non energetiche, oltre che per il calo delle quotazioni petrolifere e l'apprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense.

Negli stadi successivi della catena produttiva, l'inflazione dei prezzi alla produzione è stata più con-

tenuta, nonostante il protrarsi dell'accelerazione dei prezzi dei beni di investimento e di consumo dalla metà del 2005. Questi andamenti hanno rispecchiato in larga misura l'impatto al rialzo connesso agli effetti indiretti degli scorsi rincari delle materie prime. Nel caso dei beni di consumo, dopo agosto si è potuto osservare un lieve rallentamento dei prezzi, riconducibile all'effetto combinato di due fattori specifici (connessi ai prezzi dei tabacchi e al servizio sanitario). Se si escludono gli effetti di questi fattori, l'andamento di fondo indica che le imprese sono riuscite in parte a trasferire ai consumatori i rincari degli input.

Nel complesso, alla fine del 2006 la trasmissione degli scorsi rincari delle materie prime ai prezzi alla produzione sarebbe stata limitata, probabilmente contenuta dalla flessione dei corsi petroliferi dopo agosto e dall'apprezzamento dell'euro nel quarto trimestre. Anche le moderate pressioni sul costo del lavoro potrebbero aver contribuito a ridurre gli effetti delle spinte sui prezzi esterni. Per il futuro, tuttavia, esiste un rischio al rialzo per l'inflazione, in quanto i rincari degli input non salariali in alcuni settori potrebbero essere trasmessi ai consumatori se aumenterà il potere delle imprese di determinare i prezzi, in linea con il miglioramento delle prospettive economiche.

LA DINAMICA DEL COSTO DEL LAVORO È RIMASTA MODERATA

Nel 2005 e nel 2006 la crescita dei redditi per occupato ha segnato un andamento moderato, collocandosi in media al 2,1 per cento nei primi tre trimestri del 2006, da un livello medio sensibilmente inferiore (1,6 per cento) nel 2005 (cfr. tavola 2).

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2004	2005	2006	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Costo orario complessivo del lavoro	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Redditi per occupato	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sulle retribuzioni contrattuali non includono la Slovenia.

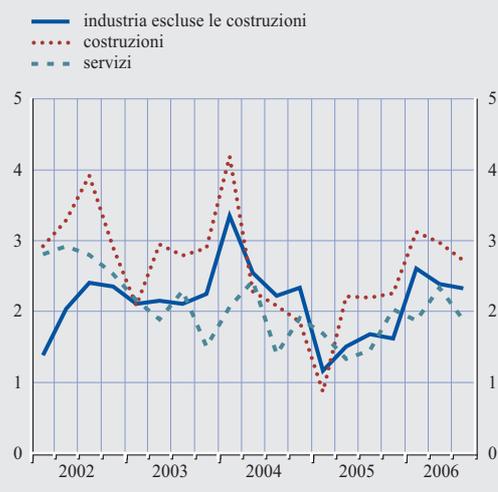
Poiché nello stesso periodo l'incremento del costo totale del lavoro per ora lavorata è rimasto piuttosto stabile, è probabile che tale andamento abbia rispecchiato un adeguamento al rialzo delle ore lavorate per occupato, in linea con la graduale ripresa dell'attività economica¹³. La stessa dinamica è stata osservata a livello settoriale, con una crescita dei redditi per occupato lievemente più consistente e variabile nell'industria piuttosto che nei servizi (cfr. figura 26). Queste variazioni del numero di ore lavorate per occupato hanno avuto un impatto al rialzo anche sulla produttività del lavoro per occupato, senza tuttavia contribuire alla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto.

Nel complesso gli indicatori del costo del lavoro disponibili hanno confermato che la dinamica salariale è rimasta moderata nel 2006, nonostante esistano differenze significative tra i singoli paesi. L'accelerazione di questi indicatori nel secondo trimestre sembra di natura temporanea e ascrivibile agli effetti dei pagamenti *una tantum* in alcuni paesi. Nel 2006 il tasso di incremento delle retribuzioni contrattuali è rimasto moderato (al 2,2 per cento in media, dal 2,1 nel 2005) nonostante una certa volatilità nel corso dell'anno.

Nei primi tre trimestri del 2006 la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta stabile allo 0,8 per cento, su livelli inferiori a quelli osservati nel 2005 e negli anni precedenti. Nel complesso, il costo del lavoro ha continuato a contribuire al contenimento delle spinte inflazionistiche interne all'area dell'euro. Pertanto, non sembra che il rafforzamento dell'attività economica e le migliorate condizioni del mercato del lavoro abbiano determinato un significativo incremento delle pressioni salariali nel 2006. Tale andamento probabilmente ha rispecchiato l'impatto sulle trattative salariali di alcuni fattori, come i rischi di delocalizzazione in un contesto di forti pressioni concorrenziali mondiali, in particolare nel settore manifatturiero, nonché la crescente consapevolezza della necessità di preservare la competitività di costo. Un ulteriore contributo sarebbe venuto anche da altri elementi, quali gli effetti favorevoli di una

Figura 26 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

politica monetaria credibile sulle aspettative di inflazione, il ridotto tasso di sindacalizzazione dei lavoratori e l'incremento dei contratti di lavoro a tempo parziale e a termine. A tale riguardo, le riforme del mercato del lavoro potrebbero aver contribuito alla protratta moderazione del costo del lavoro.

Nel 2006 il contenimento della crescita salariale e l'incremento dell'attività economica hanno sostenuto l'andamento degli utili nell'area dell'euro. L'indicatore del margine di profitto complessivo, misurato dalla differenza tra il deflatore del PIL e il costo del lavoro per unità di prodotto, ha segnalato il protrarsi di una vigorosa crescita dei profitti fino al terzo trimestre del 2006.

I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI HANNO MOSTRATO QUALCHE SEGNO DI MODERAZIONE

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro (non compresi nel paniere dello IAPC) hanno mostrato segni di un ulteriore graduale

¹³ Cfr. il riquadro *L'andamento recente del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro*, nel numero di settembre 2006 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 27 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati annuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali non armonizzati.

Nota: i dati per il 2006 si riferiscono alla prima metà dell'anno.

rallentamento nel 2006 (cfr. figura 27). In base alle informazioni disponibili, nel primo semestre del 2006 la crescita dei prezzi si sarebbe collocata al 6,8 per cento sul periodo corrispondente, in calo dal 7,3 e 8,0 per cento rispettivamente nella seconda e nella prima metà del 2005. A livello nazionale, la dinamica dei prezzi degli immobili residenziali ha registrato una lieve moderazione, rispetto alla seconda metà del 2005, in Belgio, Spagna, Francia e Italia. Negli altri paesi dell'area i tassi di incremento sono rimasti sostanzialmente stabili, a eccezione dell'Irlanda, dove sono aumentati in modo significativo. I dati disponibili per il 2006 suggeriscono che la dinamica di questi prezzi ha continuato a mostrare notevole disomogeneità tra i diversi paesi dell'area; in particolare, la protratta debolezza del mercato immobiliare in Germania contrasta con gli andamenti in gran parte delle altre economie.

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

LA CRESCITA ECONOMICA È AUMENTATA NEL 2006

Dopo essersi fermata all'1,5 per cento nel 2005, nel 2006 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, corretta per il numero di giornate lavorative, è aumentata considerevolmente, al 2,8 per cento, raggiungendo un livello superiore alle stime disponibili sulla crescita potenziale e segnando il valore più elevato dal 2000. L'attività economica, che aveva cominciato a migliorare nella seconda metà del 2005, ha acquisito ulteriore slancio nel primo semestre del 2006, rallentando in misura solo marginale successivamente. Tale forte dinamica, parzialmente inattesa, ha rispecchiato in particolare un notevole rafforzamento della fiducia delle imprese e dei consumatori unitamente a sostanziali miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro. Al contempo, nella seconda metà dell'anno si è osservata una diminuzione significativa dell'effetto di passati shock avversi (soprattutto gli incrementi dei corsi petroliferi).

Di fatto, nel 2006 l'economia dell'area dell'euro si è ripresa dopo un periodo prolungato di crescita modesta, cominciato nel 2001. Nonostante la forte espansione dell'economia mondiale, il ritmo deludente dell'attività prima del 2006 era connesso a una serie di fattori, in particolare la scarsa capacità di recupero dopo gli shock, quali i consistenti aumenti dei prezzi del petrolio. La debolezza della domanda interna durante questo periodo potrebbe avere riflesso altresì l'incertezza degli operatori privati circa il loro reddito futuro. Il rallentamento ciclico iniziato nel 2001 è stato anche associato a un brusco aggiustamento al ribasso dei prezzi delle attività finanziarie e alla forte esigenza delle società di ristrutturare i propri bilanci, che ha limitato gli investimenti e la creazione di posti di lavoro. Una volta compiuti significativi progressi in tale processo a livello microeconomico e migliorato il clima di fiducia delle imprese, nel contesto di condizioni di finanziamento rimaste continuamente favorevoli, gli investimenti e, in misura minore, la domanda di lavoro

sono aumentati, sostenendo una robusta domanda interna nel 2006. Al contempo, la solida crescita a livello mondiale ha favorito le esportazioni. Ciò nonostante, il settore estero ha fornito un contributo sostanzialmente neutrale alla crescita economica (cfr. figura 28), soprattutto perché il più vigoroso slancio dell'economia interna ha accresciuto le importazioni dal resto del mondo.

Per quanto riguarda le componenti interne della crescita, l'espansione degli investimenti totali è aumentata significativamente nel 2006, al 4,3 per cento dal 2,7 del 2005 (cfr. tavola 3), raggiungendo il livello più elevato dal 2000. Tale accelerazione è stata particolarmente evidente nel settore delle costruzioni, ma ha interessato anche gli altri comparti. Traendo vantaggio da condizioni esterne favorevoli, l'incremento

degli investimenti è stato sostenuto anche da profitti elevati e in crescita, prospettive positive sulla domanda e bassi costi del finanziamento estero. Inoltre, gli investimenti in costruzioni sono stati consistenti sia nel comparto residenziale che, in particolare, in quello non residenziale.

La crescita dei consumi privati è salita dall'1,5 per cento nel 2005 all'1,8 per cento nel 2006. In un contesto caratterizzato da un netto miglioramento del clima di fiducia dei consumatori, la modesta accelerazione della spesa delle famiglie nel 2006 è stata probabilmente influenzata in senso positivo da un aumento della crescita del reddito reale disponibile. Tale incremento nel 2006 è stato conseguito principalmente mediante un forte aumento dell'occupazione e del reddito non da lavoro, nonostante l'impatto

Tavola 3 Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾									Variazioni trimestrali ²⁾				
	2004	2005	2006	2005	2006	2006	2006	2006	2005	2006	2006	2006	2006	
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
PIL a prezzi costanti	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9	
<i>di cui:</i>														
Domanda interna ³⁾	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1	
Consumi delle famiglie	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5	
Consumi collettivi	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5	
Investimenti fissi lordi	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2	
Variazioni delle scorte ⁴⁾	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5	
Esportazioni nette ⁵⁾	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8	
Esportazioni ⁵⁾	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7	
Importazioni ⁵⁾	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9	
Valore aggiunto lordo a prezzi costanti														
<i>di cui:</i>														
Industria escluse le costruzioni	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4	
Costruzioni	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5	
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono destagionalizzati e parzialmente corretti per il numero di giornate lavorative, in quanto non tutti i paesi dell'area dell'euro dispongono di serie trimestrali di contabilità nazionale corrette per il numero di giornate lavorative.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

3) Contributo alla crescita del PIL; in punti percentuali.

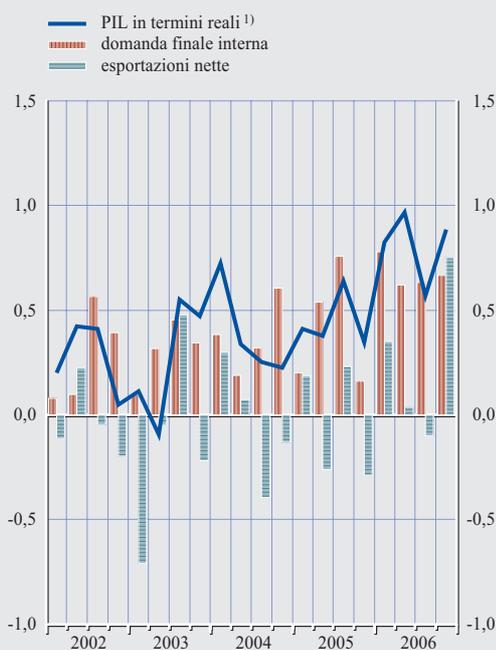
4) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5) Le esportazioni e le importazioni comprendono beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro. Poiché il commercio interno all'area non viene nettato nei dati relativi alle esportazioni e importazioni utilizzati nella contabilità nazionale, tali dati non sono del tutto confrontabili con quelli di bilancia dei pagamenti.

6) Comprende il commercio, i trasporti, i servizi di riparazione, i servizi alberghieri e di ristorazione, le comunicazioni, i servizi finanziari, alle imprese, immobiliari e di locazione.

Figura 28 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

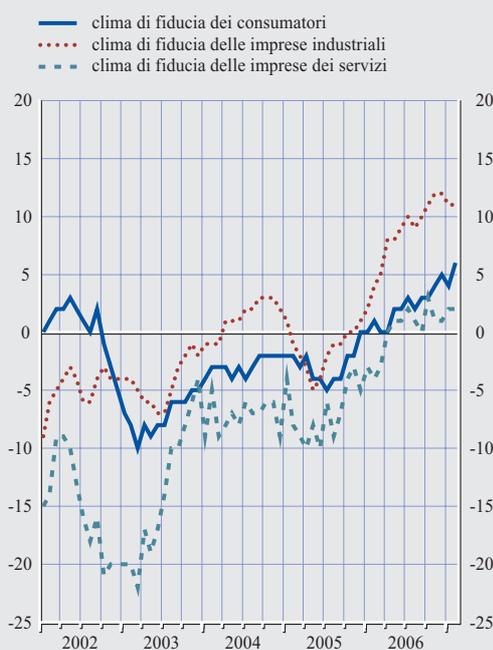
(contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

Figura 29 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i dati riportati sono al netto della media.

negativo esercitato dagli elevati costi dei beni energetici sul potere di acquisto delle famiglie. Il reddito reale per addetto, in confronto, ha segnato solo un incremento marginale. Tali effetti non sono stati compensati da un aumento del risparmio delle famiglie. Nel contesto di un'accelerazione della crescita del reddito e di tassi di interesse più elevati su tutte le scadenze, l'impatto positivo sul saggio di risparmio derivante dall'attitudine alla stabilizzazione dei consumi nel tempo è stato più che controbilanciato da una riduzione del risparmio a scopo precauzionale connessa all'andamento del mercato del lavoro e, forse, alla forte dinamica della ricchezza netta delle famiglie.

In un'ottica settoriale, l'accelerazione dell'attività nel 2006 è stata più pronunciata nell'industria (al netto delle costruzioni), mentre la crescita del valore aggiunto nel comparto dei

servizi di mercato è aumentata più moderatamente. Tali andamenti sono coerenti con i miglioramenti significativi del clima di fiducia dell'industria registrati dalla seconda metà del 2005, mentre il rafforzamento della fiducia nel settore dei servizi è stato meno marcato (cfr. figura 29).

Diverse misure di dispersione indicano che il grado di divergenza dei tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro è lievemente diminuito nel 2006 (cfr. riquadro 4). Rispetto all'anno precedente, il tasso di incremento del PIL, in media d'anno, è aumentato nella maggior parte dei paesi dell'area nel 2006, rimanendo stabile negli altri.

Riquadro 4

I DIFFERENZIALI DI CRESCITA DEL PRODOTTO TRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Nell'ambito di qualsiasi unione monetaria vi sono differenze tra gli andamenti economici dei relativi membri. Questo riquadro riporta brevemente l'entità dei differenziali di crescita del prodotto tra i paesi dell'area dell'euro e illustra come questi si sono modificati nel corso del tempo. Inoltre, indica alcuni fattori alla base di tali divergenze e ne discute le implicazioni per le politiche economiche.

Negli ultimi 35 anni la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro, misurata dalla deviazione standard non ponderata, ha oscillato intorno a un livello di 2 punti percentuali e, nel complesso, non ha mostrato alcuna chiara tendenza al rialzo o al ribasso (cfr. la figura). Lo stesso andamento ha caratterizzato la dispersione ponderata della crescita del prodotto, sebbene in questo caso la deviazione standard abbia oscillato intorno a 1 punto percentuale. Tuttavia, dall'inizio della Terza fase dell'UEM, nel 1999, la dispersione non ponderata è diminuita nei paesi dell'area, mentre quella ponderata si è mantenuta sostanzialmente stabile. La differenza tra queste due misure riflette il fatto che, a partire dal 1999, in alcune economie di minori dimensioni dell'area dell'euro la crescita del PIL in termini reali si è portata in prossimità della media dell'area.

Dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali fra i paesi dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Note: i dati precedenti al 1991 si riferiscono alla Germania Ovest. I dati per il 2006 sono stime della Commissione europea. L'area dell'euro non comprende la Slovenia.

Negli ultimi anni, in alcuni paesi dell'area dell'euro il PIL in termini reali è aumentato costantemente al di sopra o al di sotto della media dell'area. In particolare, la crescita del prodotto in Grecia, Spagna, Irlanda, Lussemburgo e Finlandia ha superato la media dell'area ogni anno dalla metà degli anni novanta. Per contro, in Germania e Italia il PIL si è accresciuto in misura minore rispetto alla media dell'area ogni anno dalla metà degli anni novanta al 2005. La persistenza di questi differenziali sembra indicare che la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro rispecchi soprattutto differenze strutturali della crescita e, in misura minore, differenze cicliche¹.

Alcune delle differenze che caratterizzano gli andamenti della crescita del prodotto dei paesi dell'area dell'euro sono naturali e auspicabili. Ciò è vero, ad esempio, allorché tali diversità riflettono gli effetti dovuti alla convergenza di paesi con redditi più bassi o tendenze demografiche divergenti. Inoltre, vi possono essere differenze di carattere temporaneo tra i tassi di crescita del prodotto dei paesi, riconducibili, ad esempio, a un processo di riequilibrio nell'unione monetaria a seguito di uno shock. Tuttavia, il persistere di differenze può rispecchiare anche

¹ Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro *I differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro sono ciclici o sono riconducibili all'andamento tendenziale?* nel numero di ottobre 2005 del Bollettino mensile della BCE.

politiche economiche nazionali inadeguate, inefficienze strutturali e rigidità o un malfunzionamento del meccanismo di aggiustamento in o tra alcuni paesi, che si riflette in un aumento degli squilibri interni e in andamenti divergenti della competitività.

La politica monetaria unica non può influenzare i differenziali di crescita del prodotto nei paesi dell'area dell'euro. Una dinamica tendenzialmente debole della crescita deve essere contrastata mediante politiche nazionali appropriate che affrontino questioni di natura fiscale e strutturale e che si incentrino, in particolare, sul miglioramento della capacità delle economie nazionali di assorbire gli shock e, nei paesi con una crescita più lenta, sulla promozione di elevati livelli di produttività e utilizzazione del lavoro nonché sull'ulteriore potenziamento del mercato unico, mantenendo al contempo condizioni macroeconomiche stabili.

PROSEGUONO I MIGLIORAMENTI DEL MERCATO DEL LAVORO

Nel corso del 2006 il mercato del lavoro nell'area dell'euro ha registrato significativi miglioramenti, con un ritmo di crescita dell'occupazione sul trimestre precedente compreso tra lo 0,3 e lo 0,5 per cento (cfr. tavola 4) e un aumento di oltre due milioni degli occupati. Tale dinamica è stata favorita dal positivo contesto di crescita economica, da un moderato andamento del costo unitario del lavoro e dalle recenti politiche del lavoro che hanno consentito l'ampliarsi del ricorso al part-time e all'occupazione autonoma. La crescita dell'input di lavoro ha anche riflesso un aumento delle ore lavorate per occupato, dopo il declino registrato

durante la precedente fase di flessione del ciclo economico, sia tra gli occupati a tempo parziale sia tra quelli a tempo pieno. La crescita dell'occupazione si è concentrata nel comparto dei servizi e dell'edilizia; si è invece arrestato il protratto declino nell'industria in senso stretto.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a calare anche nel 2006, confermando la tendenza in atto dalla metà del 2004; nell'ultimo trimestre dell'anno è stato pari al 7,5 per cento (cfr. figura 30), il livello più basso dal 1993, primo anno per cui sono disponibili i dati. Il risultato riflette sia la favorevole fase congiunturale sia il dispiegarsi degli effetti delle riforme del mercato del

Tavola 4 Evoluzione del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali)

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.
Forze di lavoro	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.
Occupazione	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.
Agricoltura ¹⁾	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.
Industria ²⁾	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.
– escluse le costruzioni	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.
– costruzioni	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.
Servizi ³⁾	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.
Tassi di disoccupazione⁴⁾													
Totale	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5
Meno di 25 anni	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1
25 anni e oltre	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche pesca, caccia e silvicoltura.

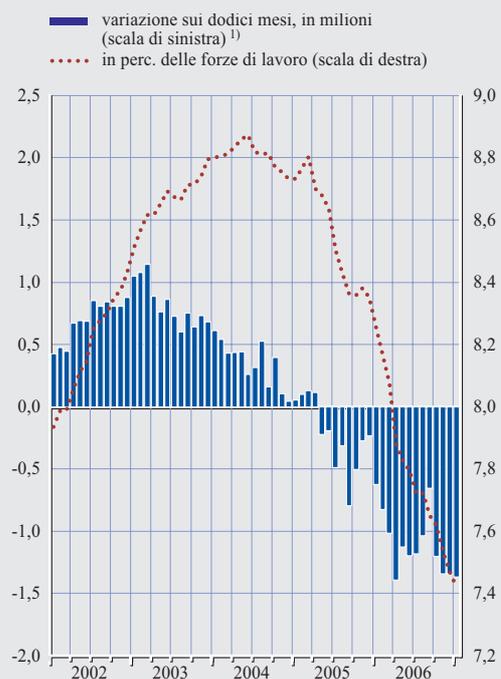
2) Comprende attività manifatturiere, minerarie ed estrattive, costruzioni e forniture di elettricità, gas e acqua.

3) Esclusi gli enti e gli organismi extraterritoriali.

4) In percentuale delle forze di lavoro. I dati sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

Figura 30 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)

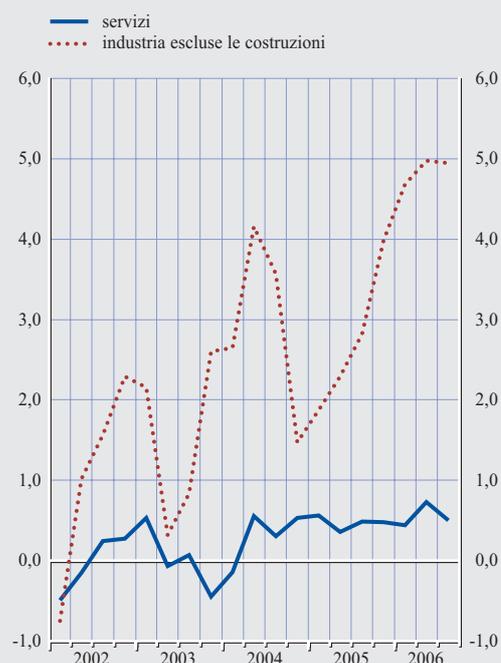


Fonte: Eurostat.

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

Figura 31 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

lavoro intraprese in alcuni paesi dell'area. A fronte della maggiore flessibilità del mercato del lavoro ottenuta in questi paesi, in molti casi permane la necessità di riforme più profonde.

La produttività del lavoro per l'intera economia ha ulteriormente accelerato nel corso del 2006. Il risultato riflette principalmente la dinamica favorevole nell'industria in senso stretto, a fronte di una crescita sostanzialmente stabile, e inferiore a quella registrata nell'industria, nel comparto dei servizi (cfr. figura 31).

La ripresa registrata dalla produttività del lavoro è riconducibile in parte alla favorevole fase ciclica avviatasi nel 2006. Tuttavia, la dinamica del prodotto per addetto rimane deludente anche per effetto di fattori strutturali. Il rallentamento della crescita della produttività in atto dalla metà degli anni novanta può essere in parte riconducibile al progressivo aumento, favorito

dalle riforme del mercato del lavoro, di lavoratori relativamente meno qualificati. Vi hanno contribuito anche il limitato ricorso alle nuove tecnologie, il basso grado di concorrenza e l'eccessiva regolamentazione del mercato dei beni (cfr. riquadro 5).

Riquadro 5

L'EVOLUZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO E LA NECESSITÀ DI RIFORME STRUTTURALI

I guadagni di produttività sono un fattore determinante della crescita economica e dell'aumento del reddito reale pro capite nel medio e lungo periodo. In questo riquadro si descrive l'andamento della produttività del lavoro nell'area dell'euro negli ultimi quindici anni e si esamina la necessità di politiche economiche che ne sostengano la crescita nei prossimi anni. La produttività del lavoro è definita come prodotto reale per unità di input di lavoro; l'input di lavoro è misurato sia in termini di ore lavorate totali sia come numero di persone occupate¹.

Negli ultimi dieci anni la dinamica della produttività nell'area dell'euro è stata deludente, rallentando nei confronti degli Stati Uniti sia se espressa in termini di prodotto per ora lavorata sia in termini di prodotto per addetto². La produttività media per ora lavorata nell'area ha rallentato dal 2,1 per cento in ragione d'anno tra il 1990 e il 1995 all'1,3 per cento tra il 1996 e il 2005³; negli Stati Uniti ha accelerato dall'1,1 al 2,4 per cento in ragione d'anno (cfr. figura A). Il prodotto per addetto nell'area ha rallentato dall'1,7 per cento nel periodo 1990-1995 allo 0,8 per cento nel periodo 1996-2005, a fronte di una accelerazione dall'1,3 al 2,1 per cento negli Stati Uniti (cfr. figura B)⁴. La crescita della produttività del lavoro (sia per ora lavorata che per occupato) nell'area dell'euro è stata pertanto sopravanzata da quella negli Stati Uniti nel corso degli ultimi dieci anni. Sebbene tale andamento possa essere in parte riconducibile a fattori ciclici, non va sottovalutato il ruolo dei fattori strutturali.

1 Vale la pena menzionare che, sebbene l'utilizzo delle ore totali lavorate sia l'opzione preferita dal punto di vista economico, le stime relative a tale indicatore sono soggette a errori di misurazione. Mentre i dati forniscono informazioni rilevanti in termini di andamento nel tempo, essi non si rivelano adeguati per comparazioni tra paesi del livello di ore lavorate in ciascun dato anno.

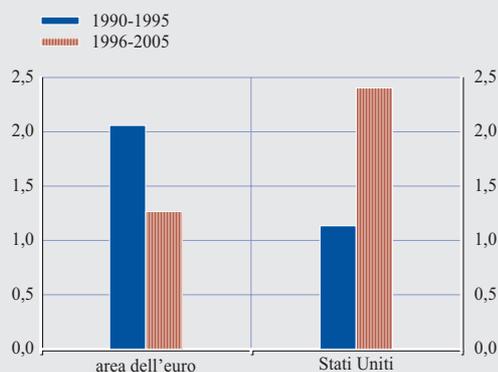
2 A causa del calo tendenziale della media di ore lavorate, la crescita della produttività del lavoro dell'area dell'euro tende a essere inferiore quando viene misurata in termini di lavoratori occupati.

3 Cfr. anche l'articolo *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali* nel numero di luglio 2004 del Bollettino mensile della BCE e il riquadro *Evoluzione della qualità del lavoro nell'area dell'euro e relative implicazioni per la crescita della produttività del lavoro* nel numero di ottobre 2005 del Bollettino mensile della BCE.

4 In questa analisi sono utilizzati i dati provenienti dal Groningen Growth and Development Centre (GGDC) Total Economy Database, disponibili nel sito Internet www.ggdc.net. Tali dati sono basati su fonti dell'OCSE, ma comprendono anche ulteriori calcoli (che, in particolare, tengono conto delle differenze nelle correzioni per la qualità).

Figura A Crescita della produttività del lavoro per ora lavorata

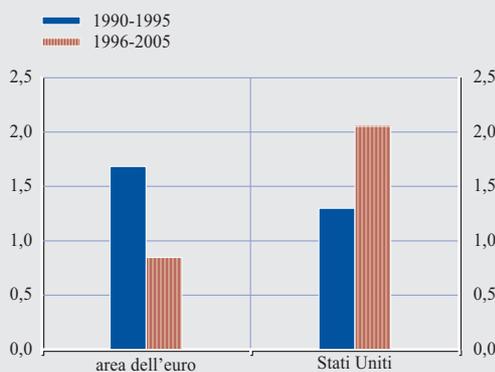
(variazioni percentuali; medie annue)



Fonti: Groningen Growth and Development Centre ed elaborazioni della BCE.

Figura B Crescita della produttività del lavoro per occupato

(variazioni percentuali; medie annue)



Fonti: Groningen Growth and Development Centre ed elaborazioni della BCE.

Il rallentamento della produttività del lavoro nell'area dell'euro è in parte dovuto a un maggiore impiego del fattore lavoro. Quest'ultimo è riconducibile alle riforme del mercato del lavoro realizzate in alcuni paesi dell'area, quali la riduzione del cuneo fiscale e il trattamento più sfavorevole dei pensionamenti anticipati⁵, nonché alla riduzione, soprattutto negli anni novanta, dei vincoli legislativi all'aggiustamento del numero di addetti e al sostegno all'occupazione a tempo parziale. Questi interventi intendevano migliorare le opportunità di impiego, in particolare per i lavoratori meno qualificati, le donne, i giovani e gli anziani, e hanno avuto un effetto positivo sui tassi di occupazione (cfr. tavola A).

Tuttavia, l'imposizione fiscale, le prestazioni sociali, e le tutele dell'occupazione restano notevolmente inferiori negli Stati Uniti. Pertanto, il tasso di occupazione totale nell'area dell'euro è al di sotto di quello registrato negli Stati Uniti (cfr. tavola A). La necessità di accrescere l'occupazione nell'area continuerà a rallentare la produttività del lavoro, ancorché solo temporaneamente. Questo tuttavia sottolinea l'importanza di misure che promuovano l'innovazione e la sua diffusione per consentire guadagni di efficienza.

La più rapida crescita della produttività negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro è riconducibile anche al più forte incremento dell'intensità di capitale (ossia crescita dei servizi da capitale per ore lavorate). Esso rispecchia i più consistenti investimenti in tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), in particolare nel comparto dei servizi (cfr. tavola A). La produttività dell'area dell'euro è stata più lenta di quella negli Stati Uniti soprattutto nei settori utilizzatori di TIC, quali il commercio al dettaglio e all'ingrosso e l'intermediazione finanziaria (cfr. tavola B). Il ruolo dei settori produttori di TIC nell'area dell'euro è stato limitato per via della limitata incidenza sul PIL. La crescita della produttività dell'area è stata maggiore di quella degli Stati Uniti solo nei settori tradizionali non connessi alle TIC; tuttavia, tale vantaggio si è

Tavola A Alcuni indicatori strutturali

	Area dell'euro ¹⁾		Stati Uniti	
	1995	2005	1995	2005
Mercato del lavoro (valori percentuali)				
Tasso di occupazione complessivo	58	64	73	72
Tasso di occupazione femminile	47	55	66	66
Tasso di occupazione dei lavoratori in età avanzata	33	40	55	61
Quota del lavoro tempo parziale	12,7	17,0	14,2	12,8
Innovazione				
Investimenti in TIC (in percentuale del PIL) ²⁾	1,9	2,2	3,4	3,7
Investimenti in R&S (in percentuale del PIL) ³⁾	1,8	1,9	2,5	2,7

Fonti: Eurostat e OCSE.

1) I dati per l'area dell'euro sono medie ponderate.

2) I dati si riferiscono al 2003.

3) I dati si riferiscono al 2004.

Tavola B Crescita settoriale della produttività del lavoro per ora lavorata¹⁾

(contributi in punti percentuali; medie annue)

	Area dell'euro ¹⁾		Stati Uniti	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
Totale dei settori	2,3	1,5	1,0	2,5
Settore produttore di TIC	0,3	0,4	0,7	0,9
Industria manifatturiera	0,2	0,2	0,5	0,6
Servizi	0,1	0,2	0,2	0,3
Settore produttore di TIC	0,5	0,4	0,3	1,3
Industria manifatturiera	0,2	0,1	0,0	0,1
Servizi	0,3	0,3	0,3	1,1
Settore diversi dalle TIC	1,5	0,7	0,1	0,3
Industria manifatturiera	0,5	0,3	0,2	0,2
Servizi	0,6	0,2	-0,2	0,1
Altro	0,5	0,3	0,0	0,0

Fonti: Groningen Growth and Development Centre ed elaborazioni della BCE.

1) Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

5 L'aliquota implicita dell'imposta viene definita come l'ammontare della pensione "perso" a causa del prolungamento della vita lavorativa (in valore corrente) rispetto al reddito da lavoro.

ridotto nell'ultimo decennio. Le caratteristiche strutturali dell'economia statunitense (un mercato del lavoro più flessibile, un maggiore grado di concorrenza nel mercato dei beni, minori barriere all'ingresso di nuove imprese e un mercato dei capitali più efficiente) erano evidentemente più favorevoli a uno sfruttamento delle opportunità offerte dalle nuove tecnologie⁶.

Negli ultimi quindici anni l'area dell'euro ha compiuto progressi significativi e costanti nel processo di snellimento e semplificazione della regolamentazione del mercato dei beni e nella creazione di un contesto economico più favorevole alle imprese. L'adozione della Direttiva Servizi da parte del Parlamento europeo nel dicembre 2006 contribuirà indubbiamente a migliorare la situazione in questo settore. L'ampliamento e il potenziamento del mercato interno rimangono tuttavia una priorità, poiché l'assetto regolamentare esistente nell'area dell'euro è ancora eccessivamente complesso, in particolare rispetto a quello degli Stati Uniti, e rappresenta un ostacolo all'innovazione e all'aumento della produttività del lavoro. Ciò può spiegare in parte perché i livelli di R&S e degli investimenti in capitale di rischio, due importanti fattori alla base dell'innovazione, sono ancora notevolmente inferiori a quelli osservati negli Stati Uniti.

Per beneficiare appieno di un contesto regolamentare più efficiente, tuttavia, queste misure devono essere accompagnate da sforzi tesi a migliorare il livello di istruzione e di competenza delle forze di lavoro. I progressi tecnologici richiedono una riallocazione del lavoro verso manodopera molto qualificata attraverso un processo di "distruzione creativa". Pertanto, le misure volte a favorire lo sviluppo delle competenze e la formazione permanente contribuiscono all'innovazione e agevolano l'utilizzo di tecnologie avanzate. Finora, gli investimenti in capitale umano in Europa sono stati inadeguati per un'economia "ad alta intensità di conoscenze". Nel 2004, ad esempio, solo il 23 per cento delle persone di età compresa tra i 25 e i 64 anni aveva ricevuto un'istruzione universitaria nell'area dell'euro, a fronte del 39 per cento negli Stati Uniti.

In sintesi, il contesto regolamentare costituisce una delle principali determinanti dell'evoluzione della produttività del lavoro. Nel complesso, nonostante i significativi progressi compiuti in alcuni settori, le riforme strutturali nell'area dell'euro non sono state sufficienti e la loro attuazione è stata troppo lenta per promuovere la nascita di un'"economia basata sulla conoscenza" con l'obiettivo di aumentare la crescita della produttività del lavoro e rafforzare la creazione di occupazione. Sia le sfide che le soluzioni sono state chiaramente identificate, in particolare nel contesto della rinnovata strategia di Lisbona. Ora resta da accelerare il ritmo complessivo delle riforme.

⁶ Task Force del Comitato per la politica monetaria del SEBC, (aprile 2006), *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE n. 44; R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker and J. Turunen, (ottobre 2006), *Labour productivity developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 53.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

MIGLIORAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2006

L'evoluzione dei conti pubblici nell'area dell'euro è stata relativamente favorevole nel 2006, a fronte di una forte crescita del PIL e di entrate inattese. Sulla base degli aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi dell'area dell'euro, il disavanzo medio delle amministrazioni pubbliche si è collocato al 2,0 per cento circa del PIL, in calo rispetto al 2,4 per cento del 2005

(cfr. tavola 5). Per quanto riguarda i cinque paesi sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi nel 2006, si stima che Germania, Grecia e Francia abbiano ridotto o mantenuto i rispettivi deficit al disotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL, sebbene negli ultimi due paesi ciò sia avvenuto grazie a significative misure temporanee di riduzione del disavanzo. In due paesi, l'Italia e il Portogallo, il disavanzo continua a superare ampiamente la soglia del 3 per cento del PIL. Nel caso dell'Italia,

Tavola 5 Posizioni di bilancio nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche

	2004	2005	2006
Area dell'euro	-2,8	-2,4	-2,1
Belgio	0,0	-2,3	0,0
Germania	-3,7	-3,2	-2,1
Irlanda	1,5	1,1	2,3
Grecia	-7,8	-5,2	-2,6
Spagna	-0,2	1,1	1,4
Francia	-3,7	-2,9	-2,7
Italia	-3,4	-4,1	-5,7
Lussemburgo	-1,1	-1,0	-1,5
Paesi Bassi	-1,8	-0,3	0,1
Austria	-1,2	-1,5	.
Portogallo	-3,2	-6,0	-4,6
Finlandia	2,3	2,7	2,9

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	2004	2005	2006
Area dell'euro	69,8	70,8	69,6
Belgio	94,3	93,2	87,7
Germania	65,7	67,9	68,0
Irlanda	29,7	27,4	25,1
Grecia	108,5	107,5	104,1
Spagna	46,2	43,1	39,7
Francia	64,4	66,6	64,6
Italia	103,9	106,6	107,6
Lussemburgo	6,6	6,0	7,5
Paesi Bassi	52,6	52,7	50,2
Austria	63,8	63,4	.
Portogallo	58,6	64,0	67,4
Finlandia	44,3	41,3	39,1

Fonti: per il 2004-2005, Commissione europea; per il 2006, programmi di stabilità aggiornati del 2006 ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono basati sulla definizione della procedura per i disavanzi eccessivi. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

secondo le stime più recenti, il disavanzo della pubblica amministrazione si è collocato al 4,4 per cento del PIL (molto al disotto del valore riportato nell'aggiornamento del Programma di stabilità); se si escludono gli effetti che hanno temporaneamente innalzato il disavanzo, quest'ultimo è pari al 2,4 per cento del PIL. Squilibri significativi dei conti pubblici, seppure al disotto della soglia del 3 per cento, permangono inoltre in Lussemburgo e in Austria, mentre si stima che le posizioni di bilancio siano in equilibrio o in avanzo in Belgio, Irlanda, Spagna, Paesi Bassi e Finlandia.

Raffrontando gli obiettivi di bilancio per il 2006 indicati negli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità e quelli pubblicati a fine 2005 e nella prima metà del 2006, risulta che il disavanzo dell'area dell'euro è stato media-

mente inferiore di circa 0,2 punti percentuali del PIL. Ciò si deve ai risultati migliori del previsto della Germania (dove si stima che il disavanzo sia rientrato al disotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL con un anno di anticipo rispetto ai programmi) e di alcuni altri paesi dell'area dell'euro che già presentavano posizioni di bilancio solide.

Di fronte a questa evoluzione dei saldi di bilancio, il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro è diminuito nel 2006, per la prima volta dal 2002, situandosi a poco meno del 70 per cento del PIL. Il calo riflette le riduzioni analoghe a loro volta conseguite in gran parte dei paesi, con le eccezioni rilevanti dell'Italia – divenuto il paese con il più elevato rapporto debito pubblico/PIL – e del Portogallo.

Tali andamenti sono principalmente il risultato della forte crescita del PIL e di entrate inattese, e solo in piccola parte di un reale risanamento dei conti pubblici. Il miglioramento del saldo strutturale di bilancio (ossia del saldo corretto per gli effetti del ciclo e al netto delle misure *una tantum* e di altre misure temporanee), stimato nell'ordine dello 0,4 per cento nel 2006, potrebbe in parte riflettere le predette entrate inattese e sovrastimare pertanto il ritmo di fondo del risanamento. Il vigore delle entrate potrebbe derivare da vari fattori, fra cui i più elevati profitti societari, i notevoli guadagni dei mercati azionari e, in alcuni paesi, l'aumento dei prezzi delle abitazioni o la migliorata efficienza dell'amministrazione fiscale. Tutti questi fattori hanno accresciuto gli introiti a fronte

delle imposte sul reddito e sulla ricchezza, ma risulta arduo stabilire quale sia stato il loro contributo individuale. Gli andamenti aggregati dell'area dell'euro scaturiscono da sviluppi molto diversi a livello di singoli paesi, specie in quelli con procedura per disavanzi eccessivi o con squilibri di bilancio considerevoli. La Grecia e il Portogallo hanno fatto registrare miglioramenti notevoli del saldo strutturale, ma anche la Germania e, in misura minore, la Francia, dovrebbero aver compiuto progressi in tal senso. Il saldo strutturale del Lussemburgo è, al contrario, significativamente peggiorato. L'evoluzione dei bilanci ha trovato altresì riscontro nei volumi di emissione di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche (cfr. riquadro 6).

Riquadro 6

ANDAMENTO DELL'EMISSIONE DI TITOLI PUBBLICI E DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO OBBLIGAZIONARIO NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2006 l'emissione di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche si è ridotta, così come i disavanzi e i rapporti debito/PIL, in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, nel contesto di un rafforzamento dell'attività economica. Gli aggiornamenti dei programmi di stabilità prospettavano per il 2006 la prima riduzione dal 2002 del rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro, a un livello di poco inferiore al 70 per cento. In termini netti l'indebitamento dell'area dell'euro è cresciuto del 2,1 per cento nel 2006, rispetto al 4,1 per cento del 2005 (cfr. tavola A)¹.

Tavola A Tasso di crescita annuale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totale delle amministrazioni pubbliche	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
<i>A lungo termine</i>	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
a tasso fisso		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	-3,1
a tasso variabile		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	-2,5
<i>A breve termine</i>	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Fonte: BCE.

Da un'analisi della struttura delle consistenze di titoli del debito pubblico, i principali emittenti risultano essere le amministrazioni centrali, con il 93,5 per cento dei titoli in essere nel 2006. Il settore delle altre amministrazioni pubbliche è responsabile soltanto del restante 6,5 per cento, ma negli ultimi anni è divenuto più attivo: fra il 1999 e il 2006 la quota di titoli emessi dalle amministrazioni centrali è scesa costantemente, mentre quella di pertinenza delle altre amministrazioni pubbliche è approssimativamente raddoppiata.

¹ I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Per maggiori dettagli, cfr. le note tecniche relative alle tavole 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile della BCE.

Tavola B Struttura delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro

(percentuali del totale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; dati di fine periodo)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Amministrazioni centrali	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
Titoli a lungo termine	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
Titoli a breve termine	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Altre amministrazioni pubbliche	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
Titoli a lungo termine	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
Titoli a breve termine	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale delle amministrazioni pubbliche								
A lungo termine	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
a tasso fisso	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
a tasso variabile	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
A breve termine	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Totale delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro	3.451,5	3.549,4	3.771,3	3.946,2	4.149,0	4.388,0	4.602,0	4.705,3

Fonte: BCE.

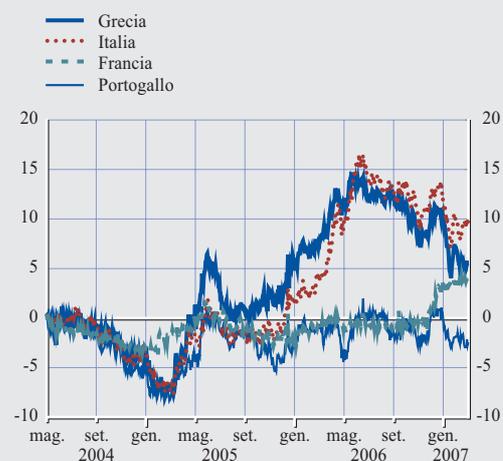
Un fattore importante che nel 2006 ha favorito il collocamento di titoli a lunga scadenza rispetto a quello di titoli a breve è stata la riduzione del differenziale tra i tassi di interesse a lungo e a breve termine. In conseguenza di ciò, benché il ritmo di crescita annuale delle emissioni a lungo termine sia calato dal 4,9 al 3,1 per cento dal 2005 al 2006, quello delle emissioni a breve si è ridotto in misura ancora maggiore, divenendo addirittura negativo nel 2006, per effetto dei rimborsi netti di titoli a breve scadenza.

La gestione del debito pubblico dei paesi dell'area dell'euro continua pertanto a essere orientata al lungo periodo. La quota di passività a lunga scadenza sul totale dei titoli di debito nel 2006 è stata pari a circa il 92,9 per cento, ossia leggermente superiore al 2005, contro appena il 7,1 per cento dei titoli a breve termine (cfr. tavola B). Come si evince dalla tavola B, la maggior parte delle passività a lungo termine delle amministrazioni pubbliche aveva tasso fisso. Nonostante un lieve aumento nell'anno in rassegna, la quota delle emissioni a tasso variabile è andata riducendosi nel tempo, passando dal 10,6 all'8,0 per cento fra il 1999 e il 2006. Nel complesso, le tendenze recenti nella struttura del finanziamento delle amministrazioni pubbliche rispecchiano i benefici significativi che ha comportato nell'ultimo decennio il passaggio a politiche economiche maggiormente improntate alla stabilità, le quali hanno a loro volta contribuito al basso livello dei tassi di interesse a lungo termine raggiunto negli ultimi anni. Il vantaggio più evidente è il calo significativo della quota di fondi pubblici destinata al pagamento degli oneri per interessi.

Per quanto riguarda le differenze fra paesi, i rendimenti obbligazionari decennali tedeschi finora sono risultati in media i più bassi dell'area dell'euro, soprattutto in virtù della

Variazioni cumulate nei differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi

(in punti base; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: quelle presentate in figura sono le variazioni cumulate nei differenziali di rendimento depurate dei dati relativi ai giorni in cui si è verificata una variazione del titolo di riferimento sottostante. In tali giorni, infatti è solito che si producano brusche oscillazioni nelle misurazioni dei differenziali. Dati disponibili a partire da maggio 2004.

Tavola C Rating del credito sovrano per i paesi dell'area dell'euro

(a fine 2006)						
Valutazione del debito e dell'emittente	Rating					
	S&P	paesi	Moody's	paesi	Fitch	paesi
Massima qualità creditizia	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Alta qualità creditizia	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
Elevata capacità di rimborso	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
	A+	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Fonti: Standard and Poor's (S&P), Moody's e Fitch.

maggior liquidità e del conseguente stato di titoli di riferimento. Per i paesi che a fine 2006 erano sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi, la figura A riporta le variazioni cumulative dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai titoli del Tesoro tedeschi.

I differenziali di rendimento fra i titoli dei vari paesi dell'area dell'euro rispecchiano disparità in termini di liquidità e di rischio di credito. Gli *spread* obbligazionari dei paesi non sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi sono rimasti contenuti e non hanno registrato oscillazioni significative nel corso del 2006. All'opposto, nella prima metà dell'anno i differenziali sul debito dell'Italia e della Grecia si sono ampliati. Nel caso dell'Italia si è inoltre avuto un incremento marcato all'indomani delle elezioni di primavera, in una situazione di incertezza riguardo all'esito del voto. Nella seconda metà dell'anno i differenziali italiani e greci sono tornati a calare, pur non tornando sui livelli osservati a inizio anno.

Nel 2006 i *rating* relativi al debito degli emittenti sovrani dei paesi dell'area dell'euro sono rimasti invariati, fatta eccezione per quello dell'Italia, che nell'ottobre 2006 è stato ridotto da AA- ad A+ da Standard & Poor's e da AA ad AA- da Fitch (cfr. tavola C)². L'annuncio del declassamento italiano ha avuto un effetto solo modesto sul differenziale di rendimento rispetto alla Germania. Gli analoghi differenziali di Portogallo e Francia sono rimasti sostanzialmente stabili durante l'intero periodo in rassegna.

² Le evidenze disponibili sottolineano la rilevanza delle variabili relative alle finanze pubbliche quali determinanti dei *rating* applicati al debito sovrano. Cfr. *What 'hides' behind sovereign debt ratings?* di A. Afonso, P. Gomes e P. Rother, Working Paper della BCE, gennaio 2007, n. 711.

PROSPETTIVE PER LE FINANZE PUBBLICHE NEL 2007

Gli aggiornamenti dei programmi di stabilità di fine 2006 indicano un ulteriore calo del disavanzo medio dell'area dell'euro nel 2007, all'1,4 per cento del PIL, di riflesso a un miglioramento strutturale di circa 0,4 punti percentuali. Per l'area euro nel suo complesso il risanamento programmato deriva sia da aumenti di entrate, sia da riduzioni di spesa. Tuttavia, rispetto alla precedente tornata di programmi di

stabilità, le proiezioni relative sia alle entrate sia alle uscite risultano più elevate, a indicare che gli introiti inattesi sono stati considerati almeno in parte permanenti, e saranno destinati a spese aggiuntive. Si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro diminuisca ulteriormente, al 68 per cento, principalmente per effetto degli avanzi primari.

Nel 2007 il risanamento dei conti pubblici nell'area dell'euro dovrebbe derivare, in larga

misura, dagli sforzi correttivi di Germania e Italia. In Germania un contributo in tal senso sta già provenendo dal protratto contenimento della spesa e dall'aumento delle imposte indirette. In Italia si prevede che il disavanzo ritorni a poco meno del 3 per cento del PIL, nel rispetto delle scadenze fissate dalle relative raccomandazioni del Consiglio. Tale risultato si dovrà in ampia misura al pacchetto di risanamento varato con la legge finanziaria per il 2007, basato soprattutto su provvedimenti che aumentano le entrate, e al venir meno di fattori temporanei avversi. Il Portogallo (l'altro paese con un disavanzo superiore al 3 per cento nel 2006), che ha il 2008 come termine per correggere la situazione di disavanzo eccessivo, prevede di proseguire sulla via del risanamento, ponendosi tuttavia come obiettivo per il 2007 un disavanzo significativamente superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. In gran parte dei paesi che presentano squilibri dei conti pubblici gli sforzi di risanamento previsti per il conseguimento degli obiettivi di medio periodo sono modesti.

LE STRATEGIE DELLA POLITICA DI BILANCIO VANNO IMPRONTATE AL RAFFORZAMENTO DEGLI SFORZI DI RISANAMENTO

Se da un lato gli aggiornamenti dei programmi di stabilità di fine 2006 indicano generalmente che i governi intendono procedere verso il conseguimento di posizioni di bilancio solide, dall'altro vi sono altresì indicazioni del fatto che gli obiettivi prefissati al riguardo non implicano necessariamente un risanamento sufficiente o che non sono ancora state specificate misure dettagliate concrete e credibili in materia. Tale situazione comporta dei rischi per il futuro. Di fronte all'impeto favorevole proveniente dalla crescita economica e alle abbondanti entrate di cui si prevede beneficerà gran parte dei paesi, le strategie della politica di bilancio si devono mettere al riparo da atteggiamenti di compiacimento e focalizzarsi al contrario sugli sforzi di risanamento. L'atteso proseguimento della congiuntura favorevole nel futuro prossimo deve essere pienamente sfruttato per raggiungere quanto prima posizioni di bilancio solide e una rapida riduzione del rapporto debito/PIL, anche

in considerazione delle sfide che l'evoluzione demografica pone per la sostenibilità dei conti pubblici. È importante che gli impegni presi nell'ambito del Patto di stabilità e crescita modificato siano integralmente rispettati in tutti i paesi, al fine di rafforzare la credibilità del quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio.

L'esperienza pregressa conferma che in una fase congiunturale di ripresa il rischio principale per le finanze pubbliche proviene da un atteggiamento di compiacimento per i risultati raggiunti. Come già accaduto nei primi anni dell'UEM, le entrate impreviste registrate in queste fasi possono indurre i governi nella tentazione di introdurre sgravi fiscali privi di copertura finanziaria e/o di alleviare il contenimento della spesa. Al fine di evitare che si ripetano gli errori del passato e di prevenire l'insorgenza di squilibri macroeconomici, è essenziale che tutti i paesi si astengano dall'adottare un orientamento prociclico di allentamento della politica fiscale e si impegnino invece a conseguire posizioni di bilancio solide durante l'attuale ripresa. In caso contrario, il margine di manovra per lasciare che gli stabilizzatori automatici operino nella prossima fase di rallentamento risulterebbe limitato, rendendo nuovamente necessario un inasprimento prociclico delle politiche di bilancio. La mancanza di progressi adeguati in direzione del risanamento potrebbe altresì esercitare rinnovate pressioni sull'attuazione del Patto di stabilità e crescita in occasione della prossima fase di rallentamento.

Gli Stati membri che pur non trovandosi in situazione di disavanzo eccessivo presentano squilibri dei conti pubblici dovrebbero accrescere gli sforzi di risanamento attraverso misure credibili e centrare anticipatamente gli obiettivi di medio periodo contenuti negli aggiornamenti dei rispettivi programmi di stabilità. Di fatto, come postulato nel rivisto Patto di stabilità e crescita, l'attuale contesto economico richiederebbe un aggiustamento del saldo di bilancio maggiore rispetto al parametro di riferimento dello 0,5 per cento del PIL.

I paesi con disavanzi superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL devono prendere tutte le misure necessarie a correggere la situazione il prima possibile, avvalendosi di un'applicazione rigorosa delle raccomandazioni del Consiglio. Il miglioramento delle prospettive per i conti pubblici fa apparire come più probabile in un futuro prossimo l'abrogazione delle decisioni prese in vari paesi per rimediare alla situazione di disavanzo eccessivo. Al riguardo, è essenziale che i disavanzi eccessivi siano corretti in modo sostenibile tramite misure di risanamento permanenti e credibili. Successivamente, sarà necessario compiere rapidamente progressi ulteriori per la realizzazione degli obiettivi di medio periodo, così da creare un adeguato margine di manovra per evitare che il disavanzo superi nuovamente il tetto del 3 per cento del PIL. Nei paesi in cui le previsioni sottolineano il rischio di una violazione degli impegni presi si rendono necessari sforzi ancora maggiori per centrare gli obiettivi ed evitare che siano adottate nuove misure nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi.

Gli Stati membri che hanno già conseguito posizioni di bilancio solide dovrebbero adoperarsi per il loro mantenimento o cercare di consolidarle ulteriormente. In alcuni limitati casi in cui le posizioni di bilancio risultano già in avanzo e la domanda economica è vigorosa, una politica fiscale più restrittiva potrebbe contribuire a ridurre i rischi di surriscaldamento.

L'elevata qualità dei dati statistici e la robustezza delle procedure di segnalazione restano fondamentali per poter valutare correttamente lo stato delle finanze pubbliche e l'eventuale necessità di interventi di aggiustamento.

Infine, vale la pena di rammentare che il risanamento dei conti pubblici andrebbe intrapreso nel contesto di programmi esaurienti di riforma strutturale della spesa in linea con la strategia di Lisbona. Ciò contribuirebbe non soltanto ad attenuare, attraverso un miglioramento del clima di fiducia, gli effetti negativi sulla domanda delle politiche di risanamento, ma anche a rafforzare la sostenibilità delle finanze

pubbliche, la crescita del prodotto e l'occupazione nell'area dell'euro.

2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'EURO SI È APPREZZATO IN TERMINI EFFETTIVI NEL 2006

La tendenza al rialzo del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è iniziata nel quarto trimestre del 2005 e si è intensificata per tutto il 2006. L'apprezzamento della moneta unica europea è stato piuttosto generalizzato nella prima metà del 2006, riflettendo principalmente l'apprezzamento sul dollaro statunitense, lo yen giapponese, il renminbi cinese e varie divise asiatiche ancorate, formalmente o di fatto, al dollaro. Nella seconda metà dell'anno l'euro ha inizialmente attraversato una fase di sostanziale stabilità e alla fine di ottobre ha ripreso a salire. Alla fine dell'anno il tasso di cambio effettivo nominale era superiore di quasi il 5 per cento rispetto agli inizi di gennaio e del 2,5 per cento rispetto alla media del 2005.

Il vigore della moneta unica europea per gran parte del 2006 sarebbe riconducibile fra l'altro alla percezione di andamenti economici complessivi progressivamente più favorevoli nell'area dell'euro. Gli ulteriori riscontri di un ampliamento del disavanzo corrente statunitense hanno probabilmente sostenuto l'euro rispetto al dollaro agli inizi dell'anno, ma poi l'attenzione degli operatori si è gradualmente rivolta verso le differenze tra i cicli economici e l'evoluzione futura dell'orientamento monetario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. A determinare tale mutamento hanno concorso soprattutto le migliori prospettive economiche dell'area, in contrasto con i timori di un sensibile rallentamento negli Stati Uniti. Verso la fine dell'anno nuovi riscontri di una decelerazione del ciclo economico statunitense, in un contesto di più moderati aumenti dei prezzi al consumo e di un indebolimento del mercato delle abitazioni negli Stati Uniti, hanno determinato un'ulteriore riduzione dei differenziali di interesse rispetto alle attività denominate in

euro e un nuovo apprezzamento dell'euro sul dollaro.

Lo yen giapponese si è progressivamente deprezzato rispetto all'euro per tutto il 2006, nonostante la persistente crescita economica che ha contraddistinto il Giappone nello stesso periodo. La debolezza della valuta nipponica sarebbe riconducibile tra l'altro all'ampio differenziale di interesse tra le attività giapponesi e quelle delle altre economie principali, che avrebbe favorito volumi consistenti di operazioni di *carry trade* sullo sfondo di una bassa volatilità implicita del cambio¹⁴.

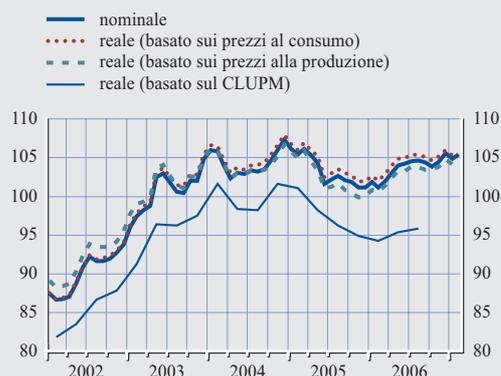
Il 29 dicembre l'euro era quotato a 1,32 dollari statunitensi e 156,93 yen, valori superiori rispettivamente dell'11,4 e del 12,4 per cento a quelli dell'inizio dell'anno. La moneta unica europea si è inoltre apprezzata sensibilmente sul dollaro canadese (11,2 per cento), il dollaro di Hong Kong (11,7 per cento) e il renminbi cinese (circa l'8 per cento) e in misura più moderata (mediamente pari al 3 per cento circa) rispetto al dollaro australiano, al franco svizzero, alla corona norvegese e a gran parte delle altre valute asiatiche. Tali guadagni sono stati in parte controbilanciati dal deprezzamento nei confronti della sterlina britannica (2,2 per cento) e di una serie di valute di altri Stati membri dell'UE, in particolare della corona slovacca (quasi il 9 per cento) e di quella ceca (5,3 per cento).

Nei primi due mesi del 2007 il tasso di cambio dell'euro è rimasto pressoché invariato in termini effettivi nominali.

Nel 2006 anche il tasso di cambio effettivo reale dell'euro – calcolato con diversi indici di costo e di prezzo – si è rafforzato in misura approssimativamente pari a quella del tasso effettivo nominale (cfr. figura 32). Nell'ultimo trimestre dell'anno il tasso di cambio effettivo reale dell'euro basato sui prezzi al consumo era superiore di circa il 3 per cento rispetto al livello osservato un anno prima.

Figura 32 Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali¹⁾

(numeri indice: 1° trim. 1999 = 100; valori mensili/trimestrali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento degli indici TCE-24 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a febbraio 2007 per i tassi di cambio effettivi nominali e a gennaio 2007 per quelli reali. Per il TCE-24 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime.

IL DISAVANZO CORRENTE È AUMENTATO LIEVEMENTE NEL 2006

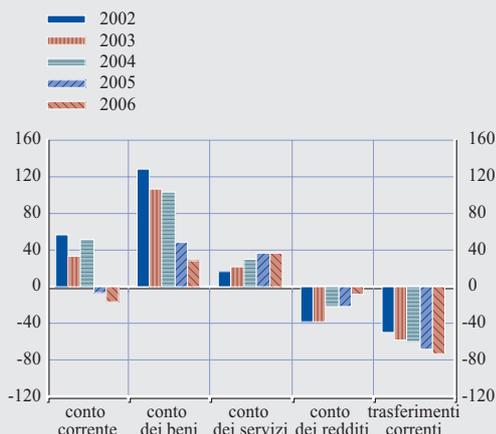
Nel 2006 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 16,2 miliardi di euro (corrispondenti allo 0,2 per cento del PIL), contro un disavanzo di 6,8 miliardi (0,1 per cento del PIL) nel 2005. Il lieve aumento è principalmente ascrivibile al calo dell'avanzo dei beni (sceso di 20,3 miliardi), dovuto al fatto che le importazioni di beni sono cresciute in termini di valore più rapidamente delle esportazioni (rispettivamente del 16,1 e 13,8 per cento). Tale calo e il leggero aumento del disavanzo nei trasferimenti correnti sono stati solo in parte compensati dal minore disavanzo nei redditi, mentre l'avanzo nei servizi è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura 33).

Nel 2006 l'interscambio di beni con l'esterno dell'area ha registrato una crescita robusta. Per quanto concerne le importazioni, nel corso dell'anno esse hanno accelerato in termini di

¹⁴ Per *carry trade* si intende una strategia di negoziazione intesa a lucrare il differenziale di tasso di interesse fra due aree valutarie indebitandosi nella valuta con il tasso più basso e investendo in quella con il tasso più alto, guadagnando pertanto il cosiddetto *carry*. Tali strategie sono remunerative purché la valuta con il rendimento più elevato non si deprezzi rispetto all'altra in misura tale da controbilanciare il vantaggio di tasso di interesse.

Figura 33 Saldo di conto corrente e sue componenti

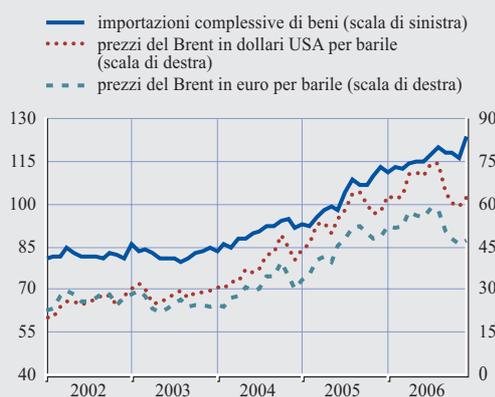
(miliardi di euro; dati annuali destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 34 Importazioni di beni dell'area dell'euro e prezzi del greggio (qualità Brent)

(dati mensili)



Fonti: Eurostat e Bloomberg.

volumi, rispecchiando la ripresa dell'attività economica nell'area e l'apprezzamento dell'euro. Ciò nonostante, i maggiori prezzi all'importazione del petrolio e delle materie prime non petrolifere hanno costituito il principale fattore alla base della crescita in valore delle importazioni e quindi del calo dell'avanzo nel conto dei beni (cfr. figura 34).

Benché l'effetto del rincaro del petrolio sul saldo commerciale dell'area sia stato parzialmente controbilanciato dall'apprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense, il disavanzo petrolifero ha continuato ad aumentare e nei dodici mesi fino all'ottobre del 2006 è risultato pari a 181 miliardi di euro (corrispondenti a oltre il 2 per cento del PIL), un livello superiore di 39 miliardi rispetto a un anno prima. Più in positivo, l'area dell'euro avrebbe tratto beneficio dal reimpiego dei proventi petroliferi – tramite l'incremento della domanda dai paesi esportatori di petrolio – che avrebbe compensato parte del trasferimento di ricchezza determinato dai maggiori prezzi all'importazione.

Per quanto riguarda le esportazioni, la crescita in valore delle esportazioni nel 2006 è riconducibile agli aumenti sia dei prezzi sia dei volumi. L'espansione dei volumi è stata robusta

durante l'anno, grazie soprattutto al vigore della domanda estera. Le esportazioni verso l'Asia (soprattutto la Cina) e verso i nuovi Stati membri dell'UE hanno evidenziato una dinamica particolarmente vivace, in un contesto di vigorosa attività in tali regioni. I prezzi all'esportazione sono aumentati meno dell'anno precedente, soprattutto a causa dei minori rincari dei beni di investimento. Allo stesso tempo, l'apprezzamento dell'euro nel 2006 ha ridotto la competitività di costo e di prezzo e sembra avere contribuito a un ulteriore calo della quota di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro.

Questo calo è stato inoltre connesso a fattori strutturali dell'economia mondiale, quali la crescente importanza dei nuovi protagonisti sui mercati mondiali delle esportazioni. Il riquadro 7 descrive in maggiore dettaglio il modo in cui l'area si sta adeguando a un contesto economico sempre più internazionalizzato e competitivo.

Riquadro 7

LA GLOBALIZZAZIONE E LA COMPETITIVITÀ DELL'AREA DELL'EURO¹

La globalizzazione non è un fenomeno nuovo, tuttavia vi è crescente consenso sul fatto che i suoi effetti stiano modificando sostanzialmente l'assetto mondiale della produzione e del commercio.

Il riquadro prende in esame le recenti modifiche nella struttura delle esportazioni dell'area dell'euro e di altre importanti economie nel contesto della globalizzazione². Utilizzando l'indicatore di vantaggi comparati rivelati di Balassa (cfr. tavola), il quale assume un valore superiore a 1 quando la quota delle esportazioni di un paese in un determinato settore è superiore alla media mondiale, emerge che nel periodo 1993-2004 la struttura delle esportazioni dell'area dell'euro era relativamente diversificata, con una specializzazione nei beni a elevata intensità di capitale e di ricerca e anche in quelli ad alto contenuto di lavoro. La relativa specializzazione dell'area dell'euro in quest'ultima categoria di prodotti manufatti desta a prima vista sorpresa, poiché il rapporto capitale-lavoro dell'area dell'euro è elevato rispetto a quello di molti paesi in via di sviluppo. Di conseguenza, i risultati riportati nella tavola richiedono alcune note di cautela. In primo luogo l'indice di Balassa, che non è corretto per i beni intermedi importati, è leggermente fuorviante in quanto i vantaggi comparati sono probabilmente collegati ai processi e alle attività svolte all'interno di ciascun settore produttivo nazionale. In secondo luogo, la classificazione in quattro tipi di prodotti su cui si basa la tavola individua categorie di esportazioni relativamente ampie³.

Al contrario le tre principali economie avanzate concorrenti – Giappone, Regno Unito e Stati Uniti – non presentano alcun vantaggio comparato rivelato nelle esportazioni a elevata intensità di lavoro e sono invece più specializzate in prodotti ad alto contenuto di ricerca. Inoltre, il Giappone è specializzato anche in beni a elevata intensità di capitale, come riflesso del suo

- 1 Questo riquadro si basa sul lavoro di U. Baumann e F. di Mauro: *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, ECB Occasional Paper, No. 55.
- 2 Il dato aggregato per l'area dell'euro cela significative differenze nella struttura e nell'andamento dell'interscambio dei singoli paesi dell'area.
- 3 Misure alternative della specializzazione relativa delle esportazioni sono illustrate in: *Relative export structures and vertical specialisation: a simple cross-country index*, Banco de Portugal Working Papers, gennaio 2007.

Vantaggio comparato rivelato per intensità dei fattori¹⁾

(indice²⁾; media del periodo 1993-2004)

Le esportazioni sono prevalentemente:	Area dell'euro ³⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Economie emergenti dell'Asia	Paesi dell'Europa centrale e orientale
a intensità di materie prime	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6
a intensità di lavoro	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2
a intensità di capitale	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2
a intensità di ricerca	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5

Fonti: base di dati Chelem del Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII) ed elaborazioni della BCE.

1) Cfr. l'allegato A (tavola A3) dell'*Occasional Paper* della BCE n. 55 per l'elenco dei settori che rientrano in ciascuna categoria di intensità dei fattori.

2) Indice di vantaggio comparato rivelato di Balassa, che misura la specializzazione relativa delle esportazioni dei singoli paesi per quattro gruppi di prodotti (ad esempio settori a intensità di materie prime, a intensità di lavoro, a intensità di capitale e a intensità di ricerca) rispetto alle medie mondiali nel modo seguente: $RCA_{k,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$. Il numeratore rappresenta la quota del settore j sul totale delle esportazioni del paese k e il denominatore la quota percentuale del settore j sul totale delle esportazioni mondiali.

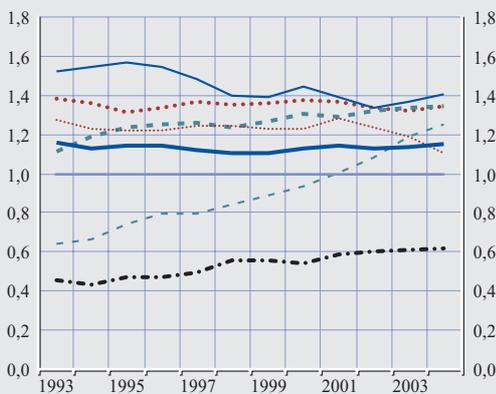
3) Vengono prese in considerazione solo le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro.

Figura A Andamento del vantaggio comparato rivelato

(indice¹⁾; dati annuali)

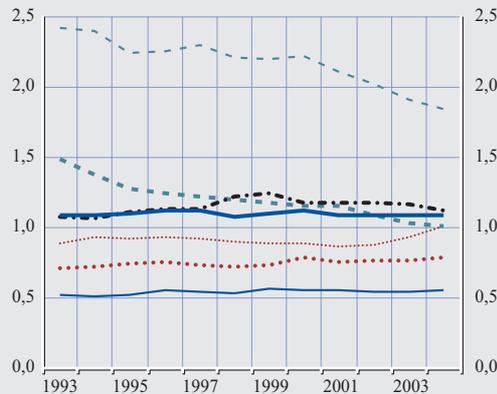
1 Esportazioni a prevalente intensità di ricerca

— area dell'euro ····· Regno Unito
 ····· Stati Uniti - - - - Cina
 - - - - economie emergenti dell'Asia - · - · - paesi dell'Europa centrale e orientale
 — Giappone



2 Esportazioni a prevalente intensità di lavoro

— area dell'euro ····· Regno Unito
 ····· Stati Uniti - - - - Cina
 - - - - economie emergenti dell'Asia - · - · - paesi dell'Europa centrale e orientale
 — Giappone



Fonti: Chelem ed elaborazioni della BCE.

1) Indice di vantaggio comparato rivelato di Balassa (per maggiori informazioni sulla costruzione dell'indice, cfr. la nota 2 della tavola già riportata nel presente riquadro).

elevato stock di capitale. Non sorprende che la Cina, le altre economie asiatiche (qui di seguito denominate economie asiatiche dinamiche o EAD)⁴ e i paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO)⁵ siano specializzati in beni a elevato contenuto di lavoro, rispecchiando l'abbondanza relativa di questo fattore in tali paesi. Nonostante il vantaggio comparato in quest'ultima categoria di beni, le EAD mostrano anche una specializzazione superiore a quella dell'area dell'euro nei prodotti a elevata intensità di ricerca. I PECO, per i quali la mancanza di un vantaggio comparato rivelato nei beni ad alto contenuto di ricerca riflette chiaramente i limitati investimenti in ricerca e sviluppo⁶, hanno un grado relativamente elevato di specializzazione in prodotti ad alta intensità di materie prime.

La specializzazione delle esportazioni dell'area dell'euro e di altri paesi avanzati nei prodotti a elevata intensità di ricerca è rimasta relativamente invariata nel tempo a confronto di quella di alcune delle principali economie emergenti, come la Cina, che stanno rapidamente progredendo in questi settori (cfr. figura A1)⁷. Analogamente, la specializzazione delle economie avanzate in beni a elevata intensità di lavoro non è cambiata sostanzialmente e resta relativamente elevata nel caso dell'area dell'euro (cfr. figura A2).

4 Il gruppo delle EAD include India, Indonesia, Hong Kong, Singapore, Corea del Sud, Taiwan, Malaysia, Filippine e Thailandia.

5 L'aggregato dei PECO include: i paesi appartenenti alla Comunità di Stati indipendenti (Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Federazione russa, Georgia, Kazakistan, Kirghizistan, Repubblica di Moldavia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan), Estonia, Lituania, Lettonia, ex Jugoslavia (successivamente Bosnia-Erzegovina, Croazia, la ex-Repubblica iugoslava di Macedonia, Serbia, Montenegro e Slovenia), Albania, Bulgaria, ex Cecoslovacchia (successivamente Repubblica Ceca e Slovacchia), Ungheria, Polonia, Romania e Turchia.

6 La spesa nazionale lorda per R&S nei PECO è mediamente inferiore all'1 per cento del PIL, contro l'1,9 per cento nell'area dell'euro, il 2,6 negli Stati Uniti e il 3,2 in Giappone. Fonti: OCSE, *Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005*; Eurostat, *Structural Indicators Database*.

7 Benché tali andamenti possano dipendere dal maggiore peso nella produzione complessiva delle economie avanzate rispetto a quelle emergenti, essi potrebbero anche riflettere il processo di adeguamento tecnologico nei paesi emergenti.

Pur concentrandosi soprattutto nei prodotti con un contenuto medio di tecnologia – quali i macchinari e le attrezzature, gli autoveicoli, i prodotti chimici e quelli elettrici – l'area dell'euro, in media, è specializzata anche in alcuni dei settori la cui domanda mondiale è in rapida espansione, quali i prodotti farmaceutici, i dispositivi medici, gli strumenti ottici e di precisione, nonché gli aeromobili e i veicoli spaziali. Un notevole grado di specializzazione riguarda, comunque, anche alcuni settori a dinamica lenta della domanda quali i minerali non metalliferi. Complessivamente l'area dell'euro non ha una specializzazione spiccata, ma presenta una struttura delle esportazioni relativamente diversificata nel confronto con quella di altre economie industriali. Ciò può mettere al riparo la produzione complessiva dell'area dell'euro dalle fasi di debolezza della domanda mondiale in settori specifici. Benché la specializzazione delle esportazioni dell'area dell'euro in settori a elevato contenuto di ricerca sia rimasta sostanzialmente invariata nel tempo, dati più disaggregati indicano che essa è comunque aumentata in alcuni settori ad alta tecnologia – come quelli dei prodotti farmaceutici, dei dispositivi medici e degli strumenti ottici e di precisione, oltre che delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) – la cui domanda mondiale cresce a ritmi sostenuti. Al contrario, altri paesi avanzati, quali il Giappone e gli Stati Uniti hanno visto diminuire la loro specializzazione in questo campo probabilmente in seguito all'intensa concorrenza dei paesi emergenti dell'Asia e allo scoppio della bolla nel settore delle TIC nel 2000.

Un effetto positivo sull'evoluzione della competitività delle esportazioni dell'area dell'euro potrebbe derivare inoltre da altri fattori. Indagini recenti, studi empirici e modelli teorici indicano che le imprese traggono vantaggio dall'investire all'estero. Di conseguenza la considerevole attività di investimento diretto all'estero delle imprese dell'area dell'euro potrebbe contribuire ad aumentare la produttività complessiva dell'area⁸.

In prospettiva, sembra probabile che le economie emergenti – le quali si sono finora specializzate nei settori con un contenuto di tecnologia basso e medio-basso e in determinati settori ad alta tecnologia – aumenteranno la loro specializzazione in quelli con un contenuto di tecnologia medio-alto. Ciò esporrebbe alcuni settori tradizionalmente di punta dell'area dell'euro (come quelli degli autoveicoli, dei macchinari e delle attrezzature) a una concorrenza più elevata e ad aggiustamenti potenzialmente significativi. In effetti, vi sono segnali che ciò stia già accadendo: nello scorso decennio i PECO, la Cina e le EAD hanno visto crescere la specializzazione delle loro esportazioni in prodotti (quali gli autoveicoli, i mezzi di trasporto e gli altri macchinari e attrezzature) a contenuto tecnologico medio-alto.

Questa valutazione della performance delle esportazioni dell'area dell'euro andrebbe integrata da una analisi dal lato delle importazioni, poiché la globalizzazione ha influito in misura consistente anche sulla penetrazione e sulla composizione delle importazioni dai vari paesi. La liberalizzazione del commercio e l'espansione delle reti produttive internazionali hanno contribuito al netto aumento della penetrazione delle importazioni nelle maggiori economie industriali nell'ultimo decennio. Tra il 1991 e il 2005 l'incidenza delle importazioni di beni e servizi sul PIL in termini reali si è più che triplicata negli Stati Uniti ed è quasi raddoppiata in Giappone; nel Regno Unito e nell'area dell'euro l'aumento si è collocato fra questi due valori. Inoltre, esso è stato accompagnato da un forte incremento delle importazioni dai paesi in via

8 Cfr. ad esempio: Deutsche Bundesbank, *Germany in the globalisation process*, Monthly Report, dicembre 2006; A. Bernard, J. Jensen e P. Schott (2005), *Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods*, Working Paper dell'NBER n.11404; E. Helpman, M. Melitz, e S. Yeaple (2004), *Exports versus FDI*, American Economic Review, n. 94, pagg. 300-316.

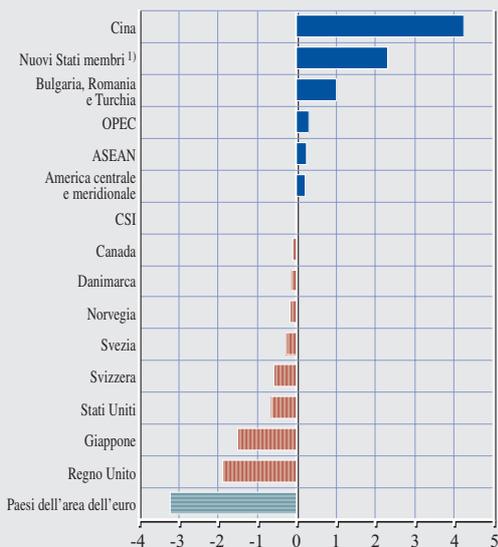
di sviluppo. Per l'area dell'euro ciò ha comportato una ricomposizione dei partner commerciali fornitori di beni manufatti, a discapito di quelli localizzati all'interno dell'area e nelle altre economie industriali e in favore di quelli dei paesi emergenti con costi inferiori (cfr. figura B). Tale ricomposizione è stata particolarmente evidente per i beni intermedi e di investimento. Ciò mostra che le economie emergenti stanno guadagnando importanza come fornitori di input per i processi produttivi. Quest'ultima tendenza è connessa a quella, più generale, all'aumento del contenuto di importazioni nelle esportazioni dell'area.

In sintesi, benché l'area dell'euro stia già affrontando una crescente concorrenza da parte dei paesi emergenti, aggiustamenti ulteriori sono inevitabili. Rispetto agli Stati Uniti, che sembrano orientarsi più nettamente verso i prodotti ad alto contenuto di ricerca, l'area dell'euro resta in parte specializzata in prodotti a elevata intensità di lavoro. Inoltre, i paesi emergenti stanno acquisendo importanza come concorrenti sui mercati esteri non soltanto nei settori a basso contenuto di tecnologia ed elevata intensità di lavoro (come la loro dotazione relativa di fattori produttivi indurrebbe a ritenere), ma anche, e in misura crescente, in quelli dei beni ad alta tecnologia ed elevato contenuto di capitale. Nel contempo, l'area dell'euro sta perdendo terreno in alcuni settori tradizionalmente di punta, quali i macchinari e le attrezzature. Questo fenomeno viene segnalato dal forte aumento delle importazioni di beni di investimento provenienti dai nuovi Stati membri dell'UE, che sembrano in parte spiazzare quelle provenienti dai paesi dell'area.

Un ulteriore adeguamento ai cambiamenti strutturali non potrà essere conseguito attraverso il ricorso al protezionismo, in quanto ne allungherebbe soltanto la durata. Tale risultato può essere più probabilmente ottenuto facendo in modo che i necessari cambiamenti strutturali avvengano in un contesto tale da ridurre al minimo le perdite temporanee in termini di benessere (quali, ad esempio, aumenti temporanei della disoccupazione) e promuovere un trasferimento flessibile delle risorse verso aree nuove e in espansione. Questo è il modo migliore con cui un'economia può rispondere alle sfide della globalizzazione. Ciò richiede a sua volta riforme strutturali nell'area dell'euro, così come una maggiore spesa in attività di ricerca e sviluppo, in modo da agevolare le innovazioni necessarie a sviluppare nuove e promettenti aree di specializzazione.

Figura B Variazione delle quote delle importazioni di manufatti dell'area dell'euro per paese di origine

(variazioni in punti percentuali; 1995-2005)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le quote delle importazioni sono basate sull'interscambio in valore e sono calcolate come quote delle importazioni dell'area dell'euro da un certo paese o regione diviso per il totale delle importazioni dell'area (dall'interno e dall'esterno dell'area).

1) Paesi entrati a far parte dell'UE nel 2004.

AFFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO NEL 2006

Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato afflussi netti per 109,2 miliardi di euro nel 2006, contro deflussi netti per 45,4 miliardi nel 2005. Tale risultato va ricondotto in larga misura al sostanziale calo dei flussi netti in uscita per investimenti diretti e all'aumento dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio sia in titoli azionari sia in strumenti di debito (cfr. figura 35).

Se si escludono gli effetti di un'operazione di grande entità connessa alla ristrutturazione di una grande impresa dell'area nel 2005, l'aumento del disavanzo nel conto degli investimenti diretti osservato nel 2006 va ricondotto ai maggiori investimenti diretti all'estero da parte dei residenti dell'area, che hanno assunto principalmente la forma di investimenti in capitale azionario sia nei nuovi Stati membri dell'UE sia nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Allo stesso tempo, gli afflussi per investimenti diretti nell'area dell'euro sono più che raddoppiati

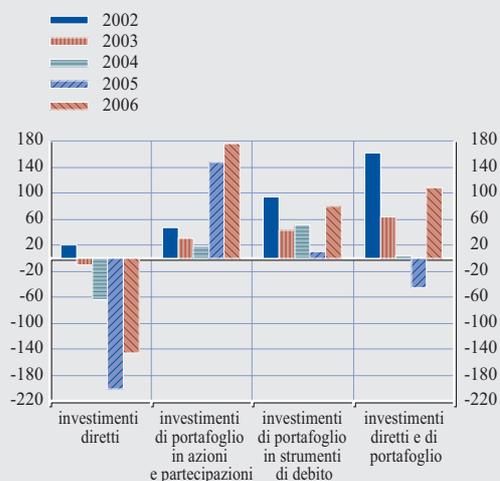
rispetto ai bassi livelli del 2004 e del 2005. Ciò potrebbe avere in parte riflesso le attese di un miglioramento delle prospettive economiche dell'area dell'euro.

Escludendo ancora una volta gli effetti della suddetta ristrutturazione, i maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio registrati nel 2006 sono da ascrivere a un aumento degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti, sorretti dall'andamento favorevole della crescita degli utili delle imprese dell'area e dai maggiori rendimenti azionari nell'area rispetto agli Stati Uniti. I crescenti riscontri di un miglioramento delle prospettive per l'economia dell'area emersi nel corso dell'anno potrebbero aver rappresentato un importante fattore alla base di tali andamenti.

Per quanto riguarda l'attività nel comparto dei titoli a reddito fisso, gli afflussi netti per l'acquisto di strumenti di debito sono stati pari a 79,2 miliardi di euro (contro 8,7 miliardi nel 2005), grazie a un pronunciato aumento degli acquisti di obbligazioni e note dell'area da parte di non residenti.

Figura 35 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

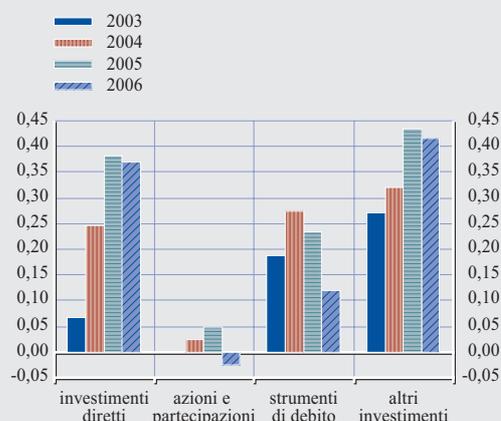
(miliardi di euro; dati annuali)



Fonte: BCE.

Figura 36 Deflussi finanziari dall'area dell'euro verso i nuovi Stati membri dell'UE

(in percentuale del PIL dei nuovi Stati membri)

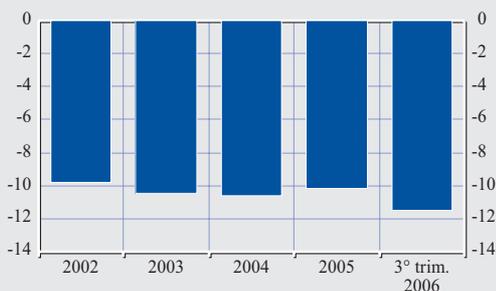


Fonte: BCE.

Nota: i dati per il 2006 si basano sui primi tre trimestri.

Figura 37 Posizione patrimoniale netta verso l'estero

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Note: i dati si riferiscono alle consistenze di fine periodo; per il 2006, alla fine del terzo trimestre.

La scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio, basata sui flussi cumulati dei primi tre trimestri del 2006, mostra come gli investimenti di portafoglio dell'area in titoli azionari si siano orientati soprattutto verso gli Stati Uniti, i centri finanziari *offshore* e i paesi asiatici escluso il Giappone. Gli investitori dell'area sono inoltre risultati importanti acquirenti netti di strumenti di debito emessi da tali regioni e dal Regno Unito. Le imprese manifatturiere dell'area potrebbero aver continuato a trasferire parte della loro produzione soprattutto nei nuovi Stati membri dell'UE, in quanto i flussi per investimenti diretti esteri verso tali paesi (misurati in percentuale del PIL degli stessi) sono aumentati negli ultimi quattro anni (cfr. figura 36).

LA POSIZIONE PATRIMONIALE VERSO L'ESTERO È ULTERIORMENTE PEGGIORATA NEL 2006

Secondo le statistiche disponibili fino al terzo trimestre del 2006, la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo ha registrato passività nette per 965 miliardi di euro (11,5 per cento del PIL dell'area), contro passività nette per 811 miliardi (10,1 per cento del PIL) alla fine del 2005 (cfr. figura 37). L'aumento va ricondotto in larga misura alla crescita delle passività nette nel conto degli investimenti di portafoglio e in quello degli "Altri investimenti", che è stata, rispettivamente, pari a 145

e 83 miliardi di euro ed è stata compensata solo in parte dalle maggiori attività nette nel conto degli investimenti diretti e in quello delle riserve ufficiali (salite, rispettivamente, di 70 e 5 miliardi).

Poiché nel 2006 il disavanzo di conto corrente dell'area dell'euro è stato pari solamente a 20 miliardi di euro, l'aumento della posizione debitoria netta dell'area è stato in gran parte determinato dagli effetti di rivalutazione scaturiti dalle variazioni dei prezzi delle attività e dei tassi di cambio.

3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2006 la crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è notevolmente aumentata (cfr. tavola 6)¹⁵. Se, da una parte, questo quadro di rafforzamento dell'attività economica è stato abbastanza generalizzato tra i diversi paesi, dall'altra i tassi di crescita hanno evidenziato considerevoli variazioni. Tra i paesi che sono entrati a far parte dell'Unione europea nel maggio 2004, la crescita del prodotto è stata più elevata in Estonia e Lettonia, dove si è situata al di sopra dell'11,4 per cento. Anche nella Repubblica Ceca, in Lituania e in Slovacchia la crescita del PIL in termini reali è stata molto sostenuta, collocandosi tra il 6,0 e l'8,0 per cento, mentre il valore più basso è stato registrato a Malta. Negli altri paesi, ovvero Danimarca, Svezia e Regno Unito, la crescita è aumentata rispetto al 2005 ed è risultata prossima o superiore al valore dell'area dell'euro nel 2006.

Nella gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'attività economica è stata sospinta dalla domanda interna. I consumi privati sono stati stimolati dall'incremento del reddito reale disponibile, associato alla sostenuta crescita salariale e al calo della

disoccupazione e dal vigoroso andamento dei prezzi delle abitazioni. La crescita degli investimenti lordi in capitale fisso è aumentata, beneficiando tra l'altro di un prolungato periodo di favorevoli condizioni di finanziamento, miglioramenti del contesto economico in cui operano le imprese e, in alcuni paesi, significativi afflussi di investimenti diretti esteri (IDE). Nella maggioranza dei paesi una rapida espansione del credito, in parte derivante da favorevoli condizioni finanziarie, ha altresì contribuito al forte incremento della domanda interna.

La crescita delle esportazioni è aumentata in molti paesi, sostenuta dal vigore della domanda da parte dei principali partner commerciali e da ingenti afflussi di IDE negli ultimi anni. Tuttavia, nella maggior parte dei paesi le importazioni sono cresciute di pari passo, a causa della sostenuta espansione della domanda interna e del contenuto relativamente alto di importazioni nelle esportazioni di molti di essi.

15 I paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro dei quali tratta questa sezione comprendono i 13 Stati membri dell'UE al di fuori dell'area dell'euro alla fine di dicembre 2006 (ovvero Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito).

Tavola 6 Crescita del PIL in termini reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2003	2004	2005	2006	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.
Repubblica Ceca	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Danimarca	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estonia	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Cipro	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Lettonia	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Lituania	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Ungheria	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malta	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Polonia	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Slovenia	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Slovacchia	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Svezia	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Regno Unito	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
UE-10 ¹⁾	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
UE-13 ²⁾	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Area dell'euro	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

2) L'aggregato UE-13 comprende i tredici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel periodo fino a dicembre 2006.

Di conseguenza, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL in termini reali è stato sostanzialmente neutrale nel 2006 per l'insieme degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e significativamente positivo soltanto in Ungheria, Malta, Slovacchia e Svezia. Gli elevati tassi di espansione delle importazioni ed esportazioni in molti paesi suggeriscono che il processo di integrazione commerciale dei paesi che hanno aderito all'UE nel maggio 2004 sia, seppure molto avanzato, ancora in corso.

Parallelamente all'accresciuta attività economica, la situazione del mercato del lavoro ha continuato a migliorare nel 2006 in molti Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro. Esistono tuttavia significative differenze tra paesi: nonostante la disoccupazione sia rimasta molto elevata in Polonia e Slovacchia, in altri paesi quali Danimarca, Stati baltici e Regno Unito le condizioni del mercato del lavoro sono divenute piuttosto tese. Nella maggior parte dei paesi che sono divenuti Stati membri dell'UE nel maggio 2004 la crescita dell'occupazione è rimasta più moderata di quanto farebbe supporre la rapida espansione del prodotto. Ciò è dovuto al fatto che la crescita del PIL in termini

reali è stata principalmente sospinta dall'adozione di nuove tecnologie e dal forte incremento della produttività, derivanti, tra l'altro, dagli ingenti afflussi di IDE ricevuti negli anni più recenti. In molti dei paesi che sono divenuti Stati membri dell'Unione europea nel maggio 2004 permangono strozzature strutturali, quali la scarsa corrispondenza tra qualifiche richieste e offerte nel mercato del lavoro e tra l'ubicazione geografica dell'offerta e della domanda. Insieme ai flussi migratori, che hanno contribuito a rendere più tese le condizioni del mercato del lavoro, queste strozzature minacciano di diventare un ostacolo alla crescita economica in paesi in cui sono emersi problemi di scarsità di offerta di lavoro.

I PREZZI

Nel 2006 l'inflazione misurata sulla base dello IAPC è aumentata significativamente in pressoché tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 7). L'inflazione è rimasta sui livelli più elevati nei paesi a forte crescita, quali Stati baltici, Ungheria e Slovacchia, e si è mantenuta prossima o lievemente superiore alla media dell'area dell'euro negli altri. L'inflazione media nel 2006 è stata inferiore al 2 per cento in Danimarca, Polonia e

Tavola 7 Inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2003	2004	2005	2006	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.
Repubblica Ceca	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Danimarca	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estonia	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Cipro	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Lettonia	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Lituania	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Ungheria	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Polonia	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Slovenia	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Slovacchia	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Svezia	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Regno Unito	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
UE-10 ¹⁾	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
UE-13 ²⁾	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Area dell'euro	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

2) L'aggregato UE-13 comprende i tredici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel periodo fino a dicembre 2006.

Svezia, mentre non ha superato il 2,1 per cento nella Repubblica Ceca.

La tendenza all'aumento dell'inflazione negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel 2006 è in parte da ascrivere a modifiche dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in diversi paesi quali Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta e Slovacchia. Inoltre, all'aumento dell'inflazione nell'estate del 2006 ha contribuito soprattutto il significativo rincaro dell'energia. In vari paesi l'andamento dell'inflazione è stato influenzato anche dall'incremento dei prezzi dei prodotti alimentari, che hanno cominciato a salire più rapidamente nel 2006, dopo aumenti molto lievi o diminuzioni registrati nel 2005. Nella maggior parte dei paesi, tuttavia, la rapida crescita della domanda interna ha contribuito ad alimentare le pressioni inflazionistiche di fondo.

Nei paesi che consentono significativi margini di flessibilità dei tassi di cambio, l'apprezzamento valutario ha esercitato un'azione di sostanziale freno sui prezzi delle importazioni e, in ultima analisi, sull'inflazione complessiva, dato il grado di apertura relativamente alto di questi paesi. A fronte della vivacità dell'attività economica nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la dinamica salariale nel 2006 è stata in media sostenuta. La crescita dei salari nominali è stata particolarmente pronunciata nei paesi con i tassi di crescita del prodotto più elevati (in particolare gli Stati baltici), dove ha superato l'aumento della produttività e contribuito ad alimentare le pressioni inflazionistiche.

POLITICHE DI BILANCIO

Le politiche di bilancio degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno continuato a essere eterogenee nel 2006. Tre paesi (Danimarca, Estonia e Svezia) hanno registrato avanzi di bilancio, mentre gli altri dieci hanno riportato disavanzi (cfr. tavola 8). I risultati di bilancio del 2006 sono stati sostanzialmente in linea o migliori rispetto agli obiettivi di saldo di bilancio dei Programmi di convergenza aggiornati presentati a fine 2005, con l'u-

nica eccezione dell'Ungheria. Tuttavia, in molti casi ciò è dipeso da migliori condizioni di partenza alla fine del 2005 e da elevate entrate fiscali, a loro volta in parte riconducibili alla crescita del PIL superiore a quella inizialmente attesa. Il progresso sul fronte del risanamento strutturale dei conti pubblici sembra essersi arrestato nella maggior parte dei paesi. Si stima che solo Malta abbia conseguito una variazione positiva del saldo di bilancio corretto per il ciclo pari almeno allo 0,5 per cento del PIL (al netto delle *una tantum* e di altre misure temporanee). Al contrario, in diversi paesi l'orientamento della politica di bilancio è divenuto più espansivo, malgrado la forte crescita del prodotto, comportandosi in modo prociclico.

Alla fine del 2006 risultavano sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi Repubblica Ceca, Ungheria, Malta, Polonia, Slovacchia e Regno Unito. Secondo i rispettivi aggiornamenti del 2006-07 dei Programmi di convergenza, nel 2006 il rapporto tra disavanzo e PIL è diminuito in tutti questi paesi, tranne Ungheria e Slovacchia, scendendo al di sotto del 3 per cento a Malta e nel Regno Unito. In Polonia, come già nel 2005, si è registrato un rapporto tra disavanzo e PIL inferiore al valore di riferimento. Tuttavia, al netto della deroga statistica (in scadenza nel 2007) che consente di includere gli schemi pensionistici obbligatori nel settore delle amministrazioni pubbliche, il rapporto tra disavanzo e PIL avrebbe superato la soglia del 3 per cento.

Per quanto riguarda le principali decisioni del Consiglio Ecofin in merito alla procedura per i disavanzi eccessivi nel 2006, in luglio è stata revocata quella riguardante Cipro, in seguito alla pubblicazione di un rapporto tra disavanzo e PIL nel 2005 inferiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Per contro, nel gennaio 2006 il Consiglio ha avviato una procedura nei confronti del Regno Unito, richiedendo una correzione del disavanzo eccessivo al più tardi entro l'esercizio finanziario 2006-07. A settembre 2006 l'Ungheria ha presentato una revisione del Programma di convergenza – così come richiesto dal Consiglio in gennaio – che prevede

Tavola 8 Posizione di bilancio

(in percentuale del PIL)

Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche				Dati dei programmi di convergenza per il 2006
	2003	2004	2005	
Repubblica Ceca	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Danimarca	1,1	2,7	4,9	4,1
Estonia	1,9	2,3	2,3	2,6
Cipro	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Lettonia	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Lituania	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Ungheria	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malta	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Polonia	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Slovenia	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Slovacchia	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Svezia	0,1	1,8	3,0	3,0
Regno Unito	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
UE-10 ¹⁾	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
UE-13 ²⁾	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Area dell'euro	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche				Dati dei programmi di convergenza per il 2006
	2003	2004	2005	
Repubblica Ceca	30,1	30,7	30,4	30,6
Danimarca	44,4	42,6	35,9	28,6
Estonia	5,7	5,2	4,5	3,7
Cipro	69,1	70,3	69,2	64,7
Lettonia	14,4	14,5	12,1	10,7
Lituania	21,2	19,4	18,7	18,4
Ungheria	58,0	59,4	61,7	67,5
Malta	70,2	74,9	74,2	68,3
Polonia	43,9	41,8	42,0	42,0
Slovenia	28,5	28,7	28,0	28,5
Slovacchia	42,7	41,6	34,5	33,1
Svezia	51,8	50,5	50,4	46,5
Regno Unito	38,9	40,4	42,4	43,7
UE-10 ¹⁾	41,6	41,0	40,7	41,2
UE-13 ²⁾	41,1	41,8	42,4	42,7
Area dell'euro	69,3	69,8	70,8	69,6

Fonti: per il 2004-2005, Commissione europea; per il 2006, programmi di stabilità aggiornati del 2006-2007; elaborazioni della BCE.
 Note: i dati sono basati sulla definizione della procedura per i disavanzi eccessivi. Le posizioni di bilancio (dati della Commissione) escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS. Per la Danimarca, la Polonia e la Svezia, i dati comprendono i fondi pensione del secondo pilastro; le stime del loro effetto di miglioramento sul saldo di bilancio per il 2006 sono (in percentuale del PIL): Danimarca: 1,0 per cento, Polonia: 2,0 per cento, Svezia: 1,1 per cento. Come si rileva dagli ultimi programmi di convergenza e dalle previsioni della Commissione dell'autunno 2006, i dati per l'Ungheria non includono più i fondi pensione del secondo pilastro.

1) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

2) L'aggregato UE-13 comprende i tredici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel periodo fino a dicembre 2006.

un disavanzo del 10,1 per cento del PIL nel 2006, un livello sostanzialmente superiore a quello dell'obiettivo iniziale. Nella raccomandazione del Consiglio dell'ottobre 2006 il termine ultimo per la correzione del disavanzo eccessivo dell'Ungheria è stato esteso di un anno, fino al 2009. Riguardo alla Polonia, il Consiglio ha adottato una decisione nel novembre 2006, in base alla quale si dichiarava che le misure intraprese dalle autorità polacche si sta-

vano dimostrando inadeguate a correggere il disavanzo eccessivo del paese entro la scadenza del 2007.

Nel 2006 il rapporto tra debito pubblico e PIL è rimasto sostanzialmente al di sotto del 60 per cento in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. A Cipro e Malta tale rapporto, benché in diminuzione nel 2006, si è mantenuto al di sopra del valore di

riferimento del 60 per cento, mentre in Ungheria è aumentato nettamente, superando il 67 per cento del PIL. Nella maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro il rapporto tra debito pubblico e PIL è diminuito o è rimasto sostanzialmente invariato.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale ha continuato a differenziarsi notevolmente nel 2006 fra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 9), nonostante un complessivo quadro di deterioramento rispetto al 2005. Mentre la Danimarca e la Svezia hanno conseguito avanzi cospicui, il Regno Unito e tutti i paesi che hanno aderito all'Unione europea nel maggio 2004 hanno registrato disavanzi. Rispetto al 2005 tali disavanzi sono aumentati nella maggior parte dei paesi e in particolare in Lettonia, dove nel 2006 il livello del disavanzo si è collocato attorno al 20 per cento del PIL. Estonia e Lituania hanno riportato disavanzi superiori al 10 per cento del PIL. Nella Repubblica Ceca, a Cipro, in Ungheria, a Malta e in Slovacchia i disavanzi

si sono collocati fra il 4 e l'8 per cento del PIL, mentre nei restanti paesi si sono registrati disavanzi più contenuti.

In molti dei paesi che hanno aderito all'Unione europea nel maggio 2004 tali disavanzi possono essere in parte spiegati come una conseguenza del processo di convergenza, nella misura in cui riflettono investimenti in capacità produttiva che non sarebbero stati possibili sulla base del solo risparmio interno. Tuttavia, ampi disavanzi di conto corrente e di conto capitale in alcuni degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro potrebbero segnalare dei rischi per la sostenibilità delle posizioni sull'estero, in particolare se determinati dalla forte crescita dei consumi pubblici o privati, del credito o degli investimenti residenziali.

Rispetto al 2005 gli afflussi netti di IDE sono cresciuti nel 2006 nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Nonostante gli afflussi netti di IDE abbiano continuato a costituire un'importante fonte di finanziamento per vari Stati membri

Tavola 9 Alcune voci della bilancia dei pagamenti

(in percentuale del PIL)

	Conto corrente e conto capitale: saldo				IDE: flussi netti				Investimenti di portafoglio: flussi netti			
	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾
Repubblica Ceca	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Danimarca	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estonia	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Cipro	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Lettonia	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Lituania	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Ungheria	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malta ²⁾	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Polonia	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Slovenia	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Slovacchia	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Svezia	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Regno Unito	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
UE-10 ³⁾	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
UE-13 ⁴⁾	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Area dell'euro	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Fonte: BCE.

1) I dati per il 2006 relativi a Estonia, Malta, Svezia e Regno Unito sono calcolati come cumulata dei quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2006 non essendo disponibili dati più recenti.

2) Per quanto riguarda Malta, i notevoli deflussi netti degli investimenti di portafoglio, quasi del tutto compensati da altri afflussi, riflettono le attività finanziarie delle banche internazionali operanti dal paese.

3) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004; media dei quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2006.

4) L'aggregato UE-13 comprende i tredici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel periodo fino a dicembre 2006; media dei quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2006.

Tavola 10 Andamenti negli AEC II

Valuta	Data di ingresso	Limite superiore	Parità centrale	Limite inferiore	Deviazione massima in perc.	
					verso l'alto	verso il basso
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

Fonte: BCE.

Note: una deviazione verso il basso (verso l'alto) corrisponde a un movimento verso il limite inferiore (superiore) di tasso e costituisce un rafforzamento (indebolimento) della valuta nei confronti dell'euro. Per le deviazioni massime dalla parità centrale, il periodo di riferimento va dal 2 gennaio 2006 al 2 marzo 2007.

dell'UE non appartenenti all'area, tali afflussi spesso non sono riusciti, in particolare negli Stati baltici, a coprire il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale. Nel contempo, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono rimasti negativi o nulli in tutti gli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione di Ungheria e Slovacchia. In questi due paesi, gli afflussi netti di investimenti di portafoglio sono stati determinati dai maggiori afflussi netti nel comparto degli strumenti del debito – in alcuni casi in parte riconducibili ai differenziali di rendimento – a fronte tuttavia di un ruolo significativo svolto anche dagli afflussi netti nel comparto azionario. I flussi di altri investimenti sono stati ampiamente positivi nella gran parte dei paesi che hanno aderito all'Unione europea nel maggio 2004, riflettendo principalmente i prestiti da banche capogruppo alle proprie filiali nella regione.

TASSI DI CAMBIO

Nel 2006 gli andamenti dei tassi di cambio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno riflesso in larga misura i regimi di cambio dei singoli paesi. Le valute di Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta, Slovenia e Slovacchia hanno partecipato agli AEC II con una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento rispetto alla parità centrale con l'euro – ad eccezione della corona danese per la quale è stata applicata una banda più ristretta, pari al $\pm 2,25$ per cento. Gli accordi

sulla partecipazione per i paesi le cui valute hanno aderito agli AEC II nel 2004 e 2005 (ovvero tutti i paesi sopraelencati tranne la Danimarca) si basavano su una lista di impegni di *policy* da parte delle rispettive autorità relative, tra l'altro, al perseguimento di politiche di bilancio rigorose, alla promozione della moderazione salariale e di andamenti salariali in linea con la crescita della produttività, al contenimento dell'espansione del credito e all'attuazione di ulteriori riforme strutturali. L'ingresso negli AEC II era altresì collegato, in alcuni casi, a impegni unilaterali da parte dei paesi in questione consistenti nel mantenimento di bande di oscillazione più ristrette. Questi impegni unilaterali non hanno determinato obblighi aggiuntivi per la BCE. In particolare, si è convenuto che la corona estone e il litas lituano aderissero agli AEC II mantenendo in essere i preesistenti accordi di *currency board*. Le autorità maltesi hanno dichiarato l'intenzione di mantenere il tasso di cambio della lira maltese in corrispondenza della sua parità centrale con l'euro e le autorità lettoni hanno annunciato il mantenimento del tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro entro una banda di oscillazione di ± 1 per cento.

La partecipazione agli AEC II è stata relativamente priva di tensioni per la maggior parte delle valute che vi aderiscono. La corona danese, la corona estone, la sterlina cipriota, il lat lettone, il litas lituano, la lira maltese e il tallero sloveno sono stati molto stabili nei

confronti dell'euro nel 2006. All'inizio del 2007 e fino al 2 marzo tali valute – ad eccezione del tallero sloveno il cui tasso di cambio nei confronti dell'euro è stato fissato irrevocabilmente il 1° gennaio 2007 – sono state scambiate a valori costantemente pari o molto prossimi alle rispettive parità centrali. Solo la corona slovacca ha registrato un livello relativamente elevato di volatilità (cfr. tavola 10). Dopo le elezioni parlamentari in Slovacchia e un periodo di turbolenza sui mercati finanziari internazionali la corona slovacca ha subito pressioni al ribasso durante il mese di luglio ed è temporaneamente scesa per la prima volta a un livello inferiore alla sua parità centrale nell'ambito degli AEC II. Tuttavia, sostenuta dagli interventi effettuati dalla Národná banka Slovenska, dalla rinnovata fiducia del mercato nella politica economica del nuovo governo, dai positivi andamenti macroeconomici e dal miglioramento della propensione al rischio a livello mondiale, da metà luglio in poi la valuta si è apprezzata. Il 28 dicembre 2006 la Národná banka Slovenska è intervenuta sul mercato dei cambi per contrastare le pressioni all'apprezzamento. Tuttavia, all'inizio del 2007 la corona slovacca si è apprezzata ulteriormente, venendo scambiata il 2 marzo 2007 a un valore del 10,7 per cento superiore alla parità centrale prevista dagli AEC II.

Per quanto riguarda le valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che non partecipavano agli AEC II, gli andamenti sono stati diversi tra paesi (cfr. figura 38). Nel 2006 la corona ceca e la corona svedese si sono gradualmente apprezzate nei confronti dell'euro, cancellando tuttavia parzialmente questi guadagni all'inizio del 2007; il 2 marzo 2007 si collocavano su valori più apprezzati nei confronti dell'euro, rispettivamente del 3,0 e dell'1,1 per cento, rispetto all'inizio del 2006. Nonostante alcune oscillazioni nella seconda metà del 2006, dall'inizio di luglio la sterlina britannica si è rafforzata, grazie al positivo andamento economico nel Regno Unito e alle attese di rialzo dei tassi di interesse. Il 2 marzo 2007 la sterlina britannica si attestava su un valore dell'1,4 per cento superiore al livello del gennaio 2006. Nello stesso periodo, il fiorino

Figura 38 Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute dell'UE non incluse negli AEC II



Fonte: BCE.

Nota: un valore positivo (negativo) rappresenta un deprezzamento (apprezzamento) della valuta rispetto all'euro. Le variazioni si riferiscono al periodo compreso fra il 2 gennaio 2006 e il 2 marzo 2007.

ungherese e lo zloty polacco si sono leggermente deprezzati, in un contesto di lieve aumento della volatilità del tasso di cambio. Nella prima metà del 2006 entrambe le valute si sono deprezzate fortemente rispetto all'euro per effetto della crescente avversione al rischio a livello mondiale nei confronti dei mercati emergenti. In Ungheria, le pressioni al ribasso sulla valuta nazionale possono avere altresì riflesso la situazione di bilancio e preoccupazioni del mercato relative agli squilibri esterni del paese. Dall'inizio di luglio 2006, tuttavia, il fiorino e lo zloty hanno cominciato a rafforzarsi nei confronti dell'euro, grazie al miglioramento della propensione al rischio a livello mondiale e, nel caso dell'Ungheria, agli aumenti dei tassi di interesse di riferimento e all'attuazione di un piano di risanamento dei conti pubblici. Al 2 marzo 2007 il fiorino ungherese e lo zloty polacco si sono sostanzialmente stabilizzati nei confronti dell'euro rispetto ai valori dell'inizio del 2006.

I MERCATI FINANZIARI

Tra gennaio 2006 e febbraio 2007 l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è stata analoga a quella registrata nell'area dell'euro, con un incremento nella prima parte dell'anno seguito da una lieve flessione a partire da

giugno 2006. A febbraio 2007 i tassi di interesse a lungo termine negli Stati membri non appartenenti all'area erano, in media, superiori di circa 60 punti base rispetto all'inizio del 2006. L'incremento maggiore è stato registrato in Lettonia (circa 150 punti base), riflettendo in larga misura il deterioramento delle prospettive di inflazione. Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati meno che nell'area dell'euro. I differenziali di rendimento tra i titoli di Stato negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e quelli nell'area dell'euro a febbraio 2007 erano, in media, inferiori rispetto all'inizio del 2006. In Ungheria il differenziale del tasso di interesse a lungo termine è rimasto relativamente ampio, collocandosi a febbraio 2007 a circa 285 punti base. In questo paese l'evoluzione dei conti pubblici e gli squilibri esterni hanno teso a mantenere elevati i differenziali di rendimento delle obbligazioni a lungo termine.

Nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro i mercati azionari hanno registrato andamenti favorevoli tra gennaio 2006 e febbraio 2007. I maggiori rialzi si sono avuti in Estonia, a Cipro e in Polonia, i cui mercati azionari hanno conseguito risultati nettamente superiori a quelli registrati nella media dell'area sulla base dell'indice Dow Jones Euro Stoxx. Tuttavia, i mercati azionari in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno risentito negativamente delle turbolenze nel mercato mondiale registratesi alla fine di febbraio.

Nel 2006 la crescita del credito al settore privato è rimasta elevata (pari a un tasso medio annuo del 24 per cento sui dodici mesi) per l'insieme degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Verso la fine del 2006, la crescita del credito sui dodici mesi è parsa rallentare o stabilizzarsi in molti paesi, benché spesso a livelli relativamente elevati. Una possibile spiegazione di tale andamento può essere fornita dagli aumenti dei tassi di interesse operati nel 2006 dalla BCE e dalla maggior parte delle banche centrali nazionali dei paesi non

Figura 39 Credito al settore privato nel 2006

(variazioni percentuali sui dodici mesi; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE, Eurostat e Banca centrale di Cipro.

Notas: per il Regno Unito non sono disponibili i dati relativi alla quota del credito sul PIL. Per il tasso di crescita annuo del credito i dati si riferiscono a medie mensili.

appartenenti all'area dell'euro (si veda oltre) e il conseguente inasprimento delle condizioni monetarie. L'espansione del credito più sostenuta è stata registrata nelle economie a rapida crescita degli Stati baltici (in Lettonia è stata prossima al 60 per cento alla fine del 2006, cfr. figura 39). Nella Repubblica Ceca, in Ungheria, Polonia, Slovenia e Slovacchia, alla fine del 2006 la crescita del credito al settore privato si è portata su un livello del 20 per cento o superiore sui dodici mesi. La rapida espansione del credito in queste economie in fase di convergenza va valutata nel contesto del processo di sviluppo finanziario. Di fatto, i rapporti tra credito al settore privato e PIL in tutti i paesi che hanno aderito all'Unione europea nel maggio 2004, tranne Cipro e Malta, si collocano tuttora su valori nettamente inferiori alla media dell'area dell'euro. Ciò nondimeno, la rapida espansione del credito pone un rischio in termini di surriscaldamento ed eccessivi squilibri sull'estero e sull'interno. L'ampia e crescente quota di indebitamento in valuta estera è particolarmente preoccupante. In Danimarca, Svezia e Regno Unito il tasso di espansione del credito

al settore privato è salito nel 2006 rispetto al 2005, collocandosi alla fine del 2006 tra il 12 e il 15 per cento sui dodici mesi.

POLITICA MONETARIA

L'obiettivo primario della politica monetaria in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è la stabilità dei prezzi. Le strategie di politica monetaria, tuttavia, variano considerevolmente da un paese all'altro (cfr. tavola 11).

Nel 2006 l'assetto di politica monetaria e i regimi di cambio di tali paesi sono rimasti sostanzialmente invariati, anche se in alcuni paesi sono stati apportati dei miglioramenti al quadro della politica monetaria in vista della futura integrazione monetaria.

Per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria assunte tra gennaio 2006 e febbraio 2007, la maggior parte delle banche centrali che partecipano agli AEC II ha adottato misure per rendere più restrittive le condizioni monetarie. Queste hanno spesso riflesso manovre della BCE, che nel 2006 ha aumentato complessivamente di 125 punti base, al 3,5 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. A metà febbraio 2006 la Danmarks Nationalbank ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 10 punti base, al 2,5 per cento, a seguito dei deflussi di capitali registrati all'inizio del mese, dovuti tra l'altro ad acquisti di azioni e altri titoli esteri da parte di investitori istituzionali danesi. Successivamente, la banca centrale nazionale ha seguito le modifiche dei tassi di interesse di riferimento operati dalla BCE, aumentando il tasso di riferimento principale dal 2,5 al 3,75 per cento. La Eesti Pank e la Lietuvos bankas, che non dispongono di tassi di interesse ufficiali dati i loro accordi di *currency board*, hanno adottato in maniera automatica le modifiche dell'orientamento di politica monetaria della BCE. Inoltre, la Eesti Pank ha introdotto una serie di misure precauzionali per il settore finanziario, incluso un aumento del coefficiente di riserva obbligatoria dal 13 al 15 per cento al fine di contrastare i potenziali rischi

per la stabilità finanziaria connessi alla persistente forte crescita del credito, in particolare sotto forma di mutui ipotecari. La Banca centrale di Cipro ha innalzato il tasso di riferimento di 25 punti base, al 4,5 per cento, in seguito all'inasprimento della politica monetaria della BCE e alle crescenti pressioni inflazionistiche. Nell'ulteriore tentativo di ridurre la liquidità nell'economia, la Latvijas Banka ha alzato il tasso di interesse di riferimento in due manovre, dal 4 al 5 per cento, e ha incluso le passività delle banche con una durata prestabilita superiore a due anni nell'aggregato soggetto a riserva. La Central Bank of Malta ha aumentato il tasso centrale di intervento tre volte, per un totale di 75 punti base, portandolo al 4,0 per cento, in seguito al restringimento del differenziale di interesse a breve termine rispetto all'euro a favore della lira maltese. La Národná banka Slovenska ha innalzato il tasso di riferimento principale con quattro interventi, dal 3,0 al 4,75 per cento, in risposta soprattutto alla revisione al rialzo delle sue previsioni di inflazione dovuta ai rincari dell'energia. Infine, la Banka Slovenije, dovendo allineare il tasso ufficiale (relativo al tasso di interesse sui titoli di Stato in talleri a 60 giorni) al livello di quello dell'area dell'euro prima dell'adozione dell'euro il 1° gennaio 2007, ha gradualmente ridotto il tasso di riferimento principale nella prima metà del 2006, mantenendolo poi invariato da agosto al 3,5 per cento (cfr. anche il Capitolo 3).

Al di fuori degli AEC II, la maggior parte delle banche centrali dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ha aumentato i tassi di interesse di riferimento principalmente a causa di preoccupazioni sull'andamento dell'inflazione. La âeská národní banka ha operato un rialzo del tasso di rifinanziamento principale di 50 punti base, al 2,5 per cento, prevalentemente in considerazione delle prospettive dell'inflazione. La Magyar Nemzeti Bank ha alzato il tasso di riferimento in cinque manovre distinte, per complessivi 200 punti base, portandolo all'8,0 per cento, principalmente a causa di un deterioramento delle prospettive inflazionistiche. La Bank of England ha anch'essa innalzato

Tavola II Strategie ufficiali di politica monetaria adottate nel 2006 dagli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro

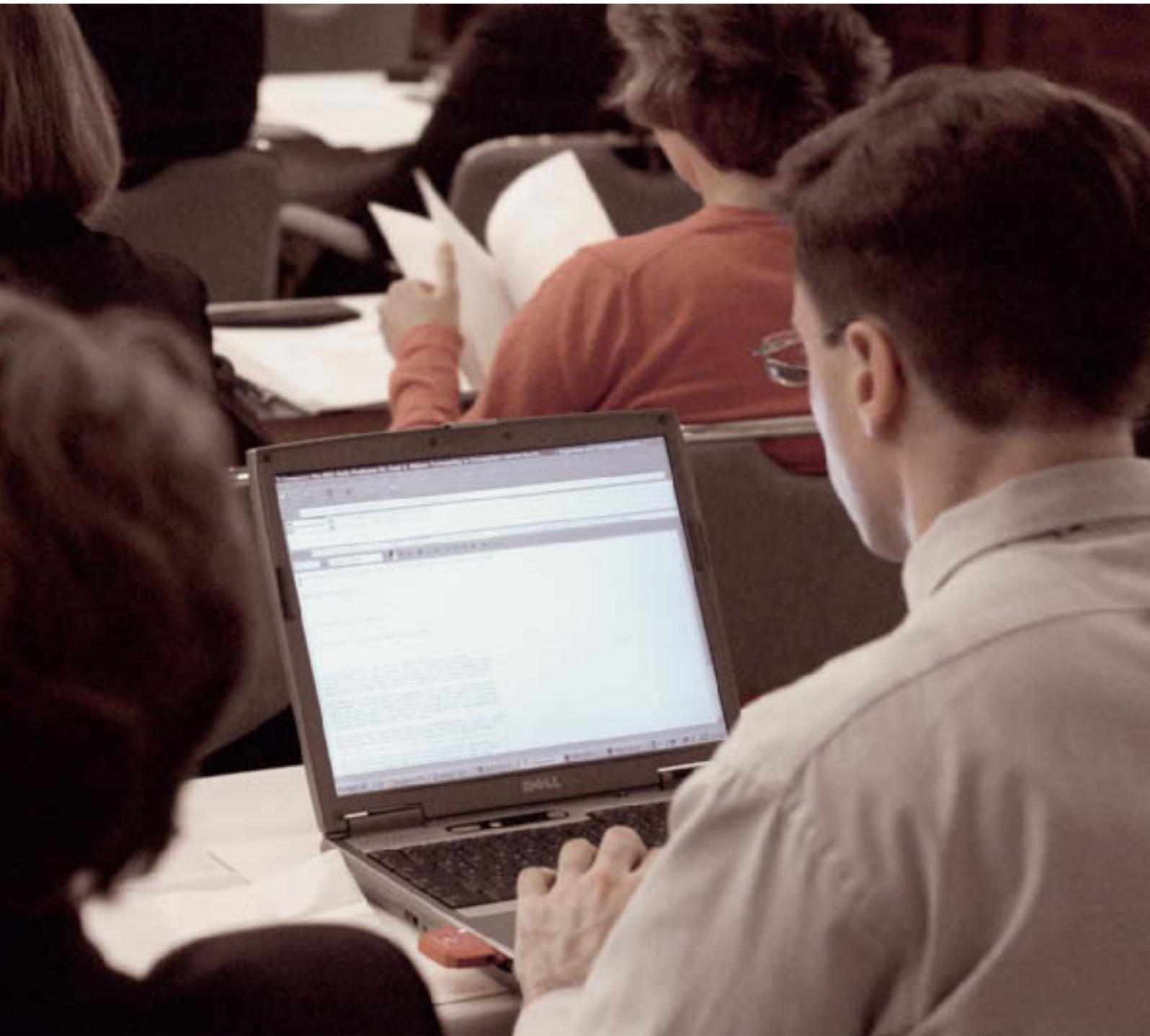
	Strategia di politica monetaria	Valuta	Caratteristiche
Repubblica Ceca	Obiettivo di inflazione	Corona ceca	Obiettivo: 3 per cento, assicurandosi che l'inflazione effettiva non si discosti, per eccesso o per difetto, di oltre 1 punto percentuale (p.p.) dall'obiettivo. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Danimarca	Obiettivo di cambio	Corona danese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,25$ per cento rispetto al tasso centrale di 7,46038 corone danesi per euro.
Estonia	Obiettivo di cambio	Corona estone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 15,6466 corone estoni per euro. L'Estonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere i suoi accordi di <i>currency board</i> .
Cipro	Obiettivo di cambio	Sterlina cipriota	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 0,585274 sterline cipriote per euro.
Lettonia	Obiettivo di cambio	Lat lettone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 0,702804 lat lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento.
Lituania	Obiettivo di cambio	Litas lituano	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 3,45280 litas lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere i suoi accordi di <i>currency board</i> .
Ungheria	Obiettivo congiunto di inflazione e di cambio	Fiorino ungherese	Obiettivo di cambio: ancoraggio all'euro a 282,36 fiorini ungheresi per euro con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento. Obiettivo di inflazione: 3,5 per cento (± 1 p.p.) entro la fine del 2006 e 3 per cento (± 1 p.p.) obiettivo di medio periodo a partire dal 2007.
Malta	Obiettivo di cambio	Lira maltese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 0,429300 lire maltesi per euro. Malta mantiene, come impegno unilaterale, il tasso di cambio nei confronti dell'euro invariato rispetto al tasso centrale.
Polonia	Obiettivo di inflazione	Zloty polacco	Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento ± 1 p.p. (variazione sui dodici mesi dell'IPC) dal 2004. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Slovenia	Strategia a due pilastri che tiene sotto osservazione indicatori monetari, reali, esteri e finanziari delle condizioni macroeconomiche	Tallero sloveno	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 239,640 talleri sloveni per euro. Dal 1° gennaio 2007 la Slovenia fa parte dell'area dell'euro.
Slovacchia	Obiettivo di inflazione nel rispetto delle condizioni degli AEC II	Corona slovacca	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 38,4550 corone slovacche per euro. L'obiettivo di inflazione per il periodo 2006-2008 è fissato al di sotto del 2,5 per cento a fine 2006 e al di sotto del 2,0 per cento a fine 2007 e a fine 2008.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: incremento del 2 per cento dell'IPC con un margine di tolleranza di ± 1 p.p. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Sterlina britannica	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui 12 mesi dell'IPC ¹⁾ . In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il Monetary Policy Committee della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere. Libera fluttuazione del tasso di cambio.

Fonte: SEBC.

1) L'IPC è identico allo IAPC.

il tasso di riferimento, per complessivi 75 punti base, al 5,25 per cento, riflettendo condizioni di stabile crescita economica accompagnata da un elevato livello dell'inflazione, che si prevedeva si sarebbe attestata al di sopra dell'obiettivo della banca centrale per diverso tempo. La Sveriges Riksbank ha incrementato il tasso di riferimento dall'1,5 al 3,25 per cento al fine di conseguire un tasso di inflazione prossimo al suo obiettivo.

La Narodowy Bank Polski è stata la sola banca centrale, tra quelle dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e al di fuori degli AEC II, ad avere abbassato il tasso di interesse di riferimento – in due manovre, dal 4,5 al 4 per cento – in seguito a una diminuzione dell'inflazione superiore alle attese e a prospettive inflazionistiche più favorevoli.



**LE OPERAZIONI
E LE ATTIVITÀ
DELL'EUROSISTEMA
COME BANCA CENTRALE**

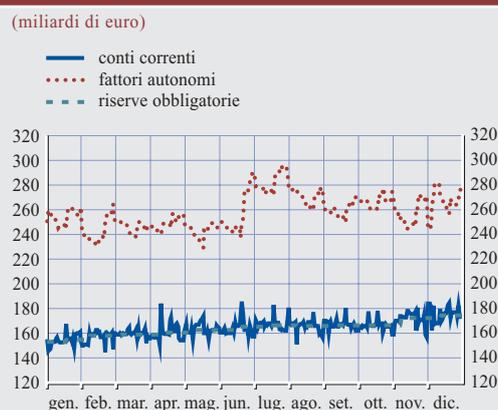
I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

L'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria unica¹ ha continuato a funzionare in maniera efficiente nel 2006, confermando l'esperienza positiva complessiva con le nuove caratteristiche introdotte nel marzo 2004. L'Eonia ha continuato a registrare livelli molto bassi di volatilità nel 2006. La deviazione standard del differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta si è collocata a 5 punti base, un valore pari al 2005 e inferiore di 4 punti base rispetto al 2004. Tale bassa volatilità dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario ha contribuito a segnalare chiaramente l'orientamento di politica monetaria. Nonostante la generale stabilità delle condizioni del mercato monetario, il differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta ha continuato ad ampliarsi nel 2006. Al fine di contenere tale ampliamento, la BCE ha aggiudicato un volume di liquidità superiore all'importo di riferimento² nelle pertinenti operazioni di rifinanziamento principali (ORP).

Gli andamenti del 2006 hanno fornito l'opportunità di verificare ulteriormente la capacità dell'assetto operativo di neutralizzare all'interno di un periodo di mantenimento l'impatto di variazioni delle attese relative ai tassi di interesse di riferimento della BCE³. In tutti i periodi di mantenimento che hanno preceduto un aumento dei tassi di interesse nel 2006, il differenziale medio tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta si è situato tra 7 e 8 punti base, eccettuato nel periodo di mantenimento terminato l'8 agosto quando si è collocato a 5 punti base. Tali valori sono analoghi a quelli osservati nei periodi di mantenimento che non sono stati seguiti da un aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, in cui il differenziale medio è stato pari a 8 punti base. Rispetto alla situazione prima della modifica dell'assetto operativo nel marzo 2004, quando il differenziale medio nei periodi di mantenimento caratterizzati da un rialzo dei tassi di riferimento si attestava a 17 punti base, un livello nettamente superiore al differenziale osservato normalmente, l'esperienza del 2006 suggerisce che il

Figura 40 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2006



Fonte: BCE.

nuovo assetto ha contribuito significativamente a proteggere i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario dall'impatto di eventuali variazioni delle attese relative ai tassi di interesse.

LA VALUTAZIONE E LA GESTIONE DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ

La gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema si fonda sulla valutazione giornaliera delle condizioni di liquidità nel sistema bancario dell'area dell'euro. Essa consente di determinare il fabbisogno di liquidità del sistema e quindi il volume di liquidità da fornire in occasione delle ORP settimanali, nonché, ove necessario, attraverso altre operazioni di mercato aperto, quali operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*). Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è dato dalla somma delle riserve obbligatorie imposte alle banche, dei fondi eccedenti l'obbligo di riserva detenuti sui

- 1 Una descrizione dettagliata dell'assetto operativo può essere trovata in *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro - Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.
- 2 L'importo di riferimento corrisponde al volume di aggiudicazione normalmente necessario a stabilire condizioni di equilibrio nel mercato monetario a breve termine, in base alla previsione complessiva di liquidità della BCE. L'importo pubblicato è arrotondato ai 500 milioni di euro.
- 3 In base all'assetto operativo modificato nel marzo 2004, eventuali cambiamenti dei tassi di riferimento della BCE hanno effetto solo all'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

conti correnti delle istituzioni creditizie presso le rispettive BCN (riserve in eccesso) e dei fattori autonomi. Questi ultimi sono una serie di voci del bilancio dell'Eurosistema (quali le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche e le attività nette sull'estero) che hanno un impatto sul fabbisogno di liquidità delle banche, ma che normalmente esulano dal controllo diretto della gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema.

Nel 2006 il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 422,4 miliardi di euro, con un aumento del 12 per cento sul 2005. In media, le riserve obbligatorie si sono collocate a 163,7 miliardi di euro, le riserve in eccesso a 0,7 miliardi di euro e i fattori autonomi a 257,9 miliardi di euro. Fra i fattori autonomi, le banconote in circolazione sono aumentate del 12 per cento nel 2006, a fronte di un tasso di crescita annuale di circa il 15 per cento nel 2005. Le banconote hanno raggiunto un massimo storico di 629,2 miliardi di euro il 28 dicembre 2006.

LE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PRINCIPALI

Le ORP sono operazioni di immissione di liquidità con frequenza settimanale e durata pari a una settimana, condotte tramite aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta, secondo la procedura d'asta a tasso multiplo. Le ORP sono le operazioni di mercato aperto più importanti effettuate dall'Eurosistema. Esse svolgono un ruolo chiave nel controllo dei tassi di interesse, nel determinare le condizioni di liquidità sul mercato e nel segnalare l'orientamento della politica monetaria attraverso il livello del tasso minimo di offerta.

Al fine di aiutare gli enti creditizi a formulare le proprie offerte per le ORP settimanali, nel 2006 la BCE ha continuato a pubblicare ogni settimana una previsione del valore medio giornaliero dei fattori autonomi e dell'importo di aggiudicazione di riferimento. Lo scopo di questa politica di comunicazione è di evitare equivoci nel mercato sul fatto che le decisioni di aggiudicazione relative alle ORP siano intese o meno a equilibrare le condizioni di liquidità.

Nel 2006 gli importi aggiudicati nelle ORP hanno oscillato fra i 280 e i 338 miliardi di euro. Il numero medio di partecipanti è stato pari a 377, con un lieve aumento nei livelli di partecipazione dall'attuazione del nuovo assetto operativo nel marzo 2004. La liquidità immessa attraverso le ORP ha rappresentato, in media, il 73 per cento della liquidità netta complessiva fornita dall'Eurosistema mediante operazioni di politica monetaria. Il differenziale medio fra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta è stato pari a 5,5 punti base, a fronte di 5,3 punti base nel 2005 e di 1,6 punti base nel 2004.

Avendo osservato una tendenza al rialzo nel differenziale fra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta, nell'ottobre 2005 la BCE ha avviato una politica di aggiudicazione di 1 miliardo di euro in più rispetto all'importo di riferimento in tutte le ORP di un periodo di mantenimento tranne l'ultima. Di conseguenza, tra ottobre 2005 e marzo 2006 il differenziale si è stabilizzato in media a 5 punti base, ma ha poi cominciato a risalire nell'aprile 2006, raggiungendo 9 punti base alla fine del mese. La BCE ha quindi nuovamente comunicato la propria preoccupazione in merito a tale tendenza, come già nell'ottobre 2005, e ha innalzato l'importo di aggiudicazione superiore a quello di riferimento da 1 a 2 miliardi di euro. La misura è stata estesa all'ultima ORP del periodo di mantenimento, nell'intento da parte della BCE di ottenere condizioni di liquidità equilibrate alla fine del periodo di mantenimento delle riserve. Tale politica ha ridotto il differenziale e la BCE è pertanto gradualmente tornata al volume di aggiudicazione di riferimento nel settembre 2006. Quando il differenziale è nuovamente aumentato in ottobre, la BCE ha aggiudicato un importo superiore di 1 miliardo di euro a quello di riferimento e ha continuato tale politica fino al dicembre 2006, mese in cui ha gradualmente innalzato ulteriormente il volume di aggiudicazione al di sopra dell'importo di riferimento al fine di favorire condizioni distese nel mercato monetario a breve termine durante il periodo delle festività e la fine dell'anno.

LE OPERAZIONI DI REGOLAZIONE PUNTUALE

In conseguenza delle modifiche dell'assetto operativo attuate nel marzo 2004, il numero di giorni tra l'ultima ORP e l'ultimo giorno di un periodo di mantenimento è aumentato, accrescendo il rischio di errori nelle previsioni dell'Eurosistema sui fattori autonomi di liquidità e pertanto il rischio di squilibri di liquidità potenzialmente più consistenti. La differenza in termini assoluti fra i dati previsionali e quelli effettivi nell'arco di otto giorni ha raggiunto in media 7,21 miliardi di euro nel 2006. Al fine di impedire che questi errori determinassero un ricorso significativo alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ed evitare ampi differenziali fra il tasso *overnight* e il tasso minimo di offerta, l'Eurosistema ha effettuato operazioni di regolazione puntuale l'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve ogni volta che si attendeva un notevole squilibrio di liquidità. Complessivamente sono state effettuate undici operazioni di regolazione puntuale nel 2006, cinque di immissione di liquidità (17 gennaio, 7 febbraio, 11 aprile, 10 ottobre e 12 dicembre) e sei di assorbimento di liquidità (7 marzo, 9 maggio, 14 giugno, 11 luglio, 8 agosto e 5 settembre).

LE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) sono operazioni di immissione di liquidità condotte su base mensile. Esse vengono solitamente aggiudicate l'ultimo mercoledì del mese e hanno una durata di tre mesi, consentendo così alle banche di coprire il proprio fabbisogno di liquidità per un periodo di tempo più lungo. Diversamente dalle ORP, le ORLT non sono utilizzate per segnalare l'orientamento di politica monetaria dell'Eurosistema. Esse sono condotte mediante aste a tasso variabile semplice, annunciando preventivamente l'importo del finanziamento offerto; l'Eurosistema agisce pertanto in modo da non influenzare i tassi di interesse.

Nel 2006 la liquidità fornita tramite le ORLT ha rappresentato in media il 27 per cento di quella netta complessiva immessa attraverso opera-

zioni di mercato aperto. La BCE ha aggiudicato l'importo previsto in tutte le ORLT nel 2006. L'importo di aggiudicazione di ciascuna operazione è aumentato da 30 a 40 miliardi di euro nel gennaio 2006 e a 50 miliardi di euro nel gennaio 2007.

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti offerte dall'Eurosistema, ossia le operazioni di rifinanziamento marginale e quelle di deposito presso la banca centrale, immettono e assorbono liquidità *overnight* a tassi di interesse che formano un corridoio per il tasso interbancario overnight. Nel 2006 l'ampiezza del corridoio è rimasta invariata a 200 punti base, centrata intorno al tasso minimo di offerta delle ORP. Nel corso dell'anno il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale sono stati entrambi innalzati di 125 punti base in totale, terminando il 2006 rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento.

Nel 2006 il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato pari a 126 milioni di euro, mentre quello relativo ai depositi presso la banca centrale si è collocato a 171 milioni di euro. Il basso ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti nel 2006 è stato in linea con gli anni precedenti e riflette l'elevata efficienza del mercato interbancario, nonché gli inferiori squilibri di liquidità osservati l'ultimo giorno di ogni periodo di mantenimento delle riserve. Tale riduzione degli squilibri di liquidità è coerente con il ricorso a operazioni di regolazione puntuale nel caso di errori significativi nelle previsioni sulla liquidità.

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro devono detenere riserve obbligatorie su conti costituiti presso le BCN. Le riserve obbligatorie ammontano al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva di un ente creditizio, che è definito in base ad alcune voci del suo bilancio. L'obbligo di riserva deve essere soddisfatto in media

nell'arco di un periodo di mantenimento. Tale regime ha due funzioni: in primo luogo, quella di stabilizzare i tassi a breve termine del mercato monetario attraverso il meccanismo della mobilitazione e, in secondo luogo, quella di ampliare il fabbisogno di liquidità, ossia la necessità complessiva delle banche di rifinanziamento da parte dell'Eurosistema. L'ammontare delle riserve obbligatorie è salito gradualmente nel 2006, raggiungendo 174,3 miliardi di euro durante l'ultimo periodo di mantenimento dell'anno, contro i 153,3 miliardi di euro nel periodo corrispondente dell'anno precedente.

LE ATTIVITÀ AMMESSE NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

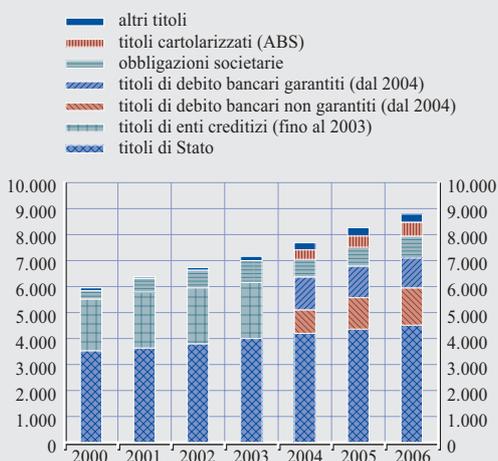
L'Eurosistema è tenuto a condurre tutte le sue operazioni di credito a fronte di adeguate garanzie. Tale requisito mira a salvaguardare l'Eurosistema contro il rischio di perdite e ad assicurare che siano disponibili sufficienti garanzie per l'utilizzo da parte di potenziali controparti. Le operazioni di credito devono inoltre essere effettuate in modo efficiente e trasparente e consentire pari accesso alle controparti dell'Eurosistema. Per tali motivi, l'Eurosistema accetta in garanzia una vasta gamma di attività.

Nel 2006 l'ammontare medio di attività idonee negoziabili è aumentato del 6 per cento rispetto al 2005, a un totale di 8.800 miliardi di euro (cfr. figura 41). Il debito delle amministrazioni pubbliche, pari a 4.500 miliardi di euro, ha rappresentato il 52 per cento del totale, mentre il resto è stato rappresentato da obbligazioni garantite (analoghe alle *Pfandbriefe*) o non garantite emesse da enti creditizi (2.600 miliardi di euro ossia il 29 per cento), obbligazioni societarie (800 miliardi di euro ossia il 9 per cento), titoli cartolarizzati (500 miliardi di euro ossia il 6 per cento) e altre obbligazioni come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali (300 miliardi di euro ossia il 4 per cento). Le attività negoziabili depositate dalle controparti a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema hanno raggiunto un valore medio di 930 miliardi di euro nel 2006, contro gli 866 miliardi di euro nel 2005 (cfr. figura 42).

La figura 43 illustra la differenza fra le attività idonee utilizzabili come garanzia (ma non necessariamente il loro peso nei bilanci delle controparti) e quelle effettivamente costituite in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, disaggregate per tipo di attività.

Figura 41 Attività idonee negoziabili

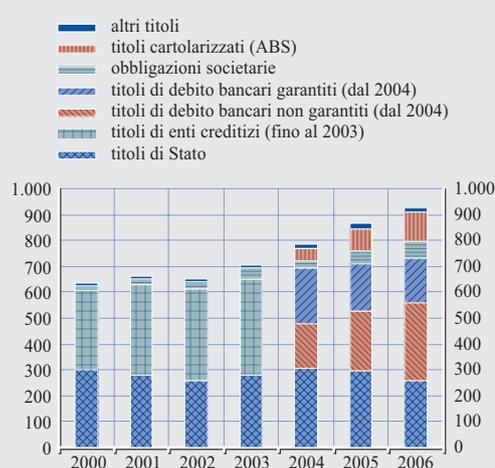
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

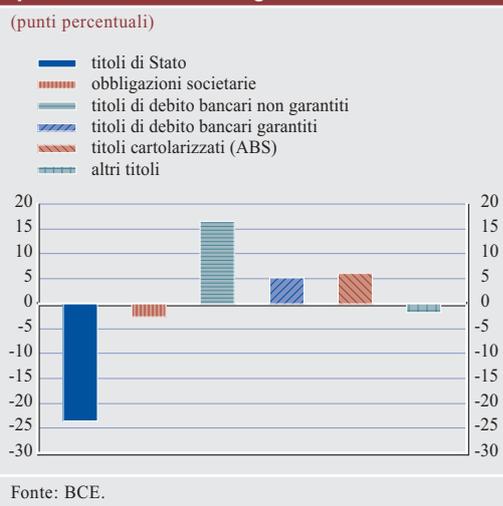
Figura 42 Utilizzo delle attività idonee negoziabili come garanzia

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 43 Differenza fra la quota di attività ammesse come garanzia e di quelle costituite in garanzia nel 2006



Il debito delle amministrazioni pubbliche rappresentava il 52 per cento delle garanzie negoziabili disponibili, ma soltanto il 28 per cento delle garanzie costituite. Invece, le obbligazioni non garantite degli enti creditizi costituivano il 16 per cento delle garanzie negoziabili disponibili, ma il 32 per cento dell'ammontare delle garanzie stanziato. I titoli cartolarizzati rappresentavano il 6 per cento delle garanzie disponibili, ma il 12 per cento di quelle utilizzate.

Nel 2006 l'Eurosistema ha continuato a migliorare il suo sistema delle garanzie. In particolare, il lavoro preparatorio per la progressiva introduzione di un sistema unico per le garanzie idonee (definito anche "lista unica"), comune a tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema, è stato completato in linea con i tempi annunciati dal Consiglio direttivo nel febbraio 2005.

La prima fase di questa introduzione progressiva, riguardante le attività negoziabili, è stata ultimata nel 2005. Il lavoro preparatorio per la seconda fase è stato terminato nel 2006 e il 1° gennaio 2007 è stata introdotta una classe di attività distinta, quella delle attività non negoziabili, che include in particolare i crediti (denominati anche prestiti bancari)⁴. Dal 31 maggio 2007 il sistema di garanzie a due livelli utilizzato

fin dall'avvio dell'Unione monetaria sarà sostituito completamente dalla lista unica.

Il sistema unico delle garanzie è stato introdotto in risposta agli svantaggi mostrati dal sistema di garanzie a due livelli a fronte del crescente grado di integrazione dei mercati finanziari all'interno dell'area dell'euro. La lista unica mira a migliorare le condizioni di parità concorrenziale nell'area, a promuovere ulteriormente la parità di trattamento delle controparti e degli emittenti e ad aumentare la trasparenza complessiva del sistema delle garanzie. Essa tiene inoltre conto della crescente domanda di garanzie sui mercati privati all'ingrosso e del progressivo aumento dell'utilizzo di garanzie da parte dell'Eurosistema. Più in generale, accrescendo il grado di liquidità di un'intera categoria di strumenti – quali ad esempio i crediti – il sistema unico delle garanzie promuove il regolare funzionamento del sistema finanziario dell'area dell'euro e rispecchia più da vicino il lato delle attività dello stato patrimoniale delle controparti.

L'Eurosistema ha definito specifici criteri d'idoneità e un sistema di valutazione del credito che sono applicabili a tutte le attività non negoziabili all'interno dell'area dell'euro e che assicurano che il loro utilizzo come garanzia soddisfi standard simili a quelli previsti per le attività negoziabili. Per i crediti è previsto un periodo transitorio fino al 31 dicembre 2011 in cui continueranno a sussistere differenze in un numero limitato di criteri di idoneità e di criteri operativi all'interno dell'area dell'euro. In particolare, durante il periodo transitorio le BCN possono determinare la soglia minima per i crediti stanziabili a garanzia a livello nazionale e decidere se applicare una commissione di gestione. Entro il 31 maggio 2007 le attività di secondo livello che non rispondono ai criteri di idoneità previsti per la lista unica saranno progressivamente eliminate.

⁴ Informazioni dettagliate sono disponibili in *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.

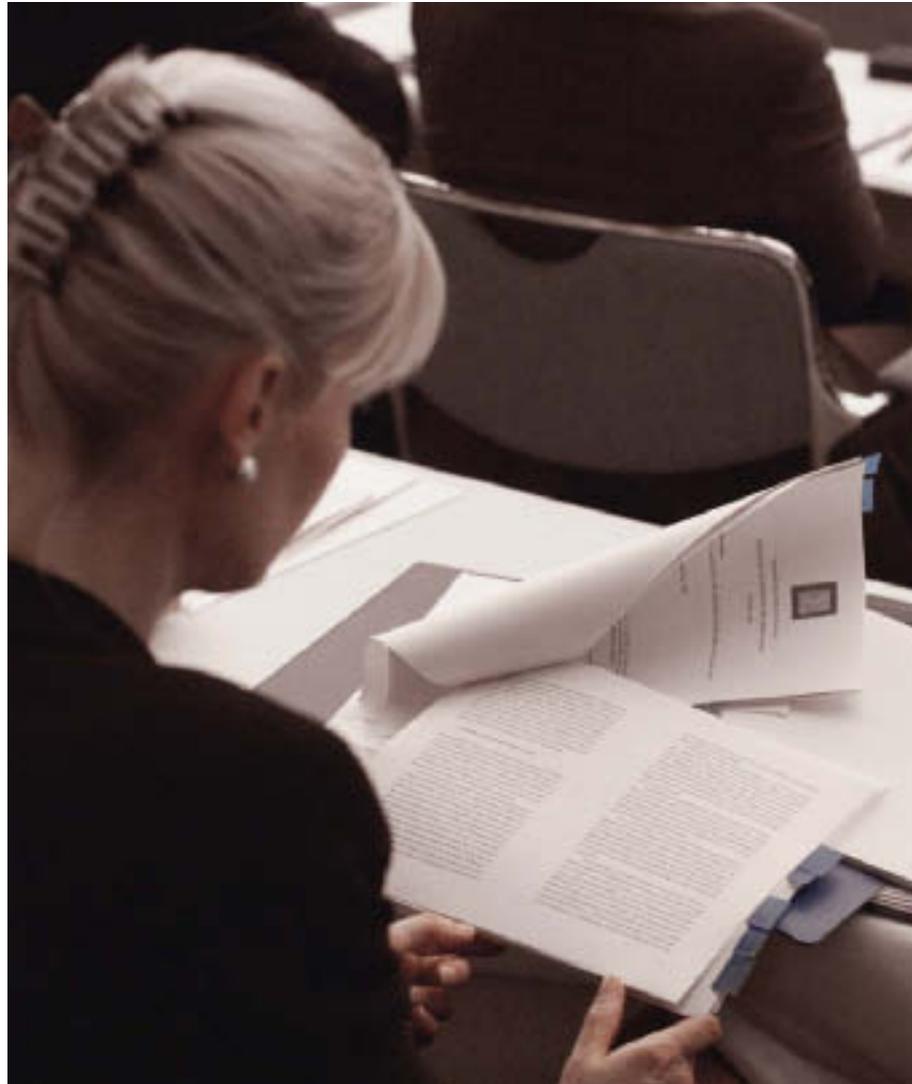
Dal maggio 2006 per i titoli cartolarizzati si applicano nuovi criteri di idoneità. Questi restringono l'idoneità alle tipologie di strumenti *pro soluto* e pertanto mirano principalmente a escludere i titoli cartolarizzati sia *funded* (finanziati) che *unfunded* (non finanziati) per cui il rischio di credito è stato trasferito sinteticamente utilizzando derivati creditizi. Inoltre, sono considerate idonee solo le *tranche* non subordinate⁵. I titoli cartolarizzati considerati idonei in precedenza ma non rispondenti ai nuovi criteri hanno continuato a essere stanziabili fino al 15 ottobre 2006. Le quote dei *fonds communs de créances* francesi rimarranno stanziabili a garanzia per un periodo transitorio che terminerà alla fine del 2008.

Nel settembre 2006 l'Eurosistema ha deciso che il mercato STEP (*Short-Term European Paper*) sarà accettato come mercato non regolamentato ai fini della gestione delle garanzie nelle operazioni di credito dell'Eurosistema non appena le statistiche STEP sui rendimenti saranno pubblicate sul sito Internet della BCE. Le obbligazioni emesse nell'ambito di programmi STEP dovranno rispondere ai criteri generali d'idoneità delle attività negoziabili.

Inoltre, per poter essere stanziabili a garanzia, i titoli di debito internazionali sotto forma di certificati al portatore internazionali debbono, dal 1° gennaio 2007, essere emessi come *New Global Note* e debbono essere depositati presso una struttura di custodia comune. I titoli di debito internazionali sotto forma di certificati al portatore internazionali che sono stati emessi nella struttura classica prima del 1° gennaio 2007 rimarranno stanziabili fino alla loro scadenza.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema è finalizzato, tra l'altro, a tradurre l'obbligo statutario di acquisire adeguate garanzie in procedure e strumenti concreti che assicurino una sufficiente attenuazione dei rischi finanziari associati alle operazioni temporanee. Per conseguire tale obiettivo, la quantità e la qualità delle attività accettate in garanzia in ogni ope-



razione debbono essere tali che, in caso di inadempienza della controparte e di conseguente vendita delle attività sul mercato, l'Eurosistema abbia elevate probabilità di recuperare l'intero importo del credito.

L'attenuazione dei rischi nel quadro delle operazioni temporanee di immissione di liquidità condotte dall'Eurosistema si fonda su tre elementi:

- per garantire le proprie operazioni l'Eurosistema impiega attività con elevato merito creditizio. Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione del credito (*Eurosystem credit assessment framework, ECAF*) definisce le procedure, le regole e le tecniche che assicurano che tutte le garanzie facenti parti della lista unica soddisfino gli elevati standard di credito dell'Eurosistema. Per le garanzie idonee nelle operazioni di credito dell'Eurosistema la soglia della

⁵ Una *tranche* (o *sottotranches*) è considerata non subordinata rispetto ad altre *tranche* (o *sottotranches*) della stessa emissione se a tale *tranche* (o *sottotranches*) è data priorità (dopo l'attuazione) rispetto ad altre *tranche* o *sottotranches* per la ricezione di pagamenti (a titolo di capitale o interessi) oppure se è l'ultima a sostenere perdite per le attività sottostanti.

qualità creditizia è definita in termini di valutazione creditizia “singola A”⁶. L'ECAF assicura la coerenza, l'accuratezza e la raffrontabilità delle quattro fonti di valutazione del credito su cui si basa⁷. In vista del lancio della lista unica delle garanzie il 1° gennaio 2007, l'Eurosistema ha completato l'ECAF nel corso del 2006 includendovi sia le attività negoziabili che le attività non negoziabili;

- le attività offerte in garanzia debbono essere accuratamente valutate su base giornaliera. In mancanza di un prezzo di mercato valido per una particolare attività nella giornata operativa precedente la data di valutazione, l'Eurosistema definisce un prezzo teorico. Nell'aprile 2006 due centri di valutazione dell'Eurosistema hanno iniziato a operare per fornire valutazioni teoriche: uno gestito dalla Deutsche Bundesbank per la valutazione di strumenti di debito a reddito fisso complessi e uno gestito dalla Banque de France per la valutazione dei titoli cartolarizzati;
- per far fronte ai rischi di mercato e di liquidità vengono applicate delle misure per il controllo dei rischi alle garanzie dopo la loro valutazione. Oltre a salvaguardare l'Eurosistema dai rischi finanziari nelle operazioni di finanziamento, queste misure mirano altresì a non penalizzare le controparti e a consentire loro un uso efficiente delle attività idonee. Nel 2006, sempre in vista dell'adozione della lista unica il 1° gennaio 2007, l'Eurosistema ha pertanto definito uno schema metodologico unificato per determinare i prospetti degli scarti di garanzia per le attività stanziabili sia negoziabili sia non negoziabili.

I.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI

Nel 2006 la BCE non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario per ragioni di politica monetaria. Le sue operazioni in cambi sono state esclusivamente connesse ad attività di investimento. Inoltre, la BCE non ha effettuato

alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che partecipano agli AEC II.

L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI, volto a facilitare l'esecuzione di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP, è stato attivato in tre occasioni nel 2006.

I.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

Le attività di investimento della BCE sono organizzate in modo tale da assicurare che nessuna informazione riservata sulle azioni di politica monetaria della banca centrale possa essere utilizzata quando si adottano decisioni di investimento. Un sistema di norme e procedure, noto come “muraglia cinese”, separa le unità operative della BCE coinvolte in attività di investimento da altre unità operative.

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE riflette i trasferimenti di riserve in valuta dalle BCN dell'area dell'euro alla BCE, nonché pregresse operazioni in cambi e in oro della BCE. Lo scopo principale delle riserve ufficiali della BCE è di assicurare che, ogniqualevolta necessario, l'Eurosistema disponga di un importo sufficiente di risorse liquide per effettuare operazioni sul mercato dei cambi in valute di paesi non appartenenti all'UE. Gli obiettivi per la gestione delle riserve valutarie della BCE sono, in ordine di importanza, la liquidità, la sicurezza e il rendimento.

Il portafoglio di riserve della BCE si compone di dollari statunitensi, yen giapponesi, oro e DSP. L'oro e i DSP non sono stati investiti

6 La “singola A” è equivalente a un rating a lungo termine pari ad almeno A- da parte di Fitch o Standard & Poor's o almeno A3 da parte di Moody's.

7 Le quattro fonti di valutazione sono: le istituzioni esterne specializzate nella valutazione del merito di credito (o agenzie di rating), i sistemi di valutazione interni delle banche centrali nazionali, i sistemi basati sui rating interni delle controparti e gli strumenti di rating di fornitori terzi. Ogni fonte comprende diversi sistemi di valutazione del credito.

attivamente nel 2006. La BCE ha effettuato vendite di oro per un totale di circa 80 tonnellate nel corso dell'anno. Tali vendite erano in piena conformità con il Central Bank Gold Agreement pubblicato l'8 marzo 2004, di cui la BCE è firmataria. I proventi totali delle vendite di oro sono andati a integrare il portafoglio in yen giapponesi.

Il valore delle riserve nette in valuta della BCE⁸ ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato è diminuito da 43,5 miliardi di euro⁹ alla fine del 2005 a 42,3 miliardi di euro alla fine del 2006, di cui 32,0 miliardi in valuta estera (yen giapponesi e dollari statunitensi) e 10,3 miliardi in oro e DSP. Ai tassi di cambio di fine 2006 le attività denominate in dollari e quelle in yen costituivano rispettivamente l'83 e il 17 per cento delle riserve in valuta. La variazione del valore del portafoglio durante il 2006 ha rispecchiato principalmente il deprezzamento del dollaro e dello yen nei confronti dell'euro, compensato solo in parte da un apprezzamento dell'oro e dai rendimenti netti positivi (inclusi plusvalenze di capitale e redditi da interessi) generati dalle attività di gestione del portafoglio.

Il nuovo quadro operativo per la gestione delle riserve ufficiali della BCE è stato introdotto senza difficoltà nel gennaio 2006. Esso prevede che ogni BCN gestisca soltanto un portafoglio (vale a dire un portafoglio in dollari statunitensi o in yen giapponesi), fatta eccezione per due BCN che ne gestiscono attualmente due¹⁰. Lo scopo di questo cambiamento è stato di accrescere l'efficienza dell'esecuzione decentralizzata delle operazioni di investimento all'interno dell'Eurosistema.

Nel 2006 sono proseguiti i lavori volti all'estensione della lista di strumenti idonei all'investimento delle riserve in valuta. Alla lista sono stati aggiunti gli swap in valuta, con finalità di investimento, e gli *strip*¹¹ statunitensi. Sono stati altresì compiuti progressi per l'introduzione degli *swap* su tassi di interesse, per i quali è stata pressoché completata la verifica interna dei sistemi. Un progetto pilota è stato lanciato

per aderire a un programma di prestito titoli automatico, e la BCE nominerà un fornitore di tale servizio per il portafoglio di dollari statunitensi.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota investita del capitale sottoscritto della BCE, nonché dalle consistenze della sua riserva generale e degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire alla BCE proventi che contribuiscano a coprire le spese operative; obiettivo della gestione è generare nel lungo periodo un rendimento superiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE. Il portafoglio è investito in attività denominate in euro.

Il valore del portafoglio di fondi propri della BCE ai prezzi correnti di mercato è aumentato da 6,4 miliardi di euro alla fine del 2005 a 7,5 miliardi di euro alla fine del 2006, principalmente per effetto dell'investimento degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro costituiti dalla BCE nel 2005, ma anche grazie ai rendimenti degli investimenti effettuati.

Nel corso dell'anno sono state inserite fra le opzioni di investimento disponibili per la gestione del portafoglio le obbligazioni senza cedola e la carta commerciale di qualità elevata emessa da enti già considerati idonei ai fini

8 Le riserve nette in valuta sono calcolate come attività di riserva ufficiale, più depositi in valuta estera presso residenti, meno deflussi previsti di valuta connessi a operazioni pronti contro termine e a operazioni a termine. Per informazioni dettagliate cfr. www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html.

9 I dati riportati nel Rapporto annuale della BCE per il 2005 (41,0 miliardi di euro di riserve in valuta a fine 2005) si basavano unicamente sulle cifre relative alle attività di riserva ufficiale, mentre in questa pubblicazione si applica una definizione perfezionata delle riserve nette in valuta, descritta nella nota 8

10 Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La gestione di portafoglio presso la BCE* nel numero di aprile 2006 del Bollettino mensile della BCE.

11 La sigla *strip* sta per *Separate Trading of Registered Interest and Principal* (negoziazione separata delle cedole e del capitale) e denota uno strumento creato separando il capitale dalle cedole di un titolo di Stato statunitense.

dell'investimento dei fondi propri. Inoltre, è stata ampliata la lista di emittenti idonei di *covered bond* e di obbligazioni senior non garantite.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

L'attività di investimento della BCE è esposta a rischi finanziari, come quelli di mercato, di credito e di liquidità. Questi sono gestiti tramite politiche e procedure stringenti, una struttura completa di limiti e la verifica giornaliera dell'osservanza degli stessi¹². Il quadro di riferimento utilizzato dalla BCE per la gestione dei rischi derivanti dalle operazioni di investimento è stato ulteriormente affinato durante il 2006. Per quanto concerne la gestione del rischio di tasso d'interesse, i limiti in termini di *duration* sono stati sostituiti da limiti vincolanti in termini di valore a rischio rispetto ai portafogli *benchmark (relative VaR)*¹³.

Il rischio cui è maggiormente esposta la BCE è il rischio di mercato. Da una scomposizione del VaR dei portafogli di investimento della BCE emerge che, per qualunque livello di fiducia, oltre i nove decimi del rischio di mercato derivano dai rischi di cambio e di prezzo dell'oro, e la parte restante dal rischio di tasso d'interesse. I valori del VaR stimati per il rischio di credito della BCE risultano persino inferiori a quelli relativi al rischio di tasso d'interesse, essendo il rischio di credito attenuato dai rigidi limiti e da stringenti criteri di idoneità e limiti per paesi, emittenti e controparti.

I rischi finanziari sono determinati in larga misura dalle dimensioni e dalla composizione per divisa delle riserve valutarie della BCE e, in misura inferiore, dall'allocazione per classi di attività nell'ambito dei singoli portafogli valutari. Tuttavia, l'esiguità del rischio di tasso d'interesse riflette anche il livello relativamente basso della durata finanziaria dei portafogli di investimento della BCE.

¹² Cfr. la nota 10.

¹³ Il VaR per il livello di confidenza α e l'orizzonte di tempo T è definito come l'ammontare della perdita che al termine dell'orizzonte T può essere superato con una probabilità pari a $1-\alpha$. Il calcolo del VaR per il rischio di credito è più complesso e si basa su un maggior numero di ipotesi rispetto a quello relativo ai rischi di mercato.

2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

L'Eurosistema ha il compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Lo strumento principale di cui si avvale per adempiere a tale compito – oltre alla funzione di sorveglianza (cfr. la sezione 4 del capitolo 4) – è l'offerta di servizi volti a garantire sistemi di pagamento e di compensazione efficienti e solidi. A questo fine, l'Eurosistema ha realizzato Target, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) per i pagamenti in euro di importo rilevante. I lavori per lo sviluppo di un sistema di seconda generazione, Target2, sono già in una fase molto avanzata. È previsto che il primo gruppo di paesi migrerà a Target2 il 19 novembre 2007.

Per quanto concerne il regolamento di operazioni in titoli, l'Eurosistema e il mercato offrono numerosi canali atti ad agevolare l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera. Inoltre, l'Eurosistema sta valutando l'opportunità di offrire servizi di regolamento di operazioni in titoli in moneta di banca centrale ai sistemi di deposito accentrato (SDA) sulla piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform, SSP*) con procedure armonizzate che saranno usate per i servizi di regolamento di Target2 (*Target2-Securities*).

2.1 IL SISTEMA TARGET

L'attuale sistema Target è un "sistema di sistemi" costituito dai sistemi di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement, RTGS*) nazionali di 17 Stati membri dell'UE, dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism, EPM*) e dalla procedura *interlinking*, che consente il trattamento dei pagamenti fra i sistemi collegati.

Nel 2006 Target ha continuato a contribuire al regolare funzionamento del mercato monetario in euro e, poiché le operazioni di credito attivate dall'Eurosistema sono gestite attraverso tale sistema, esso ha continuato a svolgere un

ruolo importante per la conduzione della politica monetaria unica. Grazie all'offerta di un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale e all'ampia copertura del mercato, Target è utilizzato anche per svariati altri tipi di pagamenti. Nel 2006 Target ha operato regolarmente e senza evidenziare alcuna criticità. È inoltre proseguita la tendenza a farvi ricorso per il regolamento di un numero crescente di pagamenti in euro di importo rilevante, in linea con l'obiettivo dell'Eurosistema di promuovere il regolamento in moneta di banca centrale, in quanto unico mezzo di pagamento sicuro. Lo scorso anno Target ha trattato l'89 per cento del turnover totale dei pagamenti in euro di importo rilevante. Target può essere utilizzato per tutti i bonifici in euro fra banche collegate senza alcun limite massimo o minimo di valore. Tali bonifici possono essere eseguiti sia tra banche all'interno di uno stesso Stato membro (pagamenti all'interno degli Stati membri) sia tra banche situate in Stati membri diversi (pagamenti fra Stati membri).

Secondo un'indagine condotta nel 2006, al 31 dicembre 2005 aderivano a Target 10.564 partecipanti. Il numero complessivo di istituzioni, principalmente filiali di partecipanti, raggiungibili mediante Target utilizzando un codice di identificazione bancario (*Bank Identifier Code, BIC*) è pari a circa 53.000.

Nel 2006, a seguito della decisione di non aderire a Target2, la Sveriges Riksbank ha predisposto la disconnessione della propria componente Target, E-RIX, con effetto a partire dal 2 gennaio 2007.

OPERATIVITÀ DI TARGET

Nel 2006 la media giornaliera dei pagamenti trattati da Target è aumentata del 10 per cento in termini di volume e valore. La tavola 12 presenta una sintesi del volume dei pagamenti regolati in Target nel 2006 e un raffronto con il traffico dell'anno precedente. Nel 2006 la disponibilità complessiva di Target, ovvero la misura in cui i partecipanti sono stati in grado di utilizzare questo sistema durante le ore di apertura senza che si verificassero

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target ¹⁾

Volume (numero di transazioni)	2005	2006	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	76.150.602	83.179.996	9
Media giornaliera	296.306	326.196	10
Pagamenti all'interno degli Stati membri²⁾			
Totale	58.467.492	64.162.211	10
Media giornaliera	227.500	251.617	11
Pagamenti fra Stati membri			
Totale	17.683.110	19.017.785	8
Media giornaliera	68.806	74.580	8
Valore delle transazioni (in miliardi di euro)			
	2005	2006	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	488.900	533.541	9
Media giornaliera	1.902	2.092	10
Pagamenti all'interno degli Stati membri²⁾			
Totale	324.089	348.764	8
Media giornaliera	1.261	1.368	8
Pagamenti fra Stati membri			
Totale	164.812	184.777	12
Media giornaliera	641	725	13

Fonte: BCE.
1) I giorni di operatività sono stati 257 nel 2005 e 255 nel 2006.
2) Incluso il traffico di partecipanti in accesso remoto.

malfunzionamenti, ha raggiunto il 99,87 per cento. Il 96,75 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato trattato nell'arco di cinque minuti.

MISURE DI EMERGENZA RELATIVE AI PAGAMENTI DI IMPORTANZA SISTEMICA ALL'INTERNO DI TARGET

In considerazione dell'ampia quota che il sistema Target detiene nel mercato e del ruolo chiave che il sistema stesso vi svolge è essenziale, ai fini dell'affidabile e regolare funzionamento del sistema, assicurare un'adeguata protezione contro un'ampia gamma di rischi. Riveste primaria importanza garantire che siano regolati in modo tempestivo, anche in circostanze anomale, i pagamenti di importanza sistemica, ossia quei pagamenti che, se non trattati nei tempi dovuti, potrebbero costituire una fonte di rischio sistemico. L'Eurosistema ha pre-

disposto misure di emergenza per far sì che tali pagamenti siano eseguiti regolarmente anche in caso di malfunzionamenti in Target. Nel 2006 le banche centrali hanno effettuato ulteriori colaudi (spesso con il coinvolgimento delle banche commerciali) che hanno dimostrato l'efficacia delle misure di emergenza. Essi hanno confermato che l'Eurosistema si trova in buona posizione per assicurare che i sistemi di pagamento e i mercati finanziari siano in grado di continuare a funzionare ordinatamente in situazioni di crisi.

COLLEGAMENTO A TARGET DELLE BCN DEGLI STATI MEMBRI CHE HANNO ADERITO ALL'UE NEL 2004

Nell'ottobre 2002 il Consiglio direttivo ha deciso che, in seguito all'allargamento dell'UE, alle BCN dei nuovi Stati membri sarebbe stata attribuita la facoltà, ma non l'obbligo, di connettersi all'attuale sistema Target. Data la limitata vita residua di quest'ultimo e al fine di contenere i costi, l'Eurosistema ha sviluppato soluzioni alternative alla piena integrazione che consentono alle BCN degli Stati membri che hanno aderito all'UE nel 2004 di connettere i propri sistemi a Target.

Di seguito al collegamento a Target della Narodowy Bank Polski attraverso il sistema RTGS della Banca d'Italia avviato nel 2005, il 20 novembre 2006 anche il sistema RTGS in euro della Eesti Pank si è collegato a Target attraverso il sistema della Banca d'Italia. Le banche slovene possono utilizzare Target dal luglio 2005 mediante accesso remoto alla componente tedesca di Target. Con riferimento all'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro nel gennaio 2007, la Banka Slovenije ha deciso, per motivi di efficienza, di non sviluppare un proprio sistema RTGS in euro, bensì di utilizzare quello della Deutsche Bundesbank per connettersi a Target. La Banka Slovenije ha avviato l'operatività come membro dell'Eurosistema il 2 gennaio 2007.

RAPPORTI CON GLI UTENTI DI TARGET E CON I GESTORI DEI SISTEMI RTGS DI ALTRE AREE VALUTARIE

Il SEBC intrattiene stretti rapporti con gli utenti di Target al fine di assicurare che alle loro esigenze sia prestata giusta considerazione e che esse trovino un'adeguata risposta. Come negli anni precedenti, anche nel 2006 si sono tenuti incontri periodici tra le BCN collegate a Target e i gruppi nazionali di utenti (*Target user groups*). Sono state inoltre organizzate riunioni congiunte del *Working Group* su Target2 del SEBC e del *TARGET Working Group* del settore bancario europeo per la discussione degli aspetti operativi relativi a Target. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro, forum al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali. Nel 2006 l'Eurosistema, in qualità di gestore del più grande sistema RTGS del mondo in termini di valore delle transazioni trattate, è stato in stretto contatto con i gestori di sistemi analoghi di altre aree valutarie. L'intensificarsi delle interrelazioni, quali ad esempio quelle derivanti dall'operatività del sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), ha fatto emergere l'esigenza di discutere congiuntamente gli aspetti operativi.

2.2 IL SISTEMA TARGET2

Il 21 luglio 2006 il Consiglio direttivo ha pubblicato il documento *Communication on TARGET2* che chiarisce le lievi modifiche apportate al piano tariffario per i servizi di base di Target2, descrive gli elementi fondamentali del regime tariffario per i servizi relativi ai sistemi ancillari e fornisce informazioni sulle diverse modalità di adesione a Target2. Il documento precisa anche il nuovo piano tariffario dei servizi opzionali per l'utilizzo accentrato delle disponibilità sui vari conti (*liquidity pooling*) e alcuni altri nuovi elementi tariffari. Queste specificazioni garantiscono che il piano tariffario di Target2 comprenda tutti i tipi di accesso al sistema.

Inoltre, il 22 novembre 2006 il Consiglio direttivo ha pubblicato il terzo rapporto sullo stato di avanzamento di Target2, con cui gli operatori di mercato sono stati aggiornati sulle decisioni dell'Eurosistema in merito alle questioni giuridiche e tariffarie ancora aperte, nonché sulle procedure di emergenza e sulle attività di collaudo e migrazione a venire. Nel rapporto si riferiva altresì che i lavori preparatori stavano procedendo come da programma e si confermava il 19 novembre 2007 come data di avvio di Target2. Sono state inoltre confermate le date delle due successive finestre di migrazione (18 febbraio e 19 maggio 2008), dopo le quali tutte le banche centrali e gli utenti di Target saranno migrati a Target2.

In merito al piano tariffario per i servizi di base, il Consiglio direttivo ha deciso di aggiungere alla struttura tariffaria di tipo regressivo basata sui volumi un'ulteriore fascia a quella di 12,5 cent di euro, da applicare a ciascuna transazione eccedente le 100.000 mensili. Questa modifica al piano tariffario per i servizi di base è stata possibile grazie a una revisione al rialzo del volume atteso dei pagamenti dopo che un'analisi dell'andamento passato nell'attuale sistema Target ha fatto prefigurare una crescita sostenibile dei volumi più elevata di quanto previsto inizialmente.

Il Consiglio direttivo ha altresì adottato decisioni in merito ai tre elementi del piano tariffario per i sistemi ancillari. In primo luogo, a ciascun sistema ancillare che effettua regolamenti in moneta di banca centrale sarà addebitato un canone fisso annuo di 12.000 euro, indipendentemente dal fatto che esso regoli nel sistema RTGS o nei conti nazionali locali della banca centrale. La seconda componente dello schema riguarda un canone fisso annuo compreso fra i 5.000 e i 50.000 euro che sarà addebitato ai sistemi ancillari sulla base del valore lordo sottostante le transazioni regolate. Infine, ai sistemi ancillari sarà addebitato un costo per transazione per il quale gli stessi sistemi potranno scegliere fra una tariffa fissa e una di tipo regressivo (entrambe comprenderanno anche una componente fissa).

È stato altresì deciso di ridurre il prezzo del *liquidity pooling* in modo da renderlo più conveniente per le banche¹⁴. Tale funzione è considerata utile in quanto consente di evitare gli inconvenienti della frammentazione delle disponibilità dovuti alla detenzione di più conti presso l'Eurosistema. Inoltre, anche la tariffazione sulle singole transazioni verrà applicata a livello di gruppo, il che significa che la tariffa per transazione di tipo regressivo si applicherà a tutti i pagamenti del gruppo come se le disposizioni provenissero da un unico conto.

In termini di partecipazione, Target2 propone le offerte "classiche" di partecipazione diretta e indiretta. La partecipazione può anche essere articolata attraverso un *multi-addressee access*, nel senso che un partecipante diretto può autorizzare le sue succursali e/o filiazioni, ubicate nel SEE e appartenenti al gruppo, a convogliare i pagamenti attraverso il proprio conto RTGS senza il suo coinvolgimento. Inoltre, qualsiasi cliente del partecipante diretto in possesso di BIC può inviare ordini di pagamento o ricevere pagamenti attraverso il partecipante diretto a Target2 (*addressable BIC access*). Da un punto di vista tecnico e operativo, tale tipo di accesso è analogo alla partecipazione indiretta, con la differenza che, in quest'ultimo caso, il partecipante indiretto è riconosciuto dal sistema e, pertanto, usufruisce delle disposizioni di tutela sancite nella normativa nazionale di attuazione della direttiva sul carattere definitivo del regolamento, purché il campo di applicazione della normativa si estenda ai partecipanti indiretti.

Oltre allo sviluppo tecnico della SSP, i lavori nel 2006 si sono incentrati sull'assetto giuridico di Target2, sullo sviluppo delle procedure operative interne e sulla definizione delle attività di collaudo con gli utenti. È previsto che queste ultime abbiano inizio a maggio 2007, mentre il primo gruppo di paesi migrerà a Target2 il 19 novembre 2007. L'11 luglio 2006 è stato presentato alla comunità bancaria un programma dei lavori orientato agli utenti al fine di fornire indicazioni sulle principali tappe del progetto Target2.

Informazioni rilevanti e aggiornate sono pubblicate periodicamente sui siti Internet della BCE e delle BCN dedicati a Target2, per esempio:

- Il 17 febbraio 2006 l'Eurosistema ha fornito informazioni sulla sovrapposizione tra la migrazione a Target2 e la migrazione alla fase 2 di SWIFTNet. È stato raccomandato di concludere quest'ultima prima della migrazione a Target2, sebbene le due migrazioni non siano tecnicamente dipendenti fra loro.
- Fra aprile e novembre 2006 i profili di migrazione nazionali sono stati aggiornati periodicamente. Essi mostrano, per ciascuna banca centrale, quali moduli SSP saranno utilizzati e come i sistemi ancillari effettueranno i regolamenti a partire dal primo giorno successivo alla migrazione a Target2. A integrazione di questi profili, il 30 ottobre 2006 è stata pubblicata una rassegna sull'utilizzo dei *proprietary home accounts* da parte delle banche centrali.
- Il 7 dicembre 2006 è stata pubblicata la versione finale del manuale per l'utente relativo al Modulo di informazione e controllo (*Information and Control Module, ICM*) della SSP, mentre nel corso dell'anno sono stati pubblicati aggiornamenti intermedi del volume 4 delle specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti (*User Detailed Functional Specifications*) sui messaggi XML e sugli *scheme file XML* corrispondenti.
- Il 7 novembre 2006 è stata pubblicata una versione preliminare della guida ai collaudi per gli utenti di Target2, in cui si delineano le procedure di collaudo e gli scenari di certificazione per i partecipanti. Inoltre, il 31 gennaio 2007 è stata resa disponibile un'applicazione basata su Internet per fornire ai futuri partecipanti a Target2 le informazioni relative ai collaudi.

¹⁴ Per ulteriori informazioni, consultare il documento della BCE *Communication on TARGET2*, pubblicato il 21 luglio 2006 (<http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html>).

2.3 IL PROGETTO TARGET2-SECURITIES

Il 7 luglio 2006 la BCE ha annunciato che l'Eurosistema stava valutando l'opportunità di offrire servizi di regolamento per le transazioni in titoli in euro regolate in moneta di banca centrale.

Secondo gli accordi in vigore, gli SDA regolano in moneta di banca centrale la gamba in contante delle transazioni in titoli in euro attraverso la componente RTGS locale del sistema Target. Affinché questa procedura di regolamento sia possibile, i partecipanti allo SDA devono partecipare anche al sistema RTGS nazionale del paese in cui si trova lo SDA; le istituzioni che partecipano con funzioni di regolamento (*settlement member*) a più di uno SDA devono quindi mantenere un conto di regolamento in ciascuna componente di Target interessata.

Con l'introduzione di Target2, diventerà tecnicamente possibile per ciascun partecipante a Target2 regolare, attraverso un unico conto Target2, transazioni effettuate attraverso un qualsiasi SDA che offre il regolamento in moneta di banca centrale in euro. La possibilità offerta da Target2 di accentrare il regolamento del contante in un unico conto probabilmente farà crescere la domanda del mercato per accentrare anche il regolamento delle transazioni in titoli attraverso un unico conto titoli. Ciò consentirebbe ai partecipanti a Target2 di ottimizzare la gestione della propria liquidità per le transazioni di mercato monetario garantite o meno e, quindi, di sfruttare appieno i vantaggi di Target2. L'opzione di gestire i propri portafogli titoli in modo integrato con il conto in contanti di Target2 sarà disponibile per i partecipanti a Target2 se l'Eurosistema realizzerà un servizio comune per il regolamento delle transazioni in titoli. Questa piattaforma offrirebbe solo servizi di regolamento agli SDA, mentre le altre funzioni di questi ultimi (come eventi societari, funzioni di deposito, custodia e amministrazione) continuerebbero a essere svolte dagli SDA. Nel progetto si cercherà di realizzare sinergie per il mercato con gli altri servizi gestiti dall'Eurosistema, in particolare, in connessione con il sistema Target2.

L'Eurosistema ha annunciato un possibile nuovo servizio denominato *Target2-Securities* e successivamente si sono tenute discussioni a livello nazionale ed europeo con gli SDA e gli altri operatori di mercato. Il 28 settembre è stato pubblicato sul sito Internet della BCE il primo riscontro del mercato su *Target2-Securities*. Sebbene l'intero settore abbia chiesto ulteriori dettagli da parte dell'Eurosistema su questa iniziativa, le banche in generale hanno visto maggiori opportunità potenziali rispetto agli SDA. Il progetto ha ricevuto pieno sostegno da parte della Commissione europea.

Il 20 ottobre 2006 la BCE ha annunciato che il Consiglio direttivo aveva invitato il Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento a preparare uno studio di fattibilità dettagliato per esaminare la realizzabilità di *Target2-Securities* sotto i profili operativo, economico, giuridico e tecnico. Preliminarmente alla decisione del Consiglio direttivo in merito all'eventuale lancio del progetto *Target2-Securities*, la BCE ha preso contatto con gli operatori e le infrastrutture di mercato per presentare le principali opzioni tecniche previste per *Target2-Securities*. Da metà dicembre 2006 si sono tenute diverse riunioni con le varie parti interessate per discutere un'ampia gamma di questioni connesse all'iniziativa.

L'attuazione del servizio *Target2-Securities*, di cui l'Eurosistema sarebbe unico proprietario e gestore, potrebbe comportare potenzialmente un rilevante contenimento dei costi per effetto dell'elevato livello di efficienza e di armonizzazione tecnica che offrirebbe agli operatori di mercato, soprattutto per quanto riguarda le operazioni transfrontaliere. *Target2-Securities* rappresenterebbe un importante passo verso un'unica interfaccia dell'Eurosistema con il mercato. Esso potrebbe inoltre diventare l'interfaccia con il sistema di gestione delle garanzie dell'Eurosistema e, quindi, agevolare la gestione della liquidità a livello paneuropeo. Si possono prevedere sinergie con altri servizi gestiti dall'Eurosistema, in particolare con Target2 e con le soluzioni per l'impiego transfrontaliero delle garanzie.

2.4 LE PROCEDURE DI REGOLAMENTO PER LE GARANZIE

Le attività stanziabili a garanzia di tutti i tipi di operazioni di credito dell'Eurosistema possono essere utilizzate a livello transfrontaliero tramite il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent central banking model*, CCBM) o attraverso i collegamenti diretti (*eligible links*) tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) dell'area dell'euro. Mentre i collegamenti diretti costituiscono una soluzione elaborata dal mercato, il CCBM è offerto dall'Eurosistema.

L'ammontare delle garanzie utilizzate su base transfrontaliera detenute dall'Eurosistema è cresciuto dai 444 miliardi di euro del dicembre 2005 ai 514 miliardi del dicembre 2006. Complessivamente, alla fine dello scorso anno le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 52,3 per cento delle garanzie totali fornite dall'Eurosistema. Nel 2006 per la prima volta l'uso delle garanzie su base transfrontaliera è stato superiore a quello domestico. Questi dati confermano la tendenza osservata negli anni precedenti verso una crescente integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro e una maggiore inclinazione delle controparti a detenere in portafoglio attività localizzate in altri paesi dell'area.

IL MODELLO DI BANCHE CENTRALI CORRISPONDENTI

Il CCBM rimane il principale canale impiegato per il trasferimento transfrontaliero di garanzie ai fini dell'esecuzione delle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero da parte dell'Eurosistema. Esso ha gestito il 39,7 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema nel 2006. Le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 353 miliardi di euro a fine 2005 a 414 miliardi a fine 2006.

I lavori per la revisione dell'assetto tecnico-operativo del CCBM si sono conclusi nel 2006; essi hanno tenuto conto della realizzazione del nuovo sistema di garanzie dell'Eurosistema approvato dal Consiglio direttivo nel luglio

2005. L'assetto del CCBM è stato altresì rivisto per consentire l'integrazione dei nuovi paesi dell'area dell'euro. In questo contesto, il 21 dicembre 2006 è stato firmato il contratto CCBM con la Banka Slovenije.

Data la mancanza di una valida alternativa di mercato al servizio CCBM, che è stato concepito in origine come un sistema provvisorio in assenza di una soluzione di mercato per tutta l'area dell'euro, il 3 agosto 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di prorogare il servizio oltre il 2007. La BCE sta altresì analizzando le possibili modalità di armonizzazione dell'assetto operativo per la gestione delle garanzie nell'Eurosistema.

COLLEGAMENTI DIRETTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

Gli SRT nazionali possono essere collegati sulla base di rapporti contrattuali e operativi per consentire il trasferimento transfrontaliero di titoli idonei da un sistema all'altro. Una volta che i titoli sono stati trasferiti tramite tali collegamenti a un altro SRT, essi possono essere utilizzati secondo le procedure locali allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. Attualmente le controparti dispongono di 59 collegamenti, di cui solo un numero limitato è utilizzato attivamente. Inoltre, tali collegamenti coprono soltanto parte dell'area dell'euro. I collegamenti sono considerati idonei per le operazioni di credito dell'Eurosistema se soddisfano i nove standard per gli utenti (*user standards*) definiti dall'Eurosistema¹⁵. L'Eurosistema sottopone a valutazione ogni nuovo collegamento o aggiornamento dei collegamenti già ritenuti idonei sulla base di questi standard. Nel 2006 tre collegamenti idonei esistenti sono stati aggiornati e valutati positivamente. Inoltre, si sta esaminando il potenziale impiego di alcuni collegamenti indiretti (*relayed links*), in cui cioè sono coinvolti più di due SDA.

¹⁵ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* (Requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC), gennaio 1998.

Le garanzie detenute tramite collegamenti sono cresciute dai 91 miliardi di euro del dicembre 2005 ai 99 miliardi dello stesso mese del 2006, sebbene la loro quota sia risultata solo del 10,5 per cento sul totale delle garanzie, transfrontaliere e nazionali, detenute dall'Eurosistema.

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

3.1 LA CIRCOLAZIONE E LA GESTIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Alla fine del 2006 il numero di banconote in euro in circolazione è salito a 11,3 miliardi, per un valore di 628,2 miliardi di euro, con un incremento del 9,5 per cento in termini di volume e dell'11,2 per cento in valore rispetto ai livelli raggiunti alla fine del 2005 (10,4 miliardi di biglietti per un valore di 565,2 miliardi di euro). Dal cambio del segno monetario nel 2002, il valore delle banconote in circolazione ha continuato a crescere, sebbene con un tasso di crescita annuale in diminuzione (cfr. figure 44 e 45). Si stima che, in termini di valore, una quota compresa tra il 10 e il 20 per cento delle banconote in euro in circolazione sia detenuta da non residenti nell'area dell'euro che continuano ad alimentare la domanda di biglietti in euro, principalmente come riserva di valore oppure come moneta parallela.

Nel 2006 il numero di banconote da 50, 100 e 500 euro in circolazione ha registrato ancora una marcata crescita, a tassi rispettivamente del 12,5, del 9,6 e del 13,2 per cento. La circolazione degli altri tagli è aumentata a tassi compresi tra il 2,7 e l'8,2 per cento (cfr. figura 46).

Nel 2006 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle

BCN) è aumentato del 10,4 per cento, a 69,5 miliardi, mentre il loro valore è salito del 7,4 per cento, a 17,9 miliardi di euro. L'incremento relativamente marcato del numero di esemplari è dovuto principalmente al protrarsi di una vigorosa domanda di monete di basso valore, ascrivibile a livelli di perdita e di accumulazione abbastanza elevati.

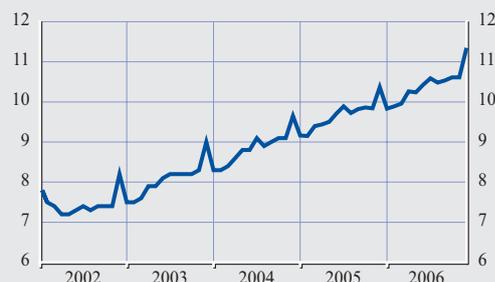
GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Nel 2006 è proseguita la lieve tendenza al rialzo degli esiti e degli introiti di banconote in euro osservata negli anni precedenti. Nell'anno è stato esitato e introitato dalle BCN dell'area un ammontare di biglietti pari rispettivamente a 32,5 e 31,5 miliardi. Il tasso di rientro dalla circolazione¹⁶ delle banconote è sceso lievemente a 3,03, da 3,17 nel 2005. Tutte le banconote introitate dalle BCN dell'area vengono autenticate e controllate per verificarne l'idoneità all'uso mediante apparecchiature completamente automatizzate al fine di mantenere la qualità dei biglietti in circolazione. Nel corso di tale processo, circa 5,2 miliardi di banconote (con un incremento del 26,2 per cento rispetto all'anno precedente) giudicate non più idonee alla circolazione sono state sostituite dalle BCN.

¹⁶ Definito come il rapporto tra il numero totale di banconote introitate dalle BCN in un dato periodo di tempo e il numero medio di biglietti in circolazione in quel periodo.

Figura 44 Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2006

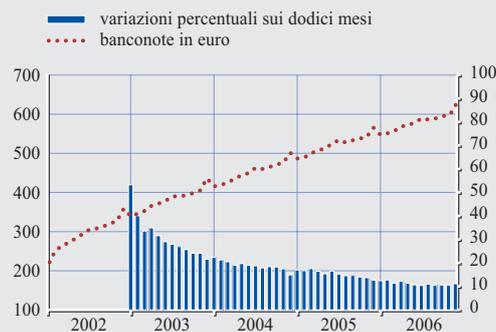
(miliardi di pezzi)



Fonte: BCE.

Figura 45 Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2006

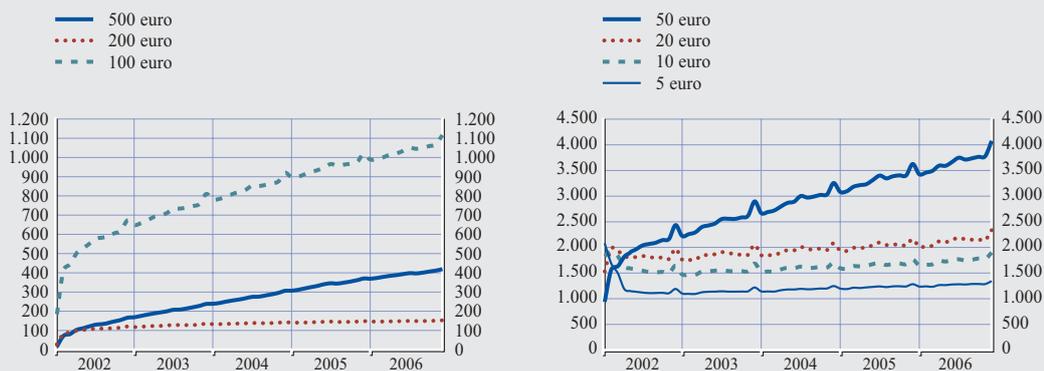
(miliardi di euro, scala di sinistra; valori percentuali, scala di destra)



Fonte: BCE.

Figura 46 Numero di banconote per taglio in circolazione nel periodo 2002-2006

(milioni di pezzi)



Fonte: BCE.

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Dopo essere rimasto stabile per due anni, il numero di biglietti contraffatti ritirati dalla circolazione è lievemente diminuito nel 2006. La figura 47 mostra l'andamento dei ritiri dalla circolazione dei biglietti contraffatti; i valori sono stati rilevati a intervalli di sei mesi a partire dall'introduzione dell'euro. Nel 2006 i falsi ricevuti dai centri nazionali di analisi¹⁷ sono stati circa 565.000¹⁸, con una variazione significativa nella distribuzione dei tagli di banconote false individuate. La quota di falsi da 50 euro, il taglio maggiormente contraffatto prima del 2006, è diminuita nettamente, mentre è aumentato in maniera corrispondente il numero di banconote false da 20 euro e, in misura nettamente inferiore, da 100 euro (cfr. tavola 13). Di conseguenza, nel 2006 è diminuito il valore nominale totale dei biglietti contraffatti ritirati dalla

circolazione, e quindi del possibile danno finanziario causato dalle contraffazioni.

Il pubblico può continuare a fare affidamento sulla sicurezza dell'euro, che rimane una valuta a elevata protezione sia per i sofisticati elementi di sicurezza sia per l'efficacia dell'azione delle forze dell'ordine europee e nazionali. La BCE, tuttavia, ritiene che tale affidabilità non debba mai indurre al compiacimento e consiglia ai cittadini di continuare a prestare attenzione e di ricordare il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare-guardare-muovere"¹⁹.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

Nel 2006 l'Eurosistema ha continuato la stretta collaborazione con l'Europol e la Commissione europea (in particolare con l'Ufficio europeo per la lotta antifrode, OLAF) per contrastare le contraffazioni dell'euro. L'Eurosistema si adopera, sia all'interno che all'esterno dell'UE, per la formazione di esperti nella gestione del contante ai fini del riconoscimento e del trattamento delle banconote contraffatte.

Tavola 13 Distribuzione delle banconote contraffatte per taglio

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Percentuale	1	4	40	34
	100 euro	200 euro	500 euro	Totale
Percentuale	18	2	1	100

Fonte: Eurosistema.

17 Centri stabiliti in ciascuno degli Stati membri dell'UE per l'analisi iniziale delle banconote in euro contraffatte svolta a livello nazionale.

18 Il dato è soggetto a correzioni molto lievi a causa di segnalazioni pervenute in ritardo, in particolare da Paesi non appartenenti all'UE.

19 Per i dettagli, consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>).

Figura 47 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2006



L'*International Counterfeit Deterrence Centre* (ICDC) continua a sostenere il *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (un gruppo di 27 banche centrali che collaborano sotto l'egida del G10), operando come centro tecnico per tutti i membri. Il ruolo primario dell'ICDC consiste nel fornire supporto tecnico e gestire un sistema di comunicazione centralizzato al servizio di tutti i soggetti operanti nel campo dei sistemi di deterrenza alla contraffazione.

3.3 L'EMISSIONE E LA PRODUZIONE DI BANCONOTE

QUADRO DI RIFERIMENTO PER L'INDIVIDUAZIONE DEI BIGLIETTI FALSI E PER LA SELEZIONE DI QUELLI NON PIÙ IDONEI ALL'USO

Il *Banknote Recycling Framework* (BRF) è un quadro di riferimento concernente l'individuazione dei biglietti falsi e la selezione di quelli non più idonei all'uso da parte delle banche e degli altri gestori professionali del contante. Definisce una politica comune nell'ambito del settore creditizio per rimettere in circolazione le banconote in euro e fissa regole uniformi e criteri minimi per il trattamento dei biglietti cui devono attenersi le istituzioni creditizie e gli altri gestori professionali del contante. A seguito di una decisione presa dal Consiglio direttivo nel dicembre 2004, allo stato attuale tutte le BCN dell'area dell'euro, ad eccezione

di due, hanno recepito il BRF in provvedimenti nazionali.

Le istituzioni creditizie e gli altri gestori professionali del contante disporranno di un periodo transitorio fino alla fine del 2007 per adeguare le proprie macchine per il trattamento del contante al rispetto dei nuovi requisiti. In considerazione delle significative differenze esistenti a livello nazionale tra le infrastrutture per la gestione del contante, nel dicembre 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di prolungare il periodo transitorio in alcuni paesi dell'area dell'euro. Il suddetto periodo verrà esteso di due anni in Francia, dove terminerà per la fine del 2009, e di tre anni in Grecia, Spagna, Irlanda, Italia e Portogallo, dove si concluderà per la fine del 2010.

Un elemento fondamentale del BRF è l'obbligo di controllare l'autenticità e l'idoneità alla circolazione delle banconote erogate dai distributori automatici di contante mediante apparecchiature utilizzate dal personale, conformi agli standard dell'Eurosystema. Anche i dispositivi utilizzabili autonomamente dalla clientela per il versamento di contante e le macchine per l'introito e l'esito del contante devono conformarsi a determinati criteri tecnici concernenti la verifica e la successiva gestione delle banconote. La maggior parte delle BCN dell'area dell'euro ha fornito alle ditte produttrici i test per verificare le rispettive macchine. La BCE inoltre ha creato una pagina web in cui sono elencate tutte le apparecchiature che hanno superato le procedure comuni di test dell'Eurosystema e che pertanto risultano idonee a effettuare il ricircolo del contante.

Nel luglio 2006 il Consiglio direttivo ha approvato un regime transitorio per l'attuazione futura del BRF nei paesi che entreranno nell'area dell'euro. Le BCN degli Stati membri che adotteranno l'euro prima del 2010 dovranno porre in atto il BRF al più tardi entro dodici mesi dal loro ingresso nell'area. Successivamente è previsto un periodo transitorio di un anno per le banche e gli altri gestori professionali del contante. Le BCN degli Stati membri

che aderiranno all'area dell'euro a partire dal 2010 dovranno dare attuazione al BRF prima del loro ingresso, mentre le banche e gli altri gestori professionali disporranno ancora di un periodo transitorio di un anno di tempo per adeguare le loro apparecchiature.

Modificando le rispettive procedure operative in conformità con le regole previste dal BRF, le banche e gli altri gestori professionali del contante saranno in grado di individuare con maggiore efficacia le banconote in euro potenzialmente contraffatte. Ciò favorirà l'osservanza effettiva da parte di tali soggetti degli obblighi previsti dalla legge di ritirare immediatamente dalla circolazione i biglietti potenzialmente falsi e di metterli a disposizione delle forze dell'ordine per ulteriori indagini. In tal modo, inoltre, le banche potranno erogare ai clienti banconote in buono stato, facilitando la distinzione tra i biglietti autentici e quelli contraffatti.

LA CREAZIONE DI UN PROGRAMMA PILOTA PER LA CUSTODIA DI BANCONOTE IN EURO AL DI FUORI DELL'AREA

Nel 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di creare in Asia un programma pilota per la custodia di banconote in euro al di fuori dell'area (*extended custodial inventory*, ECI). Un ECI è un deposito di contante gestito da una banca privata (banca ECI) che detiene valuta sulla base di un accordo di custodia. L'Eurosistema nutre aspettativa che il programma ECI agevoli la distribuzione internazionale dei biglietti in euro e migliori la sorveglianza sulla loro circolazione all'esterno dell'area. Poiché si stima che una quota compresa tra il 10 e il 20 per cento del valore totale delle banconote in euro in circolazione sia detenuta all'esterno dell'area, l'Eurosistema ritiene utile acquisire informazioni più accurate su queste banconote. In base a una gara di appalto, due importanti banche commerciali che operano nel mercato all'ingrosso delle banconote sono state scelte per gestire ciascuna un programma ECI; una banca ECI sarà situata a Hong Kong, l'altra a Singapore. La Deutsche Bundesbank agirà come controparte logistica e amministrativa delle banche ECI, che inizieranno ad operare a pieno regime dalla prima

metà del 2007. Il programma pilota per la custodia delle banconote in euro al di fuori dell'area consentirà di valutare il funzionamento degli ECI, in che misura contribuiscono alle informazioni sui biglietti in euro in circolazione all'esterno dell'area e quali sono i loro effetti sul mercato all'ingrosso delle banconote. In base a questa sperimentazione, il Consiglio direttivo deciderà nel 2008 se continuare il programma ECI.

DIALOGO CON IL CONSIGLIO EUROPEO PER I PAGAMENTI E ALTRI SOGGETTI INTERESSATI AL CICLO DEL CONTANTE

La disponibilità di informazioni sulle esigenze di utenza da parte dei diversi soggetti, in primo luogo del settore bancario come principale controparte delle BCN, è un importante fattore per il corretto funzionamento del ciclo del contante in euro e per l'erogazione di servizi di cassa adeguati da parte dell'Eurosistema. Le questioni più rilevanti in materia di contante, come la riduzione complessiva dei costi, vengono discusse con i soggetti interessati in vari consessi europei, come l'*Euro Cash User Group* e il *Cash Working Group* del Consiglio europeo per i pagamenti.

L'organizzazione della catena dell'offerta del contante differisce tra un paese e l'altro, in presenza di peculiarità nazionali (ad es. la struttura delle banche centrali e di quelle commerciali, i sistemi giuridici, le modalità di pagamento del pubblico, le infrastrutture per il trasporto valori e considerazioni di natura geografica). Di conseguenza, non è opportuno adottare un modello "unico" per l'offerta di contante nell'area dell'euro. Nel settembre 2006, tuttavia, il Consiglio direttivo ha deciso di fissare un calendario di impegni e un programma per il raggiungimento nel medio termine di una maggiore convergenza tra i servizi di cassa delle BCN.

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2006 sono stati prodotti complessivamente 7,0 miliardi di banconote in euro, rispetto ai 3,63 miliardi nel 2005. Il minore volume di produzione nel 2005 è stato causato in larga misura dal ricorso ai surplus di banconote accumulati

Tavola 14 L'assegnazione della produzione di banconote nel 2006

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	1.080,0	ES, FR, IE, AT, FI
10 euro	1.780,0	DE, GR, FR, NL
20 euro	1.940,0	DE, ES, FR, IT, PT
50 euro	1.920,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	280,0	IT, LU, AT
200 euro	-	-
500 euro	-	-
Totale	7.000,00	

Fonte: BCE.

dal 2002, in quanto le incertezze che hanno caratterizzato l'introduzione dell'euro hanno richiesto elevati volumi di produzione per l'offerta iniziale.

La crescita della produzione nel 2006 è ascrivibile ai seguenti fattori: a) un aumento della circolazione, b) l'incremento del numero di banconote logore da sostituire, c) la riduzione dei livelli delle scorte delle BCN e d) la decisione di produrre nel 2006 una quota del futuro fabbisogno di biglietti.

L'allocazione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato adottato nel 2002. Secondo tale accordo, ciascuna BCN nell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli (cfr. tavola 14).

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Dopo una fase preparatoria in cui sono stati definiti i requisiti per la nuova serie di banconote ed è stato stilato un inventario dei possibili miglioramenti tecnici, nel 2006 il Consiglio direttivo ha approvato il progetto complessivo per lo sviluppo della nuova serie e l'avvio della fase di validazione industriale. Quest'ultima richiede il collaudo di diverse caratteristiche di sicurezza per valutarne l'efficienza e per identificare potenziali problemi di produzione su larga scala. L'attività di validazione industriale viene condotta in gran parte da cartiere e stamperie accreditate dalla BCE per la produzione

della serie corrente. In base ai risultati della validazione industriale, si definiranno le specifiche generali della nuova serie di biglietti e verrà avviata l'attività di progettazione.

Il disegno delle nuove banconote sarà basato sul tema "epoche e stili" della prima serie e diversi elementi progettuali di questa serie verranno riproposti nel nuovo disegno. È stato già scelto un progettista che si occuperà di ridisegnare la serie corrente.

Il primo biglietto della nuova serie dovrebbe essere emesso entro alcuni anni. Il momento e la sequenza esatti dell'emissione dipenderanno, tuttavia, dai progressi compiuti nel processo di innovazione delle caratteristiche di sicurezza e dalla situazione delle contraffazioni. I diversi tagli della nuova serie verranno introdotti in un orizzonte temporale di diversi anni.

4 LE STATISTICHE

La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, elabora e pubblica un'ampia gamma di statistiche che sono di supporto alla politica monetaria dell'area dell'euro e ai vari compiti del SEBC e che vengono altresì utilizzate dai mercati finanziari e dal pubblico in generale. Come negli anni precedenti, anche nel 2006 la produzione delle statistiche, comprese quelle connesse ai preparativi dell'allargamento dell'area dell'euro e dell'UE nel 2007, si è svolta in maniera regolare. Alla fine di maggio è stata segnata un'importante tappa nella strategia di medio periodo della BCE in ambito statistico, con la prima pubblicazione congiunta BCE/Eurostat di una serie integrata di conti finanziari e non finanziari annuali per i settori istituzionali dell'area dell'euro. È stata altresì migliorata sostanzialmente la diffusione delle statistiche dell'area dell'euro, a seguito del lancio del nuovo servizio di diffusione di dati online della BCE, lo *Statistical Data Warehouse*. Inoltre, la BCE, in stretta collaborazione con il Comitato per le statistiche del SEBC, ha continuato a contribuire all'ulteriore armonizzazione dei concetti statistici in Europa e alla revisione degli standard statistici internazionali di base.

4.1 STATISTICHE NUOVE O PIÙ ESAUSTIVE

Alla fine di maggio 2006 la BCE e l'Eurostat hanno pubblicato congiuntamente, per la prima volta, una serie integrata di conti annuali relativi al settore finanziario e non finanziario dell'area dell'euro per gli anni 1999-2004, che possono considerarsi come "conti nazionali" per l'area. Essi consentono, fra l'altro, un'analisi approfondita dei collegamenti fra gli andamenti finanziari e reali nell'economia nonché delle interrelazioni fra i vari settori dell'economia (famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e settore pubblico) e fra questi settori e il resto del mondo. Questi conti annuali hanno spianato la strada alla pubblicazione di un sistema integrato completo di conti trimestrali per l'area dell'euro suddivisi per settore entro metà 2007. L'Eurosistema sta preparando queste statistiche insieme all'Eurostat e agli istituti nazionali di statistica (INS).

Nel settembre 2006 sono state pubblicate sul sito Internet della BCE le prime statistiche mensili sulle consistenze dell'iniziativa *Short-Term European Paper* (STEP). Nel corso del 2007, queste dovrebbero essere integrate con dati statistici giornalieri su volumi e rendimenti (cfr. la sezione 3 del capitolo 4).

L'assetto giuridico per la raccolta delle statistiche monetarie è stato rafforzato con un nuovo regolamento destinato agli uffici dei conti correnti postali che raccolgono depositi e appartengono al settore delle società non finanziarie. Il Consiglio direttivo ha anche apportato modifiche di perfezionamento agli indirizzi della BCE in merito ai conti finanziari trimestrali e alle statistiche sulle finanze pubbliche. Conformemente alla pratica consolidata di integrare i propri atti giuridici con guide pratiche alla compilazione, la BCE ha anche pubblicato il volume *Government Finance Statistics Guide*.

Sono in corso lavori in svariati ambiti per migliorare le statistiche dell'area dell'euro negli anni a venire. In particolare, nel 2006 l'Eurosistema ha continuato a mettere a punto un quadro di riferimento per la raccolta di statistiche armonizzate sugli intermediari finanziari non monetari che sono attori importanti nei mercati finanziari, come i fondi di investimento e le società veicolo finanziarie. A tale riguardo sono stati compiuti progressi sostanziali e attualmente è in elaborazione un regolamento della BCE sugli obblighi di segnalazione statistica per i fondi di investimento. Inoltre, l'Eurosistema sta vagliando la necessità e la fattibilità di un miglioramento dei dati statistici sulle società di assicurazione e sui fondi pensione. È altresì oggetto di revisione il quadro normativo per le statistiche di bilancio delle IFM e per quelle dei tassi di interesse delle IFM, allo scopo di tener conto di nuove richieste degli utenti nonché degli andamenti economici e finanziari. Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero sono state integrate in un unico quadro, laddove l'evoluzione delle posizioni di fine periodo sono descritte non solo dalle transazioni, bensì anche da variazioni di valutazione derivanti da

variazioni dei prezzi e dei tassi di cambio nonché da altre correzioni.

Nell'elaborare le statistiche dell'area dell'euro richieste da utilizzatori interni ed esterni, il SEBC presta particolare attenzione a mantenere minimo l'onere della segnalazione statistica. In tale contesto, il SEBC ha continuato a lavorare nel 2006 allo sviluppo di un archivio centralizzato sui titoli (*Centralised Securities Database*, CSDB), i cui effetti dovrebbero divenire visibili negli anni a venire. Il CSDB, un progetto statistico a livello di SEBC in cui sono coinvolte sia la BCE sia le BCN, è una banca dati unica contenente informazioni di riferimento su ciascun titolo emesso nell'area dell'euro, rilevanti a fini statistici del SEBC. Nelle intenzioni, il CSDB dovrebbe costituire uno strumento per compilare e migliorare la qualità di una vasta gamma di statistiche finanziarie del SEBC.

Nel gennaio 2007 la BCE ha pubblicato per la prima volta gli indicatori di competitività armonizzati per i paesi dell'area dell'euro, basati sugli indici dei prezzi al consumo. Questi indicatori sono stati costruiti con la stessa metodologia e le stesse fonti di dati utilizzate per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro.

Infine, nel Bollettino mensile della BCE sono state inserite le stime dello stock di capitale dell'area dell'euro e della ricchezza immobiliare delle famiglie dell'area.

4.2 EVOLUZIONE DI ALTRI ASPETTI STATISTICI

Nel settembre 2006 la BCE ha lanciato sul proprio sito Internet un nuovo servizio di diffusione on-line delle statistiche del SEBC, più semplice da utilizzare e più esaustivo: lo *Statistical Data Warehouse*²⁰. Esso presenta interfacce di facile impiego che consentono agli utenti di trovare, visualizzare e scaricare rapidamente dati relativi all'area dell'euro, compresa in taluni casi la disaggregazione per paese. Nuove tavole di statistiche dell'area e di dati nazionali corrispondenti, inoltre, sono ora disponibili sui siti Internet sia della BCE sia delle BCN. Un esempio in

tal senso sono le tavole sui tassi di interesse armonizzati applicati dalle IFM sui depositi di, e sui prestiti a, famiglie e istituzioni non finanziarie.

Dal novembre 2006 gli utilizzatori delle statistiche dell'area dell'euro hanno anche avuto accesso a una descrizione esaustiva dei dati e dei metadati sul *Dissemination Standards Bulletin Board* dell'FMI²¹. Le descrizioni delle statistiche dell'area sono state elaborate dalla BCE e dall'Eurostat, con l'assistenza dell'FMI. La pagina del *Dissemination Standards Bulletin Board* relativa all'area offre anche l'accesso a un calendario anticipato di diffusione dei dati, nonché a statistiche dell'area dell'euro per varie categorie di dati.

Come negli anni precedenti, la BCE ha curato una serie di pubblicazioni statistiche quali *Le statistiche della BCE: uno sguardo d'insieme*, gli atti della terza conferenza della BCE sulle statistiche (*Financial statistics for a global economy*, 4-5 maggio 2006), e *Differences in MFI interest rates across euro area countries*. Un Occasional Paper dal titolo *Revision analysis for general economic statistics* ha fornito una valutazione dettagliata dell'affidabilità delle principali statistiche macroeconomiche dell'area dell'euro.

Altre pubblicazioni della BCE sono state migliorate con informazioni statistiche più esaustive, come l'allegato statistico al volume *Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries* (noto come *Blue Book*). A seguito di una profonda revisione dei dati raccolti, sono state migliorate la definizione e la raccolta dei dati sui pagamenti e sui titoli, il che ha implicato anche un miglioramento di diversi mesi nella tempestività della pubblicazione. È stata altresì ampliata la gamma degli indicatori di integrazione finanziaria inclusa nel rapporto semestrale della BCE *Indicators of financial integration in the euro area* (cfr. la sezione 3 del capitolo 4).

²⁰ <http://sdw.ecb.int/>

²¹ <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

Nel febbraio 2007 la BCE ha pubblicato il terzo rapporto annuale sulla qualità delle statistiche di bilancia dei pagamenti e di posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro. Il rapporto comprende valutazioni qualitative e indicatori quantitativi che possono aiutare gli utilizzatori nell'analisi di tali statistiche²².

La BCE ha continuato a cooperare strettamente con l'Eurostat e le altre organizzazioni internazionali ed è stata attivamente coinvolta nella revisione, attualmente in corso, degli standard statistici mondiali (il sistema dei conti nazionali, SNA93, e il manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI), della definizione di riferimento dell'OCSE di investimento diretto all'estero e della nomenclatura ISIC²³. La BCE sostiene e applica anche una serie di standard tecnici mondiali per lo scambio di dati²⁴.

4.3 LA PREPARAZIONE ALL'ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche svolgono un ruolo importante anche nel monitorare la convergenza degli Stati membri dell'UE non ancora appartenenti all'area dell'euro e, quindi, nella predisposizione dei rapporti sulla convergenza (cfr. la sezione 1.2 del capitolo 5).

I dati statistici necessari per valutare i progressi compiuti dagli Stati membri nel soddisfare i criteri di convergenza in materia di stabilità dei prezzi, posizione di bilancio, tassi di cambio e tassi di interesse a lungo termine sono forniti dall'Eurostat. La BCE, insieme alle BCN degli Stati membri interessati, assiste l'Eurostat nella produzione delle statistiche sui tassi di interesse a lungo termine e raccoglie ed elabora dati statistici aggiuntivi che integrano i quattro indicatori di convergenza primari.

Poiché la valutazione del processo di convergenza dipende in larga misura dalla qualità e dall'integrità delle statistiche sottostanti, la BCE tiene sotto stretta osservazione gli sviluppi nell'elaborazione e nella segnalazione di tali statistiche, in particolare di quelle sulle finanze

pubbliche. La BCE accoglie con favore le iniziative della Commissione europea relativamente all'applicazione di un Codice di condotta per l'Eurostat e gli INS. Ci si attende che l'osservanza di tale codice rafforzi l'indipendenza, l'integrità e la responsabilità per il proprio operato di tali istituzioni, caratteristiche essenziali per la produzione di statistiche affidabili e di alta qualità nell'UE.

²² http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf

²³ Standard internazionale di classificazione industriale di tutte le attività economiche (*International standard industrial classification of all economic activities*).

²⁴ Ad esempio, lo *Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX)*, un'iniziativa patrocinata da BRI, BCE, Eurostat, FMI, OCSE, Nazioni Unite e Banca mondiale a sostegno degli standard internazionali per lo scambio di informazioni statistiche.

5 LA RICERCA ECONOMICA

Obiettivo della ricerca economica condotta presso la BCE e nell'insieme dell'Eurosistema è fornire una solida base concettuale ed empirica per la definizione delle politiche economiche. L'attività di ricerca in seno all'Eurosistema è pertanto mirata ad accrescere le conoscenze circa il funzionamento dell'economia dell'area dell'euro e a fornire analisi, modelli e altri strumenti utili per la conduzione della politica monetaria dell'area e per l'adempimento di altri compiti dell'Eurosistema.

5.1 LE PRIORITA' DELLA RICERCA

Le attività di ricerca economica presso la BCE sono svolte soprattutto dalla Direzione Generale Ricerca economica, ma se ne occupano anche altri settori e in particolare la Direzione Generale Analisi economica. Il coordinamento è affidato al *Research Coordination Committee* (RCC), che stabilisce le priorità e raccorda i settori interessati dal lato della domanda o dell'offerta. A seguito di un nuovo mandato conferitogli nel 2006, l'RCC adotta ogni anno una relazione prospettica sulle priorità future, il Rapporto sulle priorità, e una relazione retrospettiva sulle attività svolte nell'ambito della ricerca economica presso la BCE, la Rassegna sulle attività. Entrambi i documenti sono sottoposti all'approvazione del Comitato esecutivo. Il Rapporto sulle priorità mette in luce le lacune di conoscenza in ciascuna area prioritaria, definisce gli obiettivi e stabilisce la ripartizione del lavoro tra i vari settori. La Rassegna sulle attività esamina i risultati della ricerca in termini sia di qualità accademica sia di rilevanza sul piano delle politiche e li misura alla luce degli obiettivi definiti dal precedente Rapporto sulle priorità.

Nel 2006 l'attività di ricerca si è articolata in sei filoni principali: previsioni e sviluppo di modelli; analisi sulla politica monetaria; meccanismo di trasmissione della politica monetaria; stabilità finanziaria; efficienza del sistema finanziario europeo; questioni internazionali. Nel seguito verrà offerta una breve trattazione di alcune di queste aree prioritarie.

Per quanto concerne le previsioni e lo sviluppo di modelli, nel 2006 sono state seguite due importanti linee di ricerca. La prima è rappresentata dall'ulteriore sviluppo del nuovo modello per l'area nel suo complesso, un modello dinamico stocastico di equilibrio generale per l'intera area dell'euro che incorpora gli ultimi sviluppi della letteratura, la cui capacità previsiva sarà presto sottoposta a verifica empirica. La seconda ha consentito di adottare con successo dei modelli fattoriali dinamici per la previsione a breve termine (trimestre in corso e successivo) degli andamenti del PIL. Una valutazione quasi in tempo reale della capacità previsiva di questi modelli ha dimostrato che funzionano molto bene in confronto ad approcci più tradizionali.

Dato il ruolo di primo piano dell'analisi monetaria nella strategia di politica monetaria della BCE, lo sviluppo di modelli e strumenti per estrarre il contenuto informativo degli aggregati monetari è stato oggetto di un esame approfondito. I risultati di questa e di altre ricerche connesse sono stati discussi nel novembre 2006 durante la quarta *ECB Central Banking Conference*, dal titolo *The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century*. Le relazioni presentate alla conferenza e una sintesi delle discussioni verranno raccolte in un volume che sarà pubblicato nell'estate del 2007.

Rispondendo a una richiesta avanzata dai responsabili della ricerca economica nelle banche centrali dell'Eurosistema, nel febbraio 2006 il Consiglio direttivo ha approvato la creazione di un *network* di ricerca sulle dinamiche salariali (*Wage Dynamics Network*) cui partecipano studiosi provenienti da 20 BCN dell'UE e dalla BCE. Il *network* ha un orizzonte temporale di due anni e si articola lungo quattro filoni di ricerca. Il primo esamina la caratterizzazione empirica delle dinamiche aggregate, nazionali e settoriali dei salari e di altri costi (non salariali) del lavoro nell'area dell'euro, oltre a realizzare un'analisi strutturale delle loro determinanti e della loro interazione con la dinamica dell'inflazione. Il secondo riguarda l'utilizzo di dati microeconomici sui salari e mira a determinare

la natura e la dimensione delle possibili rigidità, salariali e di altro tipo, presenti nel mercato del lavoro nei vari paesi e settori dell'area dell'euro, nonché il nesso tra i salari e la determinazione dei prezzi a livello di singola impresa. Il terzo filone valuta la possibilità di organizzare un'indagine *ad hoc* sulle retribuzioni, sugli altri costi del lavoro e sulle modalità con le quali le imprese fissano i loro prezzi. Il quarto riunisce in un'analisi generale i risultati degli altri filoni di attività al fine di individuare le implicazioni sul piano delle politiche economiche per l'area dell'euro. I risultati del *network* dovrebbero essere comunicati agli organi decisionali della BCE entro la metà del 2008.

Su richiesta della presidenza finlandese di turno dell'UE, la BCE ha contribuito con un suo lavoro a una discussione in seno al Consiglio Ecofin informale tenutosi a Helsinki il 28 e 29 settembre 2006. Nel documento, intitolato *The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe*, la BCE ha riconosciuto i notevoli progressi realizzati in Europa nell'ambito dell'integrazione finanziaria e gli effetti positivi di quest'ultima sulla produttività e la crescita economica. Ciò nonostante, la BCE ha fatto rilevare che le politiche mirate ad accrescere il grado di integrazione del sistema finanziario potrebbero essere utilmente affiancate da altre volte a promuovere la sua modernizzazione, in particolare migliorando il quadro di riferimento generale all'interno del quale operano i mercati dei capitali. Questa modernizzazione richiederebbe la promozione dell'innovazione finanziaria e l'introduzione di miglioramenti istituzionali e organizzativi intesi a incrementare l'efficienza del sistema finanziario, ad esempio riallocando i capitali alle industrie con le maggiori prospettive di crescita. Il documento conclude che il quadro di riferimento generale può essere migliorato, per esempio con riferimento ad aspetti specifici di *governance* interna, all'efficienza di alcuni ordinamenti giuridici nella soluzione delle controversie finanziarie, alle caratteristiche strutturali di alcuni sistemi bancari europei, come la tendenza verso una concentrazione dei mercati al dettaglio locali e le dimensioni della proprietà



pubblica delle banche. Infine, la relazione della BCE suggerisce l'opportunità di proseguire la ricerca sul finanziamento con capitale di ventura e sulla tendenza verso la cartolarizzazione.

Nel 2006 la seconda fase di attività del *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*, gestito dalla BCE e dal Center for Financial Studies (CFS), ha visto fra l'altro l'organizzazione di due conferenze. La settima conferenza sulla modernizzazione del sistema finanziario e la crescita economica in Europa è stata ospitata dalla Deutsche Bundesbank a Berlino lo scorso settembre. Una delle conclusioni raggiunte è stata che le economie con mercati dei capitali più ampi sono più reattive e si adattano più rapidamente alle innovazioni tecnologiche. Tale effetto perdura anche quando si tiene conto della quota di proprietà pubblica delle banche e dell'efficienza del sistema giuridico. È inoltre emerso che l'inadeguatezza della normativa sui titoli influisce sullo sviluppo e sulla liquidità dei mercati azionari. L'altra conferenza – l'ottava del *network* – si è incentrata sull'integrazione finanziaria e la stabilità in Europa ed è stata ospitata dal Banco de España a Madrid alla fine di novembre. Una conclusione rilevante è che la correlazione tra i rischi delle singole banche in Europa sembra essere aumentata di recente, soprattutto per quanto concerne gli istituti di grandi dimensioni. Inoltre, per i paesi industriali, ci sono riscontri del fatto che le operazioni di fusione transfrontaliere comporterebbero un maggiore livello di rischio per la banca acquirente rispetto alle fusioni realizzate in ambito nazionale. Allo stesso tempo, tuttavia, le stime disponibili suggeriscono che una maggiore concorrenza nel settore bancario potrebbe effettivamente accrescere la stabilità finanziaria.

Nel febbraio 2006 il Consiglio direttivo, sulla base di una proposta dei responsabili della

ricerca presso le banche centrali dell'Euro-sistema, ha autorizzato l'istituzione di una *task force* incaricata di studiare l'utilità e la fattibilità di un'indagine per la raccolta di dati sui finanziamenti e i consumi delle famiglie. In dicembre la *task force* ha presentato al Consiglio direttivo un rapporto in cui ha illustrato l'utilità di tali dati ai fini dell'analisi e della formulazione delle politiche per importanti funzioni dell'Eurosistema e in particolare per la politica monetaria, la stabilità finanziaria e i sistemi di pagamento. L'indagine consentirebbe di capire meglio aspetti quali: la vulnerabilità del settore delle famiglie ai prezzi delle attività; la propensione al consumo rispetto alla ricchezza; gli effetti dell'integrazione e dell'innovazione finanziarie; l'impatto dell'invecchiamento demografico e delle riforme pensionistiche sul risparmio e sui profili di consumo delle famiglie. Benché alcuni paesi dell'area dell'euro già conducano indagini di questo tipo, al momento non esistono dati raffrontabili per l'intera area. Il Consiglio direttivo ha deciso di costituire un network che prepari una proposta articolata sull'indagine, comprendente una descrizione completa del questionario da utilizzare e delle modalità di attuazione. Tale proposta costituirà la base per un'analisi finale dei costi e benefici che consentirà al Consiglio di decidere se effettuare l'indagine.

5.2 PUBBLICAZIONI E CONFERENZE

I risultati dei programmi di ricerca condotti in seno alla BCE o in collaborazione con questa sono stati in gran parte presentati nella collana dei *Working Paper* e, in misura minore, in quella degli *Occasional Paper* della BCE, nonché in occasione di diverse conferenze e seminari. Nel 2006 sono stati pubblicati 137 *Working Paper*; a 87 di questi hanno contribuito esperti della BCE, mentre i restanti 50 sono stati elaborati da ricercatori esterni nell'ambito di programmi di visita, *network* di ricerca dell'Eurosistema o conferenze organizzate dalla BCE. Benché realizzati e distribuiti anche in formato cartaceo

(soprattutto a biblioteche e istituzioni), i *Working Paper* hanno come principale canale di divulgazione il sito Internet della BCE: nel 2006 ne sono state scaricate quasi 280.000 copie al mese.

La domanda di *Working Paper* non costituisce l'unico metro di valutazione della qualità della collana. Obiettivo della collana è stimolare il dibattito sui risultati della ricerca prima della loro pubblicazione finale in riviste accademiche o libri. Ciò nonostante, la sede di pubblicazione finale di uno studio rappresenta un indicatore importante della sua qualità accademica. Dei *Working Paper* presentati tra il 1999 e il 2002, circa il 50 per cento è stato pubblicato in riviste accademiche soggette alla valutazione di *referee* e il 13 per cento in volumi collettivi. L'impatto della collana può essere misurato anche attraverso il numero di riferimenti in altri lavori. Secondo statistiche basate sulla banca dati *Research Papers in Economics*, ciascun *Working Paper* della BCE è citato in media 3,4 volte nelle pubblicazioni accademiche.

Dal novembre 2004 la Direzione Generale Ricerca economica della BCE realizza un Bollettino della ricerca (*Research Bulletin*) che, a partire dal suo quinto numero uscito nel dicembre 2006, è pubblicamente disponibile. Scopo di questo Bollettino di 12 pagine è informare un ampio pubblico non solo di esperti circa le attività di ricerca svolte in seno alla BCE o in collaborazione con questa su argomenti rilevanti per le banche centrali. Se la collana dei *Working Paper* si rivolge soprattutto a un pubblico di specialisti, gli articoli contenuti nel *Research Bulletin* – che riflettono i pareri dei singoli autori – servono a comunicare in modo conciso e accessibile i risultati delle ricerche più avanzate.

Oltre alle pubblicazioni e agli eventi menzionati, nel corso dell'anno la BCE ha interagito con il mondo accademico ospitando una serie di conferenze e *workshop*, fra cui: una conferenza dal titolo *Monetary policy: a journey from theory to practice*, tenutasi a marzo in onore dell'allora

membro del Comitato esecutivo Otmar Issing; una conferenza intitolata *Issues related to central counterparty clearing* in aprile; il *workshop* su *Corporate finance and monetary policy* in maggio; una conferenza su *Financial globalisation and integration* in luglio; il settimo seminario dello Euro Area Business Cycle Network, intitolato *Estimation and empirical validation of structural models for business cycle analysis* in agosto; una conferenza su *Monetary policy, asset markets and learning* in novembre; la quarta conferenza dell'International Research Forum on Monetary Policy in dicembre; un seminario sul mercato del lavoro organizzato in collaborazione con il Centre for Economic Policy Research dal titolo *Wage and labour cost dynamics*, sempre in dicembre.

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

6.1 IL RISPETTO DEI DIVIETI CONCERNENTI IL FINANZIAMENTO MONETARIO E L'ACCESSO PRIVILEGIATO

Ai sensi dell'articolo 237, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte di tutte le BCN dell'UE e della BCE stessa, dei divieti derivanti dagli articoli 101 e 102 del Trattato e dai Regolamenti (CE) nn. 3603/93 e 3604/93 del Consiglio. L'articolo 101 proibisce alla BCE e alle BCN di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia a governi e a istituzioni o organismi della Comunità, nonché di acquistare strumenti di debito direttamente da questi. L'articolo 102 vieta qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra a governi e a istituzioni o organi delle Comunità un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Parallelamente al Consiglio direttivo, la Commissione europea verifica l'osservanza delle disposizioni sopra menzionate da parte degli Stati membri.

La BCE tiene sotto osservazione anche gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale e dai settori pubblici di altri Stati membri, effettuati dalle banche centrali dell'UE. Ai sensi del considerando del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, l'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non deve servire ad aggirare l'obiettivo dell'articolo 101 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Nel 2006 il Consiglio direttivo ha riscontrato due casi di non ottemperanza ai suddetti requisiti del Trattato e ai relativi Regolamenti del Consiglio. La Banca d'Italia e la Deutsche Bundesbank hanno riportato acquisti sul mercato primario di strumenti di debito emessi dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Il 10 gennaio 2006 la Banca d'Italia ha acquistato titoli denominati in dollari statunitensi emessi dalla BEI per un ammontare pari a 50 milioni di dollari statunitensi per finalità di gestione delle riserve. Nell'ambito di test operativi eseguiti

allo scopo di acquisire esperienza nel trattamento di titoli di debito emessi da istituti sopranazionali, la Deutsche Bundesbank ha condotto tre transazioni sul mercato primario (il 9 gennaio 2006 per un ammontare di 50 milioni di dollari statunitensi; il 20 aprile 2006 per 15 milioni di dollari statunitensi e il 16 maggio 2006 per 10 milioni di dollari statunitensi) con le quali ha acquistato titoli denominati in dollari statunitensi emessi dalla BEI per un ammontare complessivo pari a 75 milioni di dollari statunitensi. Essendo la BEI un organismo comunitario, tali acquisti costituiscono una violazione del divieto di finanziamento monetario derivante dall'articolo 101 del Trattato e dal Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio. Nel caso della Banca d'Italia gli strumenti di debito emessi dalla BEI acquistati nel mercato primario sono stati venduti in data 8 marzo 2006. La Deutsche Bundesbank ha venduto gli strumenti di debito emessi dalla BEI acquistati nel mercato primario il 6 settembre 2006. Inoltre, ambedue le BCN hanno preso immediati provvedimenti per evitare il ripetersi di tali evenienze nel futuro.

6.2 LE FUNZIONI CONSULTIVE

L'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato richiede che la BCE sia consultata su ogni proposta di legge comunitaria o nazionale che rientra nella sua sfera di competenza²⁵. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE.

Nel 2006 la BCE ha adottato 62 pareri di cui 10 in risposta a consultazioni da parte del Consiglio UE e 52 in risposta a consultazioni da parte delle autorità nazionali, a fronte di un totale di 61 pareri adottati nel 2005. L'elenco dei pareri adottati nel 2006 è allegato al presente Rapporto annuale.

A seguito di una deliberazione degli organi decisionali della BCE nel 2005, il formato e la struttura dei pareri relativi alle proposte legislative

²⁵ Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultare la BCE, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato (GU C 191 del 29.7.1992, pag. 18).

comunitarie sono stati riorganizzati, in modo da rendere più agevole la consultazione dei pareri e accrescerne l'efficacia.

Particolarmente degni di nota sono i seguenti cinque pareri emanati dalla BCE su disegni di legge comunitari.

Successivamente all'abrogazione della deroga per la Slovenia, decisa in conformità con la procedura prevista dall'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la BCE è stata consultata in merito a una proposta di regolamento del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 974/98 relativo all'introduzione dell'euro e su una proposta di regolamento del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 2866/98 sui tassi di conversione tra l'euro e le valute degli Stati membri che adottano l'euro.²⁶

Nel suo parere su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno e recante modifica delle Direttive 97/7/CE, 2000/12/CE e 2002/65/CE²⁷, la BCE ha espresso apprezzamento per questa iniziativa tesa a creare un quadro giuridico articolato per i servizi di pagamento nell'UE, facilitare l'attuazione dell'Area unica dei pagamenti in euro e pervenire a un'armonizzazione delle regole di accesso al mercato dei servizi di pagamento. Al tempo stesso, la BCE ha ravvisato la necessità di approfondire determinati aspetti, quali: la facoltà degli istituti di pagamento di ricevere e detenere fondi con caratteristiche economiche e legali simili a quelle dei depositi o della moneta elettronica; specifiche lacune nel regime normativo e di vigilanza prefigurato; l'esigenza di maggiori tutele per i fondi degli utenti dei servizi di pagamento; l'assenza di requisiti patrimoniali e talune ambiguità nell'elenco delle attività ammesse.

La BCE è stata inoltre consultata e ha reso un parere²⁸ su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 92/49/CEE²⁹ e le Direttive 2002/83/CE³⁰, 2004/39/CE³¹, 2005/68/CE³² e 2006/48/CE³³ per quanto riguarda le regole pro-

cedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario³⁴ (cfr. la sezione 2.2 del capitolo 4).

La BCE ha emanato di propria iniziativa un parere³⁵ relativo a un progetto di direttiva della Commissione recante modalità di esecuzione della Direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)³⁶ per quanto riguarda il chiarimento di alcune definizioni³⁷. È la prima

26 CON/2006/36. La BCE è stata inoltre sentita dalle autorità slovene, estoni, cipriote e maltesi relativamente alla legislazione nazionale atta a facilitare la futura introduzione dell'euro nei rispettivi Stati membri (cfr. CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 e CON/2006/43).

27 CON/2006/21.

28 CON/2006/60 del 18 dicembre 2006 (GU C 27 del 7.2.2007, pag. 1)

29 Direttiva 92/49/CEE del Consiglio, del 18 giugno 1992, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita e che modifica le Direttive 73/239/CEE e 88/357/CEE (terza direttiva assicurazione non vita) (GU L 228 dell'11.8.1992, pag. 1). Direttiva come da ultimo modificata dalla Direttiva 2005/68/CE (GU L 323 del 9.12.2005, pag. 1).

30 Direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita (GU L 345 del 19.12.2002, pag. 1). Direttiva come da ultimo modificata dalla Direttiva 2005/68/CE (GU L 323 del 9.12.2005, pag. 1).

31 Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le Direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1). Direttiva come da ultimo modificata dalla Direttiva 2006/31/CE (GU L 114 del 27.4.2006, pag. 60).

32 Direttiva 2005/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2005, relativa alla riassicurazione e recante modifica delle Direttive 73/239/CEE e 92/49/CEE del Consiglio nonché delle Direttive 98/78/CE e 2002/83/CE (GU L 323 del 9.12.2005, pag. 1).

33 Direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione) (GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1).

34 COM/2006/507 def.

35 CON/2006/57 del 12 dicembre 2006 (GU C 31 del 13.2.2007, pag. 1).

36 Direttiva del Consiglio 85/611/CEE, del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 375 del 31.12.1985, pag. 3). Direttiva come da ultimo modificata dalla Direttiva 2005/1/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 79 del 24.3.2005, pag. 3).

37 Documento di lavoro della Commissione ESC/43/2006.

volta che la BCE formula un parere su un progetto di misure attuative adottate nell'ambito della procedura di comitatologia. La BCE si è pronunciata sulle disposizioni relative all'ammissibilità degli strumenti del mercato monetario ad essere utilizzati dagli OICVM a fini di investimento, suggerendo segnatamente che i medesimi requisiti relativi alla comunicazione e all'informazione siano applicati alle istituzioni finanziarie regolamentate e agli emittenti societari di strumenti del mercato monetario, così da promuovere la trasparenza e l'armonizzazione nel mercato europeo di questi strumenti.

Infine, il 15 febbraio 2007 la BCE ha adottato un parere³⁸ su una proposta di modifica di otto direttive nel settore finanziario al fine di introdurre una nuova "procedura normativa con scrutinio" nel contesto delle procedure di comitatologia di tali direttive e abrogare le previsioni che pongono un limite temporale alla delega alla Commissione dei poteri di esecuzione. Nel suo parere, la BCE ha evidenziato la circostanza che gli atti di esecuzione di secondo livello previsti dal metodo Lamfalussy costituiscono "proposte di atti comunitari" ai sensi dell'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, sui quali la BCE deve essere consultata³⁹.

La BCE ha continuato a essere consultata dalle autorità nazionali su questioni attinenti alle BCN, in particolare su modifiche degli statuti delle banche centrali di Belgio, Repubblica Ceca, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Lussemburgo, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Polonia e Slovenia⁴⁰, nonché sulla legislazione nazionale atta a facilitare la futura introduzione dell'euro⁴¹. La BCE è stata sentita dalla Lettonia su un progetto di modifica costituzionale teso a confermare lo status della Latvijas Banka in seno alla Costituzione. Pur accogliendo con favore il disegno di legge, la BCE ha sottolineato l'importanza di assicurare che gli emendamenti proposti non comportassero alcuna modifica delle funzioni e dello status della Latvijas Banka, ma che riaffermassero unicamente la posizione di quest'ultima all'interno della gerarchia istituzionale a livello costituzionale. La BCE è stata inoltre consultata dalla Finlan-

dia sulla riforma della legge sui poteri in caso di emergenza⁴². Come nel precedente parere su questioni attinenti ai poteri in caso di emergenza⁴³, la BCE ha raccomandato di modificare il progetto di legge in modo che i poteri di esclusiva competenza del SEBC non possano essere esercitati dalle autorità nazionali ove non si configuri una delle situazioni di emergenza contemplate dall'articolo 297 del Trattato.

Nel campo della politica monetaria la BCE è stata consultata sul regime delle riserve minime da Estonia, Lettonia e Slovenia⁴⁴. Nei relativi pareri, la BCE ha posto l'accento sui vantaggi presentati dal graduale conseguimento di sostanziale corrispondenza con il regime delle riserve minime stabilito dalla BCE. In proposito, ha fatto rilevare che, dopo l'introduzione dell'euro, l'obbligo di riserva della BCE si applicherebbe alle banche di credito cooperativo lettoni. La BCE è stata altresì sentita dalle autorità nazionali su questioni connesse con l'introduzione di una lista unica di attività stanziabili in garanzia e in particolare su alcune modifiche allo statuto della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique⁴⁵.

In materia di vigilanza finanziaria, la BCE ha reso il primo parere formulato di propria iniziativa su progetti di legge nazionali in relazione alla mancata consultazione della BCE, da parte del ministero delle finanze olandese, sulla seconda parte di un disegno di legge relativo all'introduzione di un modello di vigilanza funzionale⁴⁶. Un parere della BCE è stato richiesto dalle autorità polacche riguardo a una proposta

38 CON/2007/4.

39 CON/2007/4.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 e CON/2006/58.

41 In particolare, la BCE è stata sentita dalle autorità di Slovenia, Estonia, Cipro e Malta sulla legislazione nazionale atta a facilitare la futura introduzione dell'euro nei rispettivi Stati membri (cfr. CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 e CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 e CON/2006/41.

45 CON/2006/40.

46 CON/2006/20.

legislativa volta a creare nel paese un nuovo assetto istituzionale per la vigilanza del settore bancario, dei mercati finanziari, delle assicurazioni e dei fondi pensione⁴⁷. In linea con passate consultazioni concernenti le riforme in materia di vigilanza bancaria e finanziaria, il parere della BCE ha espresso apprezzamento per il coinvolgimento delle banche centrali nelle funzioni di vigilanza prudenziale, ha valutato positivamente il modello di vigilanza esistente e sottolineato la necessità di mantenere nel nuovo assetto di vigilanza le competenze dei settori bancario e finanziario. In un parere successivo, la BCE ha raccomandato che alla Narodowy Bank Polski venisse espressamente attribuita la sorveglianza dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli, poiché tale funzione è inerente al compito precipuo delle banche centrali di promuovere un'infrastruttura di mercato solida, a salvaguardia dell'efficacia della politica monetaria e della generale stabilità del sistema finanziario⁴⁸.

6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI INDEBITAMENTO E PRESTITO PER CONTO DELLA COMUNITÀ EUROPEA

Ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato e dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002, la BCE continua a essere competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e prestito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2006 la BCE non ha svolto alcun compito di gestione. Non esistevano saldi residui a fine 2005 e non sono state aperte nuove operazioni durante il 2006.

6.4 I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel corso del 2006, una gamma completa di servizi ha continuato ad essere offerta in applicazione del quadro di riferimento per la gestione delle attività di riserva denominate in euro della clientela dell'Eurosistema, introdotto nel gen-

naio 2005 e destinato a banche centrali, autorità monetarie e agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro, nonché a organizzazioni internazionali. Le prestazioni sono offerte, sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato, da singole banche centrali dell'Eurosistema (in qualità di fornitori di servizi dell'Eurosistema), che agiscono come fornitori di servizi dedicati. La BCE svolge un ruolo di coordinamento generale, garantendo l'ordinato funzionamento dell'assetto. Il numero di clienti che ha intrattenuto una relazione commerciale con l'Eurosistema nel 2006 è rimasto stabile rispetto all'anno precedente. Per quanto concerne i servizi, si è registrato un lieve incremento delle disponibilità liquide totali e/o delle consistenze in titoli detenute dai clienti.

⁴⁷ CON/2006/15.

⁴⁸ CON/2006/53.



CAPITOLO 3

L'INGRESSO DELLA SLOVENIA NELL'AREA DELL'EURO

I GLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI IN SLOVENIA

L'11 luglio 2006 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione con la quale consentiva alla Slovenia di aderire all'area dell'euro e di adottare l'euro come valuta ufficiale dal 1° gennaio 2007. La decisione del Consiglio si è basata sui rapporti sulla convergenza pubblicati dalla BCE e dalla Commissione europea a maggio del 2006, su un parere del Parlamento europeo e su una proposta della Commissione europea. Con un regolamento emanato lo stesso giorno, il Consiglio Ecofin ha inoltre fissato in modo irrevocabile il tasso di conversione del tallero sloveno nei confronti dell'euro; tale tasso, pari a 239,640 talleri per euro, corrispondeva alla parità centrale concordata al momento dell'adesione del paese agli AEC II, il 28 giugno 2004. Durante tutto il periodo di partecipazione agli AEC II il tallero si era mantenuto in prossimità della parità centrale con l'euro, alla quale veniva inoltre scambiato il giorno in cui è stato stabilito il tasso di conversione.

Un'analisi condotta lungo gli ultimi dieci anni mostra che la Slovenia ha compiuto progressi notevoli nel conseguire bassi tassi di inflazione. Dal livello elevato dell'8,3 per cento nel 1997, l'inflazione al consumo è diminuita gradualmente, collocandosi al 6,1 per cento nel 1999. Dopo una temporanea interruzione, ascrivibile a diversi fattori, fra cui l'introduzione di un'imposta sul valore aggiunto, l'espansione della domanda interna, i forti incrementi salariali e l'aumento dei prezzi all'importazione, l'inflazione è tornata a diminuire dopo il 2000, portandosi al 2,5 per cento nel 2005. Nel 2006 il tasso medio di inflazione misurato sullo IAPC si è mantenuto al 2,5 per cento, peraltro in un contesto di variabilità relativamente elevata indotta dai corsi petroliferi. La recente dinamica inflazionistica è stata attenuata, nel complesso, dalla componente relativa ai beni industriali non energetici, mentre il maggiore impatto al rialzo è provenuto dalle componenti energetica e dei servizi.

Il calo dell'inflazione va considerato nel quadro di vigorosa crescita economica. Nell'ultimo decennio il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali è stato del 4,1 per cento, un

valore superiore alla media dell'area. Dopo un'espansione relativamente modesta fra il 2001 e il 2003, il prodotto ha segnato una ripresa a partire dal 2004; nel 2006 è cresciuto del 5,2 per cento, a fronte del 4,0 del 2005 (cfr. tavola 15). Questi risultati hanno determinato un significativo progresso sul piano della convergenza reale, portando il PIL pro capite della Slovenia (in termini di parità di potere d'acquisto) dal 65 per cento del livello medio dell'area dell'euro nel 1997 (il livello, ad ogni modo, più elevato fra i paesi dell'Europa centrale e orientale entrati a far parte dell'UE a maggio del 2004), al 78 per cento nel 2006. Per quanto riguarda l'evoluzione dei conti con l'estero, negli ultimi dieci anni la Slovenia ha registrato in media un disavanzo del conto corrente e del conto capitale pari all'1,6 per cento del PIL. Nel 2006 tale disavanzo è aumentato al 3,4 per cento, dal 2,4 del 2005.

Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste relativamente stabili nell'ultimo decennio, con un tasso di disoccupazione collocatosi per lo più fra il 6 e il 7 per cento. Nel 2006, in concomitanza con il rafforzamento dell'attività economica, il tasso di crescita dell'occupazione è salito allo 0,6 per cento (dallo 0,3 nel 2005), mentre il tasso di disoccupazione è sceso al 6,0 per cento (dal 6,5 nel 2005). A seguito dei cambiamenti strutturali che hanno interessato il mercato del lavoro negli ultimi anni, l'occupazione è aumentata nel settore dei servizi, mentre è diminuita nel comparto manifatturiero. Vi è una sempre minore corrispondenza fra la domanda di lavoratori con qualifiche elevate e l'offerta di manodopera scarsamente qualificata.

Il processo di convergenza della Slovenia è stato sostenuto dalla politica di bilancio. Fra il 2000 (anno cui si riferiscono i primi dati comparabili sul disavanzo pubblico) e il 2005 il rapporto disavanzo/PIL è sceso dal 3,8 all'1,4 per cento. Nel 2006 il disavanzo del settore pubblico allargato, pari all'1,6 per cento del PIL, è risultato sostanzialmente in linea con quello riportato nell'aggiornamento del programma di convergenza del 2005, nonostante una crescita economica superiore al previsto e un andamento

di bilancio più favorevole nel 2005. Per quanto concerne il rapporto debito pubblico/PIL, le stime per il 2006 indicano un lieve aumento, al 28,5 per cento dal 28,0 del 2005. Stando all'aggiornamento del programma di stabilità, l'incidenza della spesa totale sul PIL ha continuato a diminuire nel 2006, per oltre 0,5 punti percentuali. La spesa pensionistica, pari al 10,9 per cento del PIL nel 2005, è alquanto elevata rispetto ad altri paesi dell'UE; essa dovrebbe aumentare in misura consistente fino al 2050 e il suo impatto sui conti pubblici nel lungo periodo sarà presumibilmente fra i più rilevanti all'interno dell'UE.

Anche la politica monetaria ha favorito il processo di convergenza. Nel 2001 la Slovenia si è dotata di un nuovo assetto per la conduzione della politica monetaria, iscrivendo l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi nella nuova legge sulla Banka Slovenije. È stata abbandonata la strategia basata su un obiettivo intermedio di crescita monetaria ed è stato introdotto

un quadro di riferimento per la politica monetaria basato su due pilastri, che tiene conto sia delle dinamiche monetarie, sia degli andamenti dell'economia reale. A ciò si è affiancata una politica del cambio improntata a considerazioni di parità scoperta dei tassi di interesse, che si è tradotta in un graduale deprezzamento del tallero nei confronti dell'euro, consentendo alla Banka Slovenije di mantenere i tassi di interesse su un livello sufficientemente alto da favorire il processo di disinflazione. Dopo l'adesione agli AEC II, il 28 giugno 2004, la politica monetaria della Slovenia è stata orientata al mantenimento della stabilità del cambio tallero/euro.

Nel corso del 2006 la politica monetaria della Banka Slovenije ha continuato a essere orientata al perseguimento della stabilità dei prezzi nel quadro di riferimento degli AEC II e al mantenimento della stabilità del cambio tallero/euro. Nel contempo, la Banka Slovenije ha progressivamente ridotto i tassi di interesse per assicurare un'ordinata transizione verso

Tavola 15 Principali indicatori economici per la Slovenia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Crescita del PIL in termini reali	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali:</i>										
Domanda interna incluse le scorte	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Esportazioni nette	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
Inflazione misurata sullo IAPC	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Redditi per occupato	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
CLUP nominale (intera economia)	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Saldo di conto corrente e conto capitale (in perc. del PIL)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Occupazione totale	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro) ¹⁾	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Avanzo (+) o disavanzo (-) delle										
amministrazioni pubbliche (in perc. del PIL)	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (in perc. del PIL)	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) ²⁾										
Rendimento a lungo termine dei titoli di Stato a dieci anni, valori perc. in ragione d'anno ²⁾	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
Tasso di cambio nei confronti dell'euro ^{2),3)}	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: i dati del debito pubblico precedenti al 1999 non sono raffrontabili con quelli disponibili dal 1999 a causa di modifiche apportate alla metodologia e alle fonti; per la stessa ragione, i dati del disavanzo pubblico anteriori al 2000 non sono raffrontabili con quelli a partire dal 2000.

1) Dati destagionalizzati.

2) Media annua.

3) Fino al termine del 1998, i dati si riferiscono al tallero sloveno per ECU.

l'adozione dell'euro. A gennaio 2006 il tasso sui titoli in talleri a sessanta giorni si collocava al 4,0 per cento. Successivamente la Banka Slovenije ha ridotto questo tasso, portandolo al 3,25 per cento in luglio, quando il Consiglio Ecofin ha confermato che la Slovenia soddisfaceva le condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica. In agosto la Banka Slovenije ha aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base, riflettendo l'incremento di quelli della BCE nello stesso mese, per poi lasciarli invariati nella restante parte dell'anno. A seguito degli incrementi dei tassi di riferimento della BCE di ottobre e dicembre, il tasso sui titoli in talleri a sessanta giorni risultava alla fine dell'anno allineato con il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

Nel corso del 2006 il tasso sloveno a tre mesi del mercato monetario si è mosso in linea con i tassi di riferimento della banca centrale. La progressiva convergenza dei tassi di interesse a breve termine sloveni verso il livello dell'area dell'euro si era conclusa sostanzialmente in ottobre. Per contro, i tassi a lungo termine si collocavano su livelli prossimi a quelli dell'area già dalla metà del 2004. Ciò ha riflesso la fiducia del mercato nei confronti dell'evoluzione generale dell'economia e dei conti pub-

blici in Slovenia e la credibilità delle sue politiche monetaria e del cambio.

Dopo l'adozione dell'euro, la sfida principale cui si confronta la Slovenia è perseguire politiche economiche appropriate, atte a favorire una crescita economica vigorosa e ad assicurare un elevato grado di convergenza sostenibile. Poiché la Slovenia non può più ricorrere a una politica monetaria e del cambio indipendente per realizzare i propri obiettivi economici, un'opportuna gestione delle politiche strutturali e di bilancio ha acquisito ancora maggiore rilevanza. In questo contesto, è fondamentale affrontare le rigidità strutturali ancora esistenti nel mercato del lavoro e migliorare la flessibilità del mercato dei beni e servizi. È auspicabile che la crescita dei salari non anticipi quella della produttività del lavoro, in modo da preservare la competitività dell'economia, e che vengano eliminati i restanti meccanismi di indicizzazione dei salari e di taluni trasferimenti sociali. Il perseguimento di un'ambiziosa strategia di risanamento dei conti pubblici sarà determinante per evitare che nei prossimi anni possano emergere pressioni inflazionistiche dal lato della domanda. Inoltre, alla luce del progressivo sviluppo dei mercati finanziari della Slovenia, associato fra l'altro alla rapida crescita del credito, occorrerà esplicitare un'efficace attività di supervisione finanziaria.

Riquadro 8

LE IMPLICAZIONI STATISTICHE DELL'ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO ALLA SLOVENIA

Con l'ingresso della Slovenia, il 1° gennaio 2007, si è presentata per la seconda volta la necessità di modificare le serie statistiche relative all'area dell'euro al fine di tener conto di un nuovo paese membro. La predisposizione delle statistiche per l'area dell'euro così ampliata è stata effettuata, ove necessario, in collaborazione con la Commissione europea.

In seguito alla adesione della Slovenia, i residenti sloveni sono divenuti residenti dell'area dell'euro. Ciò influisce su quelle informazioni statistiche per le quali gli aggregati dell'area dell'euro non risultano dalla semplice somma dei singoli dati nazionali, come le statistiche monetarie, di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale nei confronti dell'estero, nonché i conti finanziari, in quanto è ora necessario consolidare le transazioni fra i residenti sloveni e quelli del resto dell'area dell'euro.

Da gennaio del 2007 la Slovenia deve ottemperare all'insieme degli obblighi statistici della BCE, fornendo dati nazionali pienamente armonizzati e comparabili¹. Considerati i tempi necessari per la predisposizione delle nuove statistiche, la Banka Slovenije e la BCE hanno avviato i lavori preparatori con largo anticipo rispetto all'adesione della Slovenia all'UE. La Banka Slovenije ha intensificato le attività volte a soddisfare i requisiti della BCE dopo essere divenuta membro del SEBC così che al momento dell'adesione della Slovenia all'area dell'euro era pronta ad adempiere agli obblighi di segnalazione statistica con riferimento alle variabili monetarie, bancarie, di bilancia dei pagamenti e altre statistiche finanziarie. La Banka Slovenije ha inoltre portato a termine i preparativi necessari per l'integrazione delle istituzioni creditizie slovene nel regime di riserva obbligatoria della BCE e per l'assolvimento dei necessari requisiti statistici.

Per quanto riguarda i soggetti segnalanti e le BCN dei paesi già appartenenti all'area dell'euro, l'allargamento ha implicato che, da gennaio del 2007, essi devono riportare le transazioni (o flussi) e le posizioni nei confronti dei residenti sloveni fra quelle relative all'area dell'euro, e non più come transazioni e posizioni nei confronti di residenti esterni all'area.

Inoltre, la Slovenia e gli altri paesi dell'area dell'euro hanno dovuto fornire dati storici con una disaggregazione geografica e settoriale sufficientemente dettagliata, risalenti almeno al 2004, anno di adesione della Slovenia all'UE.

Per quanto riguarda la pubblicazione delle statistiche dell'area dell'euro, la BCE offre agli utenti accesso online a due basi dati, una contenente tutti i dati storici, dai primi disponibili, riferiti all'area dell'euro nella sua composizione attuale (ossia, inclusa la Slovenia), l'altra contenente i dati relativi all'area nelle sue diverse composizioni, a partire dall'aggregato a undici paesi nel 1999.

¹ I requisiti delle statistiche della BCE sono sintetizzati nel documento: *Le statistiche della BCE: presentazione generale*, aprile 2006.

2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA BANKA SLOVENIJE NELL'EUROSISTEMA

Ai sensi dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la BCE ha esaminato lo statuto della Banka Slovenije e la normativa slovena rilevante per verificarne la conformità con l'articolo 109 del Trattato stesso. Come dichiarato nel Rapporto sulla convergenza del maggio 2006 concernente la Lituania e la Slovenia, la BCE ha espresso una valutazione favorevole sulla compatibilità della legislazione slovena con il Trattato e con lo Statuto del SEBC.

La BCE e la Banka Slovenije hanno predisposto una serie di strumenti giuridici finalizzati ad assicurare l'integrazione della banca centrale slovena nell'Eurosistema il 1° gennaio 2007. Il quadro giuridico dell'Eurosistema è stato adeguato a seguito della decisione di abrogare la deroga nei confronti della Slovenia, adottata dal Consiglio Ecofin l'11 luglio 2006¹. L'introduzione dell'euro in Slovenia e l'integrazione della Banka Slovenije nell'Eurosistema hanno inoltre richiesto la modifica di alcuni strumenti giuridici sloveni. Il 30 marzo 2006 lo statuto della banca centrale slovena è stato allineato con le raccomandazioni contenute nel Rapporto sulla convergenza pubblicato dalla BCE nel 2004. La Slovenia aveva consultato la BCE sulle proposte di modifica allo statuto della propria banca centrale il 13 marzo e la BCE ha successivamente adottato un parere in cui proponeva ulteriori modifiche che hanno poi trovato riflesso nella versione finale dello statuto della Banka Slovenije². Nel corso del 2006 la BCE è stata inoltre consultata in merito alle modifiche da apportare ad altri atti normativi sloveni concernenti ambiti quali l'attività bancaria³, gli obblighi di riserva⁴ e le garanzie⁵.

La decisione adottata dal Consiglio Ecofin l'11 luglio 2006 ha comportato sia la modifica del regolamento (CE) n. 974/98 del Consiglio per consentire l'introduzione dell'euro in Slovenia⁶ sia l'adozione del regolamento (CE) n. 1086/2006, che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 e con il quale è stato fissato il tasso di conversione irrevocabile tra l'euro e il tallero sloveno⁷. Il Consiglio si è consultato con la BCE quanto alle proposte per entrambi i regolamenti, sui quali la BCE ha adottato un parere⁸.

La BCE ha adottato due indirizzi intesi ad agevolare l'introduzione dell'euro in Slovenia. Il primo (BCE/2006/10) ha fatto in modo che le banconote in talleri potessero essere cambiate in banconote e monete in euro in tutti i paesi dell'area dell'euro⁹, mentre il secondo (BCE/2006/9) ha reso possibile la consegna anticipata di banconote e monete in euro prima della data di sostituzione del contante¹⁰. La BCE è stata inoltre consultata in merito a un progetto di legge nazionale inteso ad agevolare la sostituzione del contante¹¹.

Per quanto riguarda l'adeguamento della normativa per l'integrazione della Banka Slovenije nell'Eurosistema, la BCE ha adottato gli strumenti giuridici necessari a consentire il versamento del capitale residuo e il trasferimento delle riserve in valuta estera dalla Banka Slovenije alla BCE. A norma dell'articolo 27.1 dello Statuto del SEBC, il Consiglio direttivo ha adottato una raccomandazione concernente i revisori esterni dei conti annuali della Banka Slovenije a partire dall'esercizio finanziario 2007¹². La BCE ha inoltre rivisto il proprio quadro giuridico introducendo, ove necessario,

1 Decisione del Consiglio, dell'11 luglio 2006, a norma dell'articolo 122, paragrafo 2, del trattato CE per l'adozione da parte della Slovenia della moneta unica il 1° gennaio 2007 (2006/495/CE), GU L 195 del 15.7.2006, pag. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Regolamento (CE) n. 1647/2006 del Consiglio del 7 novembre 2006 che modifica il regolamento (CE) n. 974/98 relativo all'introduzione dell'euro, GU L 309 del 9.11.2006, pag. 2.

7 Regolamento (CE) n. 1086/2006 del Consiglio dell'11 luglio 2006 che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 sui tassi di conversione tra l'euro e le monete degli Stati membri che adottano l'euro, GU L 195 del 15.7.2006, pag. 1.

8 CON/2006/36, GU L 163 del 14.7.2006, pag. 10.

9 Indirizzo BCE/2006/10 del 24 luglio 2006 relativo al cambio delle banconote successivamente alla irrevocabile fissazione del tasso di cambio legata all'introduzione dell'euro, GU L 215 del 5.8.2006, pag. 44.

10 Indirizzo BCE/2006/9 del 14 luglio 2006 in merito a taluni preparativi per la sostituzione del contante in euro e in merito alla consegna anticipata di seconda istanza di banconote e monete in euro al di fuori dell'area dell'euro, GU L 207 del 28.7.2006, pag. 39.

11 CON/2006/29.

12 Raccomandazione BCE/2006/14 del 9 ottobre 2006 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banka Slovenije, GU C 257 del 25.10.2006, pag. 19.



le modifiche risultanti dall'integrazione della Banka Slovenije nell'Eurosistema dal 1° gennaio 2007. Una di queste modifiche ha riguardato il regime per la distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti all'area dell'euro¹³. In aggiunta, la BCE ha esaminato le norme slovene di attuazione del quadro giuridico dell'Eurosistema per la politica monetaria e Target. Le controparti slovene hanno quindi potuto partecipare alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema dal 3 gennaio 2007. La BCE ha altresì adottato un regolamento in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della BCE in seguito all'introduzione dell'euro in Slovenia¹⁴. Infine, per quanto riguarda la Banka Slovenije, è stato abrogato l'accordo sugli AEC II¹⁵.

13 Decisione BCE/2006/7 del 19 maggio 2006 che modifica la decisione BCE/2001/16 relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002, GU L 148 del 2.6.2006, pag. 56.

14 Regolamento BCE/2006/15 del 2 novembre 2006 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Slovenia, GU L 306 del 7.11.2006, pag. 15.

15 Accordo del 21 dicembre 2006 tra la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che modifica l'Accordo del 16 marzo 2006 tra la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che stabilisce le procedure operative di un meccanismo di cambio per la terza fase dell'Unione economica e monetaria, GU C 14 del 20.1.2007, pag. 6.

3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA BANKA SLOVENIJE NELL'EUROSISTEMA

A seguito della decisione del Consiglio Ecofin dell'11 luglio 2006 relativa all'adozione dell'euro da parte della Slovenia il 1° gennaio 2007, la BCE ha predisposto misure di carattere tecnico finalizzate a una piena integrazione della Banka Slovenije nell'Eurosistema. In linea con le disposizioni del Trattato, la Banka Slovenije è entrata a far parte dell'Eurosistema esattamente con gli stessi diritti e doveri delle BCN degli Stati membri dell'UE che avevano già adottato l'euro.

I preparativi tecnici per l'integrazione della Banka Slovenije nell'Eurosistema sono stati condotti in stretta collaborazione con quest'ultima e, ove necessario, tramite rapporti multilaterali con le dodici BCN dell'area dell'euro. Tali preparativi hanno riguardato un ampio insieme di questioni, in particolare nei campi finanziario e della contabilità, delle operazioni di politica monetaria, della gestione delle riserve in valuta estera e delle operazioni in cambi, dei sistemi di pagamento, delle statistiche e della produzione di banconote. Per quanto concerne gli aspetti operativi, i preparativi hanno compreso una verifica particolareggiata degli strumenti e delle procedure per l'attuazione delle operazioni di politica monetaria e in cambi.

3.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

L'introduzione dell'euro in Slovenia, avvenuta il 1° gennaio 2007, ha comportato l'assoggettamento delle istituzioni creditizie insediate in Slovenia agli obblighi di riserva dell'Eurosistema a partire da quella data. Tuttavia, poiché il 1° gennaio 2007 coincideva circa con la metà del regolare periodo di mantenimento delle riserve dell'Eurosistema compreso tra il 13 dicembre 2006 e il 16 gennaio 2007, è stato necessario predisporre misure transitorie per l'applicazione dell'obbligo di riserva in Slovenia durante tale periodo e per il calcolo dell'aggregato soggetto a riserva delle controparti slovene. L'elenco delle 27 istituzioni creditizie slovene assoggettate all'obbligo di riserva dell'Eurosistema è stato pubblicato sul sito Internet della BCE per la prima volta il 29 dicembre 2006.

L'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro ha comportato un aumento dell'obbligo di riserva per il complesso dell'area di 0,3 miliardi di euro. I fattori autonomi di liquidità nel bilancio della Banka Slovenije hanno contribuito, in media, a un'immissione di liquidità di 3,5 miliardi di euro nel periodo dal 1° al 16 gennaio 2007. Allo scopo di ottenere un quadro completo degli effetti sulla liquidità derivanti dall'ingresso della Slovenia, è stato necessario tenere conto del fatto che alcune operazioni di politica monetaria condotte dalla Banka Slovenije nel 2006 sarebbero giunte a scadenza solo nel 2007. Queste includevano alcuni depositi a scadenza fissa raccolti dalle controparti e certificati di debito emessi dalla Banka Slovenije. Nel periodo tra il 1° e il 16 gennaio 2007 il valore medio di tali strumenti ammontava a 2,3 miliardi di euro. La Slovenia ha pertanto contribuito all'avanzo di liquidità netto medio dell'area dell'euro, in questo periodo, per 0,9 miliardi di euro.

La BCE ha tenuto conto dell'impatto sulle condizioni di liquidità dell'area dell'euro adattando gli importi aggiudicati nelle sue operazioni di rifinanziamento principale già all'inizio del 2007.

Il 1° gennaio 2007 la Banka Slovenije ha anche adottato il sistema di garanzie unico dell'Eurosistema e segnalato attività slovene idonee per 6,3 miliardi di euro. Tali attività erano state incluse nell'elenco pubblicato sul sito Internet della BCE il 29 dicembre 2006, e sono divenute utilizzabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema al 1° gennaio 2007.

3.2 IL CONTRIBUTO AL CAPITALE, ALLE RISERVE E ALLE ATTIVITÀ DI RISERVA DELLA BCE

Al momento dell'adesione al SEBC, il 1° maggio 2004, la Banka Slovenije aveva versato il 7 per cento della quota da essa sottoscritta del capitale della BCE, come contributo ai costi operativi di quest'ultima. In conformità dell'articolo 49 dello Statuto del SEBC, la Banka Slovenije ha trasferito la parte restante della

quota sottoscritta il 1° gennaio 2007. La quota complessiva sottoscritta dalla Banka Slovenije ammonta a 18,4 milioni di euro, equivalenti allo 0,3194 per cento del capitale sottoscritto della BCE (pari a 5,761 miliardi di euro al 1° gennaio 2007).

All'inizio del 2007, in conformità degli articoli 30 e 49.1 dello Statuto del SEBC, la Banka Slovenije ha trasferito attività di riserva (di 191,6 milioni di euro) alla BCE in proporzione a quelle già trasferite dalle altre BCN dell'area dell'euro, in base alla propria quota di capitale sottoscritto della BCE. Il 15 per cento del contributo totale è stato versato in oro e il restante 85 per cento in attività denominate in dollari statunitensi. La Banka Slovenije e la Banque centrale du Luxembourg gestiscono tale portafoglio quali agenti della BCE, formando il primo portafoglio accentrato di riserve ufficiali di quest'ultima. In connessione al trasferimento di attività di riserva alla BCE, alla Banka Slovenije è stato riconosciuto un credito denominato in euro nei confronti della BCE.

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN SLOVENIA

Il 1° gennaio 2007 le banconote e le monete in euro sono state immesse in circolazione in Slovenia e, dopo un periodo di doppia circolazione di due settimane, hanno sostituito completamente i talleri sloveni.

In previsione di tale evento, il Consiglio direttivo ha adottato il 14 luglio 2006 un indirizzo riguardante alcuni preparativi per la sostituzione del contante con l'euro e la consegna anticipata di prima e seconda istanza di banconote e monete in euro al di fuori dell'area¹⁶. Tale indirizzo, che rispecchia in ampia misura il quadro giuridico adottato nel 2002 per il cambio del segno monetario, ha costituito per la Banka Slovenije la base di riferimento per la sostituzione della valuta nazionale.

La Banka Slovenije ha definito il quadro giuridico per le controparti interessate alla consegna anticipata di prima e seconda istanza di banconote e monete in euro in Slovenia. Inoltre, sono stati adottati procedimenti e metodi per il cambio della valuta nazionale con le banconote e le monete in euro e definite le condizioni di trasporto, custodia, sicurezza, rilascio delle garanzie e raccolta di informazioni statistiche.

In preparazione alla sostituzione del contante e per soddisfare le previsioni per il 2007 della domanda nazionale, l'Eurosistema ha fornito alla Banka Slovenije un volume totale di 94,5 milioni di banconote, per un valore nominale di 2.175 milioni di euro, prelevandole dalle proprie scorte. Per ragioni attinenti alla vicinanza geografica e a vantaggi di natura logistica, la consegna dei biglietti per conto dell'Eurosistema è stata effettuata dalla Oesterreichische Nationalbank. A seguito di una gara d'appalto, per la fabbricazione delle monete in euro slovene è stata selezionata la zecca finlandese. Nel complesso, sono state coniate 296,3 milioni di monete, per un valore nominale di 104 milioni di euro.

La Banka Slovenije ha avviato la consegna anticipata delle monete in euro alle istituzioni creditizie il 25 settembre 2006 e quella delle banconote il 29 novembre 2006. A loro volta, le

banche hanno effettuato la consegna anticipata di seconda istanza, vale a dire la consegna di banconote e monete in euro a soggetti terzi operanti in qualità di gestori professionali del contante (ad esempio gli esercizi al dettaglio e i produttori di dispositivi self-service) nel mese di dicembre. Nel contempo, per assicurare un'ampia diffusione delle monete prima della sostituzione sono stati preparati 150.000 kit di avvio per il commercio al dettaglio, ciascuno contenente monete per 201 euro, e 450.000 kit per il pubblico, ciascuno contenente monete per 12,52 euro. Alla fine del 2006 la Banka Slovenije aveva consegnato anticipatamente alle banche tutte le banconote e le monete in euro necessarie a consentire una sostituzione regolare e rapida del contante.

Un altro elemento che ha contribuito al successo dell'operazione è stata la rapidità dei tempi con i quali sono stati adeguati i distributori automatici di contante (*automated teller machines, ATM*) e i terminali POS (*point of sale*). Tutti gli ATM e i terminali POS accessibili al pubblico sono stati adeguati il primo giorno della sostituzione del contante, mentre la trasformazione dei distributori automatici è stata ultimata entro quindici giorni.

L'articolo 52 dello Statuto del SEBC prevede che il Consiglio direttivo adotti le misure atte ad assicurare che le banconote denominate in valute con tassi di cambio fissati in modo irrevocabile rispetto all'euro vengano cambiate dalle banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro al loro rispettivo valore di parità. In linea con tale requisito, e a seguito dell'adozione il 24 luglio 2006 dell'Indirizzo BCE/2006/10 relativo al cambio delle banconote dopo la fissazione del tasso di cambio irrevocabile connesso con l'introduzione dell'euro¹⁷, le BCN dell'area dell'euro hanno assicurato che nei primi due mesi del 2007 le banconote in talleri, fino a un valore massimo di 1.000 euro per controparte/transazione in un dato giorno, potessero essere cambiate in euro al rispettivo

¹⁶ G.U. L. 207 del 28.7.2006, pag. 39.

¹⁷ G.U. L. 215 del 5.8.2006, pag. 44.

valore di parità in almeno un punto operativo dei territori nazionali di propria competenza. La Banka Slovenije rimborserà le banconote in talleri per un periodo di tempo illimitato e le monete in talleri per un arco temporale di dieci anni.

CAMPAGNA INFORMATIVA SULL'INTRODUZIONE DELL'EURO

Nel 2006 la BCE, di concerto con la Banka Slovenije, ha organizzato una campagna informativa in vista dell'introduzione dell'euro in Slovenia il 1° gennaio 2007. La campagna era rivolta ai gestori di contante e al pubblico in generale affinché si abituassero all'aspetto visivo e alle caratteristiche di sicurezza di banconote e monete in euro, nonché alle procedure per la sostituzione del contante. Nell'ambito della campagna, le famiglie slovene hanno ricevuto oltre 700.000 opuscoli informativi della BCE sulle banconote e le monete in euro, oltre a un calcolatore fornito dalla Banka Slovenije. Sono stati distribuiti manifesti e volantini delle dimensioni di una carta di credito per illustrare le caratteristiche di sicurezza delle banconote in euro, oltre a guide per i soggetti che gestiscono regolarmente il contante nella propria attività lavorativa. Inoltre, gli imprenditori sloveni hanno ricevuto direttamente le informazioni sull'aspetto e sulle caratteristiche di sicurezza delle banconote e delle monete in euro da utilizzare per il loro materiale informativo. Presso la BCE si è tenuto un seminario di due giorni dedicato ai rappresentanti dei mezzi di comunicazione sloveni, per fornire informazioni approfondite riguardanti l'organizzazione, le responsabilità e le attività della BCE e dell'Eurosistema. Successivamente, la Banka Slovenije e la BCE hanno organizzato la conferenza *€ Conference Slovenia 2007* come punto d'incontro per scambiare esperienze e stimolare il dialogo sugli effetti economici dell'introduzione dell'euro e del cambio del segno monetario. Alla conferenza, tenutasi il 15 gennaio 2007, sono intervenuti rappresentanti della comunità imprenditoriale, delle pubbliche autorità e dei mezzi di comunicazione.



CAPITOLO 4

**LA STABILITÀ
FINANZIARIA
E L'INTEGRAZIONE**

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità nazionali competenti in relazione alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario. Esso inoltre fornisce consulenza a queste autorità e alla Commissione europea in merito alla portata e all'applicazione della legislazione comunitaria in materia.

I.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

La BCE, in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*, BSC) del SEBC, esamina i rischi per la stabilità finanziaria al fine di valutare la capacità del sistema finanziario di assorbire gli shock¹. Le banche rappresentano il soggetto primario delle attività di monitoraggio, in quanto esse sono ancora oggi i principali intermediari di fondi e costituiscono inoltre i principali veicoli potenziali di propagazione dei rischi all'interno del sistema finanziario. Nel contempo, la rilevanza crescente di altre istituzioni e mercati finanziari e i collegamenti esistenti tra questi e le banche richiedono che il SEBC vigili anche sulle vulnerabilità presenti in tali elementi del sistema finanziario.

ANDAMENTI CONGIUNTURALI

Nel 2006 le condizioni delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare, mostrando ulteriori progressi rispetto ai risultati favorevoli conseguiti a partire dal 2003. Nonostante l'incipiente restringimento dell'offerta globale di liquidità, tali istituzioni hanno beneficiato di una congiuntura macroeconomica e finanziaria favorevole e, nel caso delle compagnie di assicurazione, del fatto che nel periodo in esame non si sono verificati eventi catastrofici naturali di rilevante portata. Grazie ai risultati positivi realizzati, la vulnerabilità delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro a fronte di sviluppi avversi si è considerevolmente ridotta e le prospettive restano favorevoli; tuttavia permangono alcuni rischi. Benché i differenziali di crescita tra diversi paesi siano stati in parte riassorbiti e si siano

registrate di recente delle diminuzioni nei corsi petroliferi, gli ampi squilibri finanziari esistenti continuano a rappresentare una fonte di rischio nel medio termine; inoltre, potrebbero essere cresciuti i rischi di una svolta sfavorevole nel ciclo del credito come pure quelli relativi a una liquidazione improvvisa delle posizioni speculative ad alto grado di leva. Al tempo stesso, con l'espansione del credito bancario è cresciuta l'esposizione al rischio di credito delle banche dell'area dell'euro, anche se queste ultime hanno fatto ricorso a strumenti di trasferimento del rischio di credito per ridurre i rischi. Per alcune banche è inoltre aumentata l'esposizione a fronte di finanziamenti a breve termine erogati a prenditori con un elevato grado di indebitamento, specie in relazione a operazioni di *private equity*, dove la competizione per aggiudicarsi la partecipazione a operazioni con importi sempre più ingenti potrebbe aver esercitato pressioni sui criteri per la concessione del credito. Infine, è possibile che la volatilità persistentemente bassa dei mercati finanziari abbia incoraggiato le banche a espandere le posizioni in varie classi di attività, aumentando così la propria esposizione ai rischi di mercato. In tale contesto, il crescente ricorso da parte degli istituti bancari a strumenti finanziari innovativi e complessi nel mercato all'ingrosso ha fatto emergere nuove fattispecie di rischi di controparte, collegati a fattori legali e reputazionali.

La redditività delle grandi banche dell'area dell'euro si è ulteriormente rafforzata nel 2006. Sebbene la valutazione corrente sia influenzata dall'esistenza di situazioni disomogenee tra i paesi dell'area per quanto riguarda il passaggio ai principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*, IFRS), la confrontabilità degli indicatori fondamentali della redditività resta sostanzialmente impregiudicata: tali indicatori segnalano un miglioramento

¹ Da fine 2004 la BCE pubblica un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro dal titolo *Financial stability review*. Nel 2006 ha inoltre pubblicato la quinta edizione dei rapporti *EU banking sector stability* e *EU banking structures*, che presentano i principali risultati del regolare monitoraggio della struttura e della stabilità del settore bancario da parte del BSC. Questi documenti sono disponibili sul sito Internet della BCE.

diffuso dei risultati reddituali. L'elevata redditività è riconducibile principalmente all'espansione vigorosa del credito sia alle famiglie sia al settore delle imprese non finanziarie, sebbene la crescita del reddito netto da interessi sia stata contenuta per effetto della persistente compressione dei margini di interesse e dell'appiattimento della curva dei rendimenti. In aggiunta, la crescita della redditività è stata alimentata anche dalla dinamica dei proventi da commissioni e dall'attività di negoziazione. Inoltre, la redditività è stata sospinta dalle misure di contenimento dei costi e dalla dinamica degli accantonamenti, scesi su nuovi minimi storici grazie ai miglioramenti nella gestione del rischio da parte delle banche e al contesto creditizio decisamente favorevole. In prospettiva, sebbene molte banche si attendano nel breve periodo un deterioramento del ciclo del credito, la maggior parte degli istituti di grandi dimensioni dell'area dell'euro appare in grado di far fronte senza difficoltà al graduale aumento degli accantonamenti che dovrebbe far seguito agli sviluppi attesi nell'andamento del credito.

Il coefficiente di solvibilità delle banche dell'area dell'euro è lievemente diminuito nel 2006 per effetto di un forte aumento delle attività ponderate per il rischio; tuttavia, i livelli di tale coefficiente restano ampiamente superiori ai requisiti regolamentari. Tale situazione è il risultato della continua crescita dei profitti nei tre anni precedenti, che ha consentito alle banche di accrescere in modo considerevole il capitale interno e destinare un'elevata quota dei profitti all'autofinanziamento.

In base all'ultima valutazione condotta dalle autorità europee di vigilanza assicurativa la redditività nel settore delle assicurazioni dell'area dell'euro ha continuato a crescere nel 2006, sulla scia del miglioramento delle condizioni finanziarie del settore in atto dal 2004. Il recente aumento dei premi in termini reali è stato più pronunciato nel ramo vita. I risultati positivi delle compagnie che operano in questo ramo sono stati determinati dalla forte crescita delle sottoscrizioni di prodotti *unit-linked*, in un contesto di rialzi dei mercati azionari e della



favorevole dinamica dei collocamenti di altri prodotti più tradizionali. Inoltre, la crescita dei premi è stata favorita anche dall'importante trasformazione strutturale del ramo vita del mercato assicurativo dell'area dell'euro, determinata principalmente dalle riforme fiscali in corso e dall'aumento atteso nel più lungo periodo del tasso di penetrazione dei prodotti assicurativi nell'economia. Nel ramo danni gli incrementi dei premi unitari, all'origine della crescita dei volumi dei premi negli anni precedenti, sono di recente rallentati, in larga misura come riflesso dell'intensa concorrenza in tale settore. La posizione finanziaria dei fondi pensione è ulteriormente migliorata rispetto agli anni precedenti, pur continuando a risentire negativamente dei bassi livelli dei rendimenti obbligazionari.

L'industria mondiale dei fondi speculativi (*hedge fund*) e del *private equity* ha continuato a espandersi nel 2006. Dopo i deflussi netti di fondi dell'ultimo trimestre 2005, nella prima metà del 2006 il settore degli *hedge fund* è tornato in aggregato a registrare afflussi netti, riportatisi su livelli prossimi ai massimi del 2004. Alcuni fondi speculativi, specie quelli che perseguono strategie direzionali (basate cioè sulle aspettative riguardo la direzione dei movimenti del mercato), hanno accusato perdite

finanziarie, principalmente a causa delle turbolenze nei mercati finanziari in maggio e giugno e degli andamenti avversi nel mercato del gas naturale in agosto e settembre. Ciò nonostante, il settore nel suo complesso ha continuato a offrire rendimenti positivi.

ANDAMENTI STRUTTURALI

Gli andamenti strutturali del settore bancario possono avere ripercussioni sulle caratteristiche e sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Nel 2006 sono proseguite le tendenze di lungo periodo verso il consolidamento, l'integrazione e l'internazionalizzazione del settore bancario dell'UE. Questi andamenti possono produrre benefici per i consumatori poiché favoriscono l'intensificazione della concorrenza, il miglioramento della qualità dei servizi e l'innovazione finanziaria, ma allo stesso tempo comportano un maggior rischio di propagazione degli shock finanziari oltre i confini nazionali. Sebbene le tendenze osservate interessino tutti gli Stati membri, si riscontrano significative differenze da un paese all'altro, in particolare per quanto riguarda il consolidamento, che risulta più avanzato nelle economie più mature.

Il processo di consolidamento, riflesso dalla diminuzione del numero degli istituti di credito, è andato di pari passo con una ripresa delle operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario dell'area dell'euro nel 2005 e nella prima metà del 2006. La conclusione di diverse operazioni di ingente ammontare e il livello elevato dell'attività di concentrazione potrebbero segnalare la fine della tendenza al declino di tale attività osservata a partire dal 2000. La recente attività di concentrazione su base transfrontaliera ha inoltre interessato in misura sempre maggiore intermediari che operano nei mercati al dettaglio.

La crescita sostenuta degli attivi bancari è stata accompagnata da un processo di disintermediazione, poiché sono nel contempo aumentate considerevolmente anche le attività degli intermediari finanziari non bancari (come le società di assicurazione, i fondi pensione e i fondi di

investimento). Le banche si starebbero adeguando a questo processo espandendo le attività retribuite da commissioni, comprese le attività di *investment banking* e le gestioni patrimoniali. La conseguente diversificazione delle fonti di reddito può contribuire a ridurre i rischi cui sono esposte le banche e a stabilizzare i loro profitti. Tuttavia, il trasferimento dei rischi dalle banche ad altri intermediari finanziari, spesso soggetti a una regolamentazione meno stringente, potrebbe anche accrescere il livello complessivo di incertezza per quanto riguarda l'allocazione del rischio.

Nell'UE sono in atto importanti trasformazioni demografiche, che potrebbero avere ricadute anche sul settore bancario. I cambiamenti relativi a speranza di vita, tassi di fecondità e immigrazione potrebbero generare pressioni al ribasso sui tassi di intermediazione delle banche e sulla domanda di credito al consumo e di prestiti ipotecari, riducendo così il reddito netto da interessi. Le banche potrebbero reagire a tali sviluppi potenziando l'offerta di nuovi prodotti adatti alla clientela di età più avanzata, nonché di servizi di consulenza e di gestione patrimoniale, incrementando così i proventi non da interessi, ovvero ricercando una maggiore diversificazione internazionale e incrementando le attività nelle economie emergenti, caratterizzate da una diversa struttura demografica.

La base di raccolta delle banche dell'UE continua a essere costituita soprattutto dai depositi della clientela, benché questi siano divenuti maggiormente diversificati in termini sia settoriali sia geografici. La crescente commercializzazione di strumenti di deposito sempre più complessi presso un'ampia base di investitori potrebbe esporre le banche a rischi di reputazione. Si è osservato un lieve aumento dell'importanza relativa della raccolta (soprattutto a breve termine) nei mercati dei capitali; le banche hanno fatto ricorso in misura crescente a strumenti quali le obbligazioni ipotecarie e le cartolarizzazioni. Tali strumenti offrono vantaggi di scala, ma sono più onerosi rispetto alla raccolta di depositi. Va inoltre segnalata una crescente tendenza all'accentramento della

gestione della liquidità intragrupo, che presenta ovvi vantaggi in termini di efficienza dei flussi di capitali interni, ma può anche acuire i rischi di contagio intragrupo e tra diversi paesi.

1.2 LA COOPERAZIONE IN SITUAZIONI DI CRISI

Nel corso del 2006 sono stati ulteriormente rafforzati gli accordi per la gestione delle crisi finanziarie fra le autorità deputate alla salvaguardia della stabilità finanziaria nell'UE. La direttiva sull'adeguatezza patrimoniale, adottata nel giugno 2006, introduce nella legislazione comunitaria le nuove disposizioni in materia di requisiti patrimoniali per gli istituti di credito e le società di investimento, e contiene varie disposizioni che riguardano direttamente le situazioni di emergenza. In particolare, la direttiva definisce i flussi informativi che devono intercorrere fra le autorità potenzialmente coinvolte nelle crisi transfrontaliere, comprese le autorità di vigilanza e le banche centrali.

Il BSC e il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) hanno realizzato progressi significativi nella definizione delle prassi che le banche centrali e le autorità di vigilanza dovrebbero seguire relativamente allo scambio di informazioni e alla cooperazione nell'eventualità di una crisi finanziaria internazionale. Tale lavoro ha l'obiettivo di rafforzare l'efficacia operativa degli accordi esistenti e di individuare le aree in cui sono necessari ulteriori progressi.

Al fine di migliorare la comprensione delle implicazioni derivanti dalla messa in atto degli accordi comunitari, sono stati condotti diversi esercizi di simulazione delle crisi finanziarie. Nell'aprile 2006 è stato svolto un esercizio di simulazione per l'intera area dell'UE sotto l'egida del Comitato economico e finanziario, con l'obiettivo di sottoporre a verifica il memorandum d'intesa sottoscritto nel 2005². Il SEBC ha contribuito alla predisposizione e all'esecuzione dell'esercizio.

Le banche centrali dell'area dell'euro hanno inoltre condotto esercizi di simulazione delle crisi volti a verificare la capacità dell'Eurosistema di far fronte in modo efficace a una crisi finanziaria con potenziali implicazioni sistemiche. L'ultimo di questi esercizi è stato effettuato nel maggio 2006 e ha interessato le funzioni di conduzione delle operazioni di politica monetaria, di sorveglianza e funzionamento delle infrastrutture di mercato e di tutela della stabilità finanziaria. In considerazione dell'elevato grado di integrazione finanziaria dell'area dell'euro, particolare attenzione è stata dedicata alle interconnessioni fra istituzioni finanziarie, mercati e infrastrutture di mercato, sia sul piano nazionale che a livello internazionale. L'esercizio ha confermato che l'Eurosistema è pronto a gestire eventi potenzialmente sistemici che potrebbero colpire il sistema finanziario dell'area dell'euro.

2 Per maggiori dettagli sul memorandum d'intesa, cfr. il Rapporto annuale della BCE 2005, pag. 127.

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 ASPETTI GENERALI

Il 5 dicembre 2005 la Commissione europea ha pubblicato il Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-10. Questo documento, sul quale la Commissione baserà il proprio programma di azione nel medio termine per il settore dei servizi finanziari, è finalizzato a promuovere ulteriori progressi nell'integrazione del settore finanziario dell'UE, mediante il consolidamento dell'assetto regolamentare stabilito con il Piano di azione per i servizi finanziari e l'attenzione agli aspetti innovativi che caratterizzano lo sviluppo del settore. L'obiettivo generale del Libro bianco è ampiamente condiviso dall'Eurosistema, come ribadito nel contributo inviato alla Commissione in occasione della consultazione pubblica sul documento³. Poiché il Libro bianco è ora in fase di attuazione, la BCE continuerà a cooperare con la Commissione e a seguire gli sviluppi del programma di azione, assicurando il pronto coinvolgimento dell'Eurosistema negli ambiti di sua competenza. La BCE fornirà inoltre supporto tecnico per le azioni della Commissione che potrebbero avere un impatto sulla stabilità finanziaria e sull'integrazione dei mercati finanziari europei.

Per quanto riguarda l'assetto realizzato con la riforma Lamfalussy⁴, la Commissione e il Parlamento europeo hanno concordato una revisione della procedura di comitatologia (il sistema di comitati attraverso il quale viene adottata la legislazione comunitaria), che conferisce al Parlamento poteri di controllo sulle misure adottate dalla Commissione per l'attuazione della legislazione di primo livello. Ciò permetterà ai comitati Lamfalussy di continuare a fornire un contributo efficace al processo europeo di legislazione in materia di servizi finanziari⁵. L'adozione da parte del Consiglio Ecofin delle raccomandazioni formulate dal Comitato per i servizi finanziari (*Financial Services Committee*, FSC)⁶ porterà all'ulteriore sviluppo di alcuni strumenti di vigilanza, al fine di trarre il massimo beneficio dall'approccio Lamfalussy. In tale contesto, il CEBS ha proseguito i lavori per l'attuazione della direttiva sull'ade-

guatezza patrimoniale con l'obiettivo di realizzare la convergenza delle prassi di vigilanza. Il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) si è anch'esso dedicato alla realizzazione di una effettiva convergenza della vigilanza nel settore dei valori mobiliari (terzo livello).

Il 23 ottobre 2006 la BCE ha pubblicato un rapporto in cui viene fornito un quadro delle ultime modifiche introdotte di recente nelle strutture di vigilanza degli allora 25 Stati membri dell'UE e dei due paesi in procinto di aderire all'UE⁷. Nel rapporto si individuano le tendenze seguenti. In primo luogo, vi è una spinta verso un consolidamento delle autorità di vigilanza a livello nazionale, al fine di accrescerne l'efficienza e l'efficacia. Fra le motivazioni a sostegno di un'unificazione delle competenze in materia di vigilanza si cita il venir meno delle linee di demarcazione fra i vari settori finanziari ovvero l'esistenza di un mercato finanziario nazionale di dimensioni relativamente contenute. Tuttavia, non tutti gli Stati membri utilizzano lo stesso modello di vigilanza, poiché la struttura istituzionale prescelta dipende dallo specifico contesto nazionale di riferimento. In secondo luogo, si rileva la partecipazione delle

3 Cfr. il Rapporto annuale della BCE 2005, pag. 128.

4 *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 febbraio 2001, disponibile sul sito Internet della Commissione europea. Cfr. inoltre il Rapporto annuale della BCE 2003, pag. 118. L'approccio Lamfalussy è una procedura a quattro livelli per l'approvazione della legislazione in materia di valori mobiliari, banche e assicurazioni. Il primo livello consiste di principi quadro, sotto forma di direttive o regolamenti, da adottare secondo le normali procedure legislative dell'UE. Il secondo livello contempla invece misure dettagliate per l'attuazione dei principi di primo livello. Il terzo livello prevede una rete potenziata di cooperazione e di contatto fra le autorità di vigilanza nazionali, al fine di garantire che la legislazione di primo e secondo livello sia recepita in modo coerente nei diversi paesi dell'UE. Infine, il quarto livello corrisponde all'esecuzione rafforzata delle norme, in particolare grazie all'intervento della Commissione volto a garantire il rispetto della legislazione comunitaria, con il sostegno della cooperazione intensificata fra gli Stati membri, i loro organi di regolamentazione e il settore privato.

5 Cfr. la Decisione del Consiglio, del 17 luglio 2006, che modifica la decisione 1999/468/CE, GU L 200 del 22.7.2006, pag. 11.

6 *Report on financial supervision*, Comitato per i servizi finanziari, febbraio 2006.

7 Un esercizio simile era stato condotto nel 2003. Entrambi i rapporti sono disponibili sul sito Internet della BCE.

banche centrali ai sistemi di vigilanza nazionali in quasi tutti i paesi. In alcuni casi, le banche centrali sono direttamente incaricate di alcune funzioni di vigilanza, oppure hanno concluso accordi di cooperazione con le autorità di vigilanza nazionali, in virtù dei quali svolgono determinati compiti in quest'ambito. In diversi paesi la ricerca di una maggiore efficienza ha portato alla conclusione di accordi in base ai quali alcune risorse sono condivise fra la banca centrale e gli organi di vigilanza. Infine, quasi tutti gli Stati membri si stanno impegnando a definire accordi formali che garantiscano la cooperazione e lo scambio di informazioni fra le banche centrali e le autorità di vigilanza bancaria. Gli accordi che riguardano importanti questioni di politica economica o la gestione delle crisi coinvolgono spesso anche i ministeri finanziari.

2.2 IL SETTORE BANCARIO

Nel 2006 la BCE ha continuato a contribuire all'attività del CEBS e del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), partecipando ai loro lavori e a quelli di alcuni loro sottocomitati. In seguito alla definizione di taluni elementi concettuali del nuovo schema di *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali* (Basilea 2), il CBVB ha deciso nel maggio 2006 di mantenere invariati i parametri quantitativi già individuati; ciò ha consentito di finalizzare la definizione del nuovo schema di regolamentazione. La decisione è stata confortata dai risultati del quinto studio di impatto quantitativo (*Quantitative Impact Study*, QIS 5), un esercizio di raccolta dei dati organizzato dal CBVB per valutare l'impatto delle nuove norme di adeguatezza patrimoniale sulle banche. Il CEBS ha avuto un ruolo preminente nella conduzione del QIS 5 a livello dell'UE. Nel complesso, i risultati del QIS 5 sono in linea con la struttura di incentivi incorporata nello schema di Basilea 2, volta ad incoraggiare gli istituti di credito a muovere gradualmente verso l'impiego dei metodi più avanzati per il calcolo dei coefficienti patrimoniali.

Con l'adozione della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale nel giugno 2006, le nuove norme in materia sono state recepite nella legislazione comunitaria. Il processo legislativo relativo a Basilea 2 si è pertanto concluso a livello dell'UE e il nuovo schema di regolamentazione patrimoniale, compresa l'adozione dei metodi più avanzati, sarà pienamente operativo nell'UE a partire dal gennaio 2008. Fin dal gennaio 2007 gli istituti di credito potranno impiegare i metodi meno avanzati per il calcolo dei coefficienti patrimoniali a fronte dei rischi di credito e operativo. Le disposizioni transitorie per la prevista attuazione del nuovo schema adottate dagli Stati Uniti differiranno da quelle europee: gli Stati Uniti intendono consentire alle proprie banche unicamente l'utilizzo dei metodi più avanzati, con un anno di ritardo rispetto all'UE. La BCE continua a seguire gli sviluppi in quest'ambito, al fine di valutarne l'impatto potenziale per il sistema bancario dell'UE.

Il 18 dicembre 2006 la BCE ha pubblicato un parere sulla proposta della Commissione di modificare il quadro di riferimento esistente per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate negli enti finanziari⁸, proposta finalizzata a chiarire la procedura e i criteri di valutazione applicabili. La BCE ha accolto positivamente la proposta, che considera un provvedimento importante per garantire che le valutazioni di questo tipo si ispirino a criteri prudenziali stringenti, siano trasparenti per gli operatori di mercato e vengano attuate in modo coerente nei diversi paesi. Al tempo stesso, la BCE ha espresso alcune preoccupazioni in merito a determinati aspetti della proposta, ritenendo in particolare che i criteri di valutazione dovrebbero essere maggiormente allineati a quelli presi in considerazione durante la procedura di autorizzazione e che la proposta dovrebbe chiarire che l'ente oggetto di acquisizione deve soddisfare tutti i requisiti prudenziali applicabili. Inoltre, la BCE ha suggerito alla Commissione di rivedere, in stretta cooperazione con le autorità di vigilanza, i limiti di tempo proposti, al fine di assicurare che le

⁸ CON/2006/60.

autorità di vigilanza coinvolte nei processi autorizzativi possano adottare decisioni adeguate e meditate.

2.3 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Il nuovo assetto regolamentare per il settore dei valori mobiliari previsto dal Piano di azione per i servizi finanziari è stato completato nel 2006 con l'adozione delle ultime misure di attuazione di secondo livello concernenti la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari e la direttiva sulla trasparenza. Inoltre, agli inizi del 2007 la Commissione ha adottato una direttiva di secondo livello finalizzata a chiarire alcune disposizioni della Direttiva 85/611/CEE del Consiglio che definiscono le attività idonee all'investimento da parte degli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). La nuova direttiva garantirà una coerente applicazione e interpretazione della legislazione in materia di OICVM in tutta l'UE. Data la rilevanza di queste misure per l'integrazione dei mercati finanziari europei e per il rafforzamento della stabilità finanziaria, la BCE ha seguito da vicino i lavori in quest'ambito e vi ha contribuito attraverso la partecipazione al Comitato europeo dei valori mobiliari.

L'Eurosistema ha effettuato periodicamente delle valutazioni per determinare se le misure di attuazione di secondo livello che la Commissione intendeva adottare rientrassero nell'ambito di competenza consultiva della BCE, e richiedessero pertanto un parere formale da parte di quest'ultima. La BCE ha adottato un parere sulla direttiva concernente le attività idonee all'investimento da parte degli OICVM sopra menzionata, poiché la relativa bozza conteneva disposizioni che avrebbero influito sul funzionamento dei mercati monetari europei che hanno rilievo ai fini dell'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro.

Infine, successivamente alla consultazione pubblica avviata nel 2005 dalla Commissione europea su un Libro verde, al quale l'Eurosistema ha contribuito, e al lavoro svolto da gruppi di

esperti del mercato con la partecipazione della BCE, la Commissione ha pubblicato nel novembre 2006 un Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo UE relativo ai fondi di investimento. Il documento identifica un pacchetto di misure volte a semplificare il contesto operativo dei fondi di investimento. Tra le misure previste vi sono delle proposte di modifiche mirate della direttiva sugli OICVM volte a semplificare le norme esistenti riguardanti la commercializzazione dei fondi di investimento in altri paesi dell'UE, la liberalizzazione delle prestazioni dei fondi OICVM e dei loro gestori, e infine il rafforzamento della cooperazione fra autorità di vigilanza. Gli obiettivi e gli interventi contenuti nel Libro bianco della Commissione sono pienamente condivisi dalla BCE.

2.4 I PRINCIPI CONTABILI

Nel 2006 la BCE ha continuato a contribuire ai lavori condotti sulle tematiche contabili attraverso la partecipazione ai sottogruppi del CBVB e del CEBS che si occupano di tale materia nonché al consiglio consultivo dell'International Accounting Standards Board.

Coerentemente con il mandato ad esso conferito di esaminare gli sviluppi negli ambiti della regolamentazione e della vigilanza per quanto riguarda i riflessi per la stabilità finanziaria, il BSC ha elaborato un rapporto sulla valutazione dei principi contabili⁹. Il rapporto si concentra sulla recente introduzione in Europa di un nuovo quadro contabile basato sugli IFRS e ne analizza le possibili conseguenze per il settore bancario e gli altri intermediari finanziari, nonché l'adeguatezza dal punto di vista della stabilità finanziaria dell'intero sistema. La premessa di fondo è che le scelte in materia di sistemi contabili hanno rilevanza ai fini della stabilità finanziaria e dovrebbero, ove possibile, contribuire efficacemente al suo ulteriore rafforzamento. Il rapporto presenta dieci criteri generali di riferimento per la valutazione dei principi contabili. Sulla base di un'analisi della misura

⁹ Il rapporto è disponibile sul sito Internet della BCE.

in cui gli IFRS rispettano tali criteri, il rapporto identifica gli aspetti positivi di alcune specifiche caratteristiche degli IFRS e al tempo stesso individua alcune preoccupazioni nonché aree nelle quali potrebbero essere apportati miglioramenti in una prospettiva di rafforzamento della stabilità finanziaria. Le proposte al riguardo si concentrano su tre aree principali: l'affidabilità del valore "equo" (*fair value*), le basi economiche della contabilizzazione delle operazioni di copertura e il sistema di accantonamenti a fronte del rischio di credito.

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema è fortemente interessato alla realizzazione dell'integrazione finanziaria in Europa, poiché un sistema finanziario ben integrato contribuisce alla trasmissione fluida ed efficace degli impulsi di politica monetaria all'intera area dell'euro e ha implicazioni importanti per il compito dell'Eurosistema di salvaguardia della stabilità finanziaria. Inoltre, l'integrazione finanziaria favorisce l'efficace operatività e il regolare funzionamento dei sistemi di compensazione e di pagamento. In aggiunta, l'integrazione finanziaria – che rappresenta un obiettivo prioritario per la Comunità europea – può concorrere a promuovere lo sviluppo del sistema finanziario, aumentando il potenziale di crescita economica.

L'Eurosistema distingue fra quattro tipi di attività con cui contribuisce a potenziare l'integrazione finanziaria europea: a) l'azione di sensibilizzazione sull'importanza dell'integrazione finanziaria e il monitoraggio dello stato di avanzamento di tale processo; b) il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno alle iniziative di coordinamento di tale settore; c) la consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta; d) la prestazione di servizi di banca centrale che favoriscono l'integrazione finanziaria. La BCE ha continuato a operare in ciascuno di questi ambiti nel corso del 2006.

AZIONE DI SENSIBILIZZAZIONE E MONITORAGGIO IN MATERIA DI INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Nel settembre 2006 la BCE ha pubblicato il rapporto sugli indicatori dell'integrazione finanziaria per i principali segmenti del sistema finanziario dell'area dell'euro¹⁰. Il rapporto sviluppa ulteriormente l'analisi svolta nel 2005, in particolare prendendo in considerazione indicatori addizionali concernenti le banche e le infrastrutture finanziarie. La disamina dei mercati bancari è stata arricchita con l'aggiunta di indicatori sulla presenza estera delle banche dell'area dell'euro e sull'attività di *corporate banking*. Gli indicatori relativi alle infrastrutture finanziarie sono riportati nella sezione relativa al mercato finanziario che primariamente

se ne avvale, a riconoscimento del ruolo significativo che le infrastrutture svolgono per l'integrazione dei mercati finanziari. In aggiunta, per i principali segmenti di mercato sono stati sistematicamente elaborati indicatori quantitativi dell'integrazione finanziaria. Con il progredire della ricerca e dell'analisi economica e con l'aumento dei dati disponibili, la gamma di indicatori dovrebbe essere ulteriormente ampliata, ad esempio con l'aggiunta di indicatori del grado di integrazione dei mercati assicurativi. In un'ottica più ampia la BCE intende avvalersi degli indicatori quantitativi per monitorare lo stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria, individuare le aree ancora scarsamente integrate e fornire un supporto empirico all'analisi di questioni di rilievo riguardanti le politiche in materia di integrazione finanziaria.

Nel 2006 la BCE ha continuato a partecipare attivamente al *Network* di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa, che gestisce insieme al Center for Financial Studies di Francoforte. La serie di conferenze del *network*, cui partecipano esponenti del mondo accademico, operatori di mercato e responsabili delle politiche è proseguita con il contributo attivo delle BCN. La settima conferenza del *network*, ospitata dalla Deutsche Bundesbank il 28-29 settembre 2006, è stata dedicata alla modernizzazione del sistema finanziario e alla crescita economica, mentre l'ottava conferenza, tenutasi presso il Banco de España il 30 novembre-1° dicembre 2006, ha avuto come tema l'integrazione e la stabilità finanziaria in Europa.

Nell'ambito del *network* ogni anno la BCE assegna a giovani ricercatori cinque borse di studio messe a disposizione dal programma "Lamfalussy Fellowship". Uno dei motivi per cui la BCE ha interesse a promuovere la ricerca in quest'area è che l'integrazione finanziaria può avere importanti ripercussioni sullo sviluppo del sistema finanziario e sulla crescita economica.

¹⁰ *Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2006. Per un aggiornamento semestrale degli indicatori, cfr. il sito Internet della BCE <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>

Il lavoro della BCE sull'integrazione finanziaria è pertanto strettamente collegato con l'analisi più generale dei fattori alla base del corretto funzionamento dei sistemi finanziari. Tale analisi è proseguita nel 2006 con l'obiettivo di elaborare uno schema concettuale per misurare la performance del sistema finanziario.

Il 20 settembre 2006 la BCE ha pubblicato un rapporto sulle differenze fra i tassi di interesse applicati dalle IFM nei paesi dell'area dell'euro, predisposto dal Comitato per la politica monetaria e dal Comitato per le statistiche. Facendo seguito al rapporto, l'Eurosistema ha iniziato a pubblicare tavole statistiche che forniscono un quadro di 15 diverse tipologie di tassi d'interesse medi attivi e passivi in ciascun paese dell'area dell'euro. L'obiettivo che si pone l'Eurosistema con la pubblicazione di dati dettagliati ed esaustivi sui tassi di interesse medi delle IFM è di far sì che i raffronti fra paesi dell'area siano effettuati su basi attendibili. Il 25 ottobre 2006 la BCE ha pubblicato la sua relazione annuale sulle strutture bancarie dell'UE (cfr. anche la sezione 1.1 di questo capitolo).

Infine, oltre alle statistiche relative alle IFM, il SEBC elabora anche serie statistiche su altre tipologie di investitori istituzionali (quali ad esempio i fondi di investimento). Questi dati hanno rilevanza per la politica monetaria e concorrono al monitoraggio del processo di integrazione finanziaria. È attualmente in fase di stesura un regolamento della BCE relativo ai requisiti di segnalazione statistica per i fondi di investimento. Sono inoltre in corso studi volti a valutare la necessità e la fattibilità di interventi di miglioramento delle statistiche esistenti sulle compagnie di assicurazione e sui fondi pensione, in particolare per quanto riguarda la disponibilità dei dati di bilancio con cadenza infra-annuale (principalmente trimestrale).

RUOLO DI CATALIZZATORE DELLE ATTIVITÀ DEL SETTORE PRIVATO

L'avanzamento dell'integrazione finanziaria europea dipende in larga misura dalle iniziative del settore privato volte a sfruttare le opportunità esistenti per estendere l'operatività al di là

dei confini nazionali. Le autorità pubbliche svolgono un'azione di sostegno alle iniziative di coordinamento private. Nel 2006 l'Eurosistema ha agito da catalizzatore per due iniziative di questo tipo: il progetto *Short-Term European Paper* (STEP) e il progetto *Single Euro Payments Area* (SEPA, area unica dei pagamenti in euro).

Fin dal suo inizio nel 2001, l'iniziativa STEP, volta a favorire l'integrazione dei mercati europei dei titoli a breve termine attraverso la convergenza degli standard e delle prassi di mercato, gode del sostegno della BCE. L'11 luglio 2006 quest'ultima, congiuntamente con l'ACI (l'Associazione dei mercati finanziari) e la Federazione bancaria europea, ha tenuto una conferenza stampa per annunciare il lancio ufficiale del mercato STEP. Il contributo dell'Eurosistema a STEP è incentrato su due punti. In primo luogo, la BCE e nove BCN dell'area dell'euro forniranno, fino al giugno 2008, assistenza tecnica al Segretariato STEP nel processo di attribuzione e revoca del relativo marchio, attività per le quali il Segretariato è in ultima istanza responsabile. In secondo luogo, la BCE compilerà periodicamente statistiche sui rendimenti e i volumi nel mercato STEP, che pubblicherà sul proprio sito Internet.

Le suddette statistiche, accrescendo la trasparenza del mercato STEP, dovrebbero svolgere un importante ruolo per promuoverne l'integrazione. Adottando un approccio graduale, la BCE ha pubblicato a partire dal settembre 2006 statistiche sulle consistenze in essere mensili, con copertura completa, predisponendo successivamente, con la collaborazione di fornitori selezionati di dati, la pubblicazione di statistiche giornaliere sui volumi e i rendimenti che dovrebbero essere diffuse a partire dal 2008. Il 14 settembre 2006 il Consiglio direttivo ha deciso che, non appena le statistiche STEP relative ai rendimenti saranno pubblicate sul sito Internet della BCE, il mercato STEP sarà incluso fra i mercati non regolamentati idonei ai fini della costituzione delle garanzie nelle operazioni di immissione di liquidità dell'Eurosistema.

Il progetto SEPA è stato lanciato nel 2002 dal Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*, EPC) allo scopo di realizzare un mercato pienamente integrato dei servizi di pagamento al dettaglio nell'area dell'euro. Fin da allora, l'Eurosistema ha agito da catalizzatore di questa iniziativa. Nel 2006 la BCE ha presentato una rassegna aggiornata dei progressi compiuti verso il completamento della SEPA e precisato le proprie aspettative al riguardo per il periodo a venire¹¹. Il 4 maggio 2006 la BCE e la Comunità europea hanno rilasciato una dichiarazione congiunta, dove descrivevano la loro concezione comune della SEPA e affermavano l'intenzione di collaborare strettamente alla sua realizzazione. In particolare, il settore bancario europeo e le altre parti interessate venivano incoraggiate a creare le condizioni necessarie per la realizzazione della SEPA all'inizio del 2008 e per il raggiungimento di una massa critica di transazioni per la fine del 2010. L'Eurosistema ha organizzato nel 2006 vari incontri con diverse parti interessate, come ad esempio riunioni specifiche ad alto livello con il settore bancario, nonché incontri con gli utenti finali e con i fornitori delle infrastrutture e delle carte di pagamento. La BCE ha altresì sponsorizzato il congresso SEPA tenutosi durante la manifestazione fieristica *Euro Finance Week* nel novembre 2006. Inoltre, la BCE ha partecipato in veste di osservatore alle riunioni plenarie e ai gruppi di lavoro dell'EPC. Nel 2006 l'Eurosistema ha continuato a fornire la propria assistenza al settore bancario nella progettazione e nella predisposizione dei nuovi strumenti e schemi SEPA, ad esempio nell'elaborazione di un insieme comune di regole per i bonifici e gli addebiti diretti SEPA, nonché di istruzioni dettagliate per il settore bancario concernenti i pagamenti tramite carte¹² e di norme tecniche e attuative volte a garantire il funzionamento ordinato e sicuro dei vari schemi. Per quanto riguarda le infrastrutture, l'Eurosistema ha sollecitato il mercato a procedere nello sviluppo tempestivo di sistemi di pagamento al dettaglio in grado di gestire gli strumenti SEPA e pienamente interoperabili. Esso si è inoltre raccomandato che le infrastrutture di mercato sfruttino le economie di scala

disponibili e le moderne tecnologie per ridurre i costi. L'Eurosistema ha poi contribuito ai preparativi di attuazione e migrazione alla SEPA, continuando a sostenere il progetto attraverso vari mezzi di comunicazione (comunicati stampa, rapporti, discorsi e, più di recente, un opuscolo informativo).

CONSULENZA SULL'ASSETTO REGOLAMENTARE E LEGISLATIVO DEL SISTEMA FINANZIARIO E REGOLAMENTAZIONE DIRETTA

La BCE e l'Eurosistema contribuiscono regolarmente all'elaborazione del quadro normativo e regolamentare dell'UE fornendo consulenza sui principali sviluppi e iniziative in atto in questo ambito.

Le attività relative al quadro di riferimento comunitario per la vigilanza finanziaria nel 2006 sono state volte ad assicurare un'efficace attuazione del nuovo assetto istituzionale (cfr. anche la sezione 2 del presente capitolo). Il Libro bianco della Commissione europea sulle politiche in materia di servizi finanziari per il periodo 2005-10, al quale ha contribuito l'Eurosistema, e il *Report on financial supervision* del Comitato per i servizi finanziari, cui ha contribuito la BCE, individuano le misure appropriate di politica economica in tale settore. Nell'ambito del ruolo consultivo che le spetta in conformità con l'articolo 105(4) del Trattato, la BCE fornisce periodicamente il proprio parere sulla legislazione di secondo livello proposta dalla Commissione (cfr. sezione 2).

La BCE ha proseguito i lavori sull'integrazione dei mercati europei del credito ipotecario, in aggiunta al contributo fornito dall'Eurosistema alla fine del 2005 sul Libro verde in materia della Commissione europea¹³. Integrare e sviluppare maggiormente i mercati ipotecari (e gli altri mercati bancari al dettaglio) è importante

11 *Progressi compiuti nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro – Obiettivi e scadenze (quarto rapporto)*, febbraio 2006.

12 Per maggiori dettagli, cfr. *La posizione dell'Eurosistema su un'AUPE per le carte di pagamento*, 20 novembre 2006.

13 *The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation*, 1° dicembre 2005.



per la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. Inoltre, l'integrazione finanziaria può avere implicazioni rilevanti per la stabilità finanziaria. Sulla base della consultazione condotta per il Libro verde, la Commissione pubblicherà un Libro bianco nel maggio 2007. La BCE contribuisce a promuovere l'integrazione in questo settore attraverso la partecipazione al gruppo di esperti della Commissione sul finanziamento ipotecario e in seno allo *European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG), che esamina gli impedimenti legali alla cartolarizzazione transfrontaliera nell'UE.

Infine, nel campo dell'infrastruttura finanziaria la BCE ha fornito il proprio contributo sulle questioni relative all'integrazione dei sistemi di regolamento titoli e dei sistemi di pagamento. L'attuale frammentazione dell'infrastruttura UE per la compensazione e il regolamento delle operazioni in titoli costituisce un ostacolo rilevante all'ulteriore integrazione dei mercati azionari e obbligazionari europei. Nel luglio 2006 la Commissione europea ha sottolineato l'importanza delle iniziative di mercato in quest'ambito e ha sollecitato il settore dei sistemi di compensazione e di regolamento a dotarsi di un codice di condotta cui improntare le prassi ottimali del mercato. L'*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, firmato il 7 novembre 2006, si prefigge di favorire la concorrenza ed aumentare l'efficienza, ad esempio garantendo la trasparenza dei prezzi e dei servizi. Al tempo stesso, sono proseguite le iniziative pubbliche volte a ridurre le barriere legali e fiscali.

La BCE è attivamente coinvolta in questi lavori e prende parte al *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group* e al *Legal Certainty Group*. Essa segue inoltre i lavori del *Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group*, che fornisce consulenza alla Commissione sulle possibili soluzioni per il superamento delle barriere fiscali alla compensazione e al regolamento transfrontalieri nell'UE. Per quel che concerne l'integrazione dei servizi di pagamento, nell'ambito del progetto SEPA (vedi sopra) si stanno affrontando i vincoli di natura tecnica e commerciale, mentre la BCE ha emesso un parere su una proposta di direttiva della Commissione relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, volta a rimuovere le barriere di natura legale¹⁴. La BCE ha accolto favorevolmente la proposta di direttiva, in quanto essa porterebbe a stabilire un quadro giuridico generale per i servizi di pagamento nell'UE. La BCE ritiene che l'armonizzazione dei requisiti regolamentari per i servizi di pagamento fornirebbe la certezza giuridica necessaria per estendere l'offerta di servizi di questo tipo in più paesi, e che l'adozione e il recepimento tempestivi della direttiva coadiuverebbero le iniziative del settore bancario per la realizzazione della SEPA. La BCE ha sottolineato che i fornitori non bancari di servizi di pagamento dovrebbero essere assoggettati a un livello di regolamentazione proporzionale alla portata delle loro attività. La direttiva proposta dovrebbe essere adottata senza ritardi, per non

14 COM(2005) 603 definitivo.

compromettere l'introduzione il 1° gennaio 2008 di schemi nazionali conformi alla SEPA nonché la migrazione completa verso tali schemi entro il 2010. A questo riguardo, risultano cruciali i titoli III e IV della direttiva, che introducono un insieme armonizzato di norme relative a requisiti informativi, processi autorizzativi, tempi di esecuzione e responsabilità per le operazioni di pagamento.

FORNITURA DI SERVIZI DI BANCA CENTRALE CHE PROMUOVONO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Il 21 ottobre 2005 l'Eurosistema ha confermato che Target2 diventerà operativo il 19 novembre 2007. Nel 2006 sono proseguiti i lavori sul nuovo sistema di pagamento (cfr. sezione 2.2 del capitolo 2).

Al fine di trarre il massimo beneficio dall'istituzione del sistema Target2, l'Eurosistema ha iniziato a valutare la possibilità di fornire servizi di regolamento in moneta della banca centrale ai sistemi di deposito accentrati per le transazioni in titoli in euro. La possibilità offerta da Target2 di accentrare il regolamento in contante su un unico conto dovrebbe accrescere la domanda di mercato per un accentramento analogo anche del regolamento in titoli. L'obiettivo del nuovo servizio, denominato Target2-Securities, sarà quello di fornire un'infrastruttura tecnica comune per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli in euro da parte dei sistemi di deposito accentrati e di gestire i regolamenti sia in titoli sia in contante tramite una singola piattaforma tecnica (cfr. sezione 2.3 del capitolo 2).

Il 20 ottobre 2006 la BCE ha annunciato che il Consiglio direttivo ha analizzato le reazioni del mercato pervenute in occasione della consultazione informale sulla proposta di offrire tale servizio e ha chiesto al Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento di predisporre uno studio di fattibilità del progetto.

Per quanto concerne il sistema di garanzie dell'Eurosistema, nel 2006 sono stati precisati i criteri per la valutazione dell'idoneità delle attività non negoziabili a essere incluse nella lista

unica di garanzie. Tali criteri sono riportati nel documento: *L'attuazione della politica monetaria unica nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, pubblicato il 15 settembre 2006. L'inclusione delle attività non negoziabili nella lista unica a partire dal 1° gennaio 2007 segna la fine del processo di graduale sostituzione del sistema di garanzie a due livelli dell'Eurosistema.

Infine, il 3 agosto 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di estendere oltre il 2007 il modello delle banche centrali corrispondenti per il trasferimento transfrontaliero delle garanzie all'interno dell'Eurosistema (cfr. anche la sezione 2.4 del capitolo 2).

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO

La sorveglianza sui sistemi di pagamento è uno dei principali compiti dell'Eurosistema. Attraverso di essa, in particolare nel caso di sistemi di pagamento di importanza sistemica¹⁵, l'Eurosistema contribuisce alla sicurezza e all'efficienza delle infrastrutture finanziarie e, di conseguenza, all'efficienza dei flussi di pagamento a fronte di beni, servizi e attività finanziarie all'interno dell'economia. Considerato lo stretto collegamento fra i sistemi di pagamento e quelli di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli, le banche centrali in generale e l'Eurosistema in particolare nutrono inoltre un vivo interesse per queste ultime attività. Il fine complessivamente perseguito dall'Eurosistema è quello di minimizzare il rischio sistemico.

4.1 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA SUI SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE IN EURO

L'azione di sorveglianza dell'Eurosistema si estende a tutti i sistemi di pagamento e alle infrastrutture per il trattamento e/o regolamento delle operazioni in euro, compresi quelli gestiti dallo stesso Eurosistema. Nel quadro dell'accordo di cooperazione per la sorveglianza sul sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), per la quale il Federal Reserve System ha un ruolo guida, la BCE è il principale organo di controllo per il regolamento delle operazioni in euro. Nell'esercizio della sorveglianza l'Eurosistema applica ai suoi sistemi e a quelli gestiti da privati i medesimi standard, ossia i *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica* elaborati dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) del G10 e adottati dal Consiglio direttivo nel 2001. Nel 2006 il Consiglio direttivo ha inoltre pubblicato le aspettative in materia di continuità operativa dei sistemi di pagamento di importanza sistemica. Esse formano parte integrante del sistema di sorveglianza dell'Eurosistema e contribuiscono ad assicurare un grado di robustezza uniforme ed adeguato per tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica situati nell'area dell'euro e operanti in euro.

TARGET

Conformemente con il quadro di riferimento e gli obiettivi della sorveglianza sul sistema Target, la BCE e le BCN conducono periodiche attività di controllo collegate ai cambiamenti che possono interessare i sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement*, RTGS) che partecipano o sono collegati a Target, nonché il meccanismo di pagamento della BCE (*ECB Payment Mechanism*, EPM). Allorché vengono apportate modifiche sostanziali al sistema Target, i vari aspetti rilevanti sono oggetto di esame prima di divenire operativi. In linea con la politica comune in materia di sorveglianza, nel 2006 l'Eurosistema ha effettuato una valutazione approfondita dell'impatto della connessione a Target del sistema RTGS della Eesti Pank per il tramite del sistema RTGS della Banca d'Italia, concludendo che tale connessione non avrebbe avuto ripercussioni negative per l'ordinato funzionamento di Target. Per quanto concerne l'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro, la Banka Slovenije ha deciso di non sviluppare un proprio sistema RTGS in euro, ma di avvalersi di quello della Deutsche Bundesbank. Di conseguenza, non si è ritenuto necessario condurre una valutazione al riguardo, non essendo stata introdotta nel sistema Target alcuna nuova infrastruttura.

Il nuovo sistema Target2 dovrà conformarsi agli standard di sorveglianza dell'Eurosistema alla stessa stregua di ogni altro sistema di pagamento in euro di importanza sistemica nell'area dell'euro, e sarà pertanto soggetto a valutazioni periodiche. In virtù del quadro organizzativo generale attuato per la sorveglianza su Target2, la BCE ha assunto il ruolo di guida e di coordinamento delle attività di sorveglianza sul sistema. Alle BCN spetta invece la responsabilità primaria per le operazioni di sorveglianza sulle componenti decentralizzate del sistema,

15 Si ritiene che un sistema di pagamento abbia importanza sistemica allorché una sua disfunzione ha il potenziale di propagarsi o innescare ulteriori turbative presso gli operatori partecipanti e, in ultima istanza, all'interno del sistema finanziario più in generale.

laddove tali componenti siano rilevanti unicamente per il contesto nazionale. Le BCN contribuiscono inoltre alle attività di sorveglianza sugli elementi comuni di Target2. Poiché quest'ultimo è ancora in fase di sviluppo, le valutazioni si sono preliminarmente focalizzate sul progetto del sistema. Le autorità competenti continueranno a seguire da vicino lo sviluppo di Target2 e condurranno una valutazione esaustiva prima che esso entri in funzione.

EURO 1

Euro 1 è il maggiore sistema di pagamento privato per i trasferimenti di fondi in euro operante nell'area dell'euro. Esso è gestito da EBA CLEARING, la società di compensazione dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA). Euro 1 opera su base netta multilaterale: le posizioni di fine giornata dei partecipanti sono regolate in ultima istanza attraverso il sistema Target. Nel 2006 l'attività di sorveglianza della BCE è stata dedicata principalmente alla valutazione di una nuova componente di gestione della liquidità, il "ponte di liquidità", prima della sua messa in atto. Scopo di tale componente è quello di permettere alle banche partecipanti di trasferire da e verso Euro 1 su base infragiornaliera la propria capacità di pagamento, adattandola alle esigenze specifiche di pagamento all'interno del sistema. La valutazione del ponte di liquidità non ha rilevato alcuna infrazione dei Principi fondamentali da parte del sistema Euro 1. La BCE continuerà a tenere sotto osservazione il funzionamento di questa componente, così come ogni eventuale evoluzione ulteriore di Euro 1.

IL SISTEMA CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Il sistema CLS, gestito da CLS Bank, fornisce servizi di regolamento delle operazioni in cambi in quindici importanti valute mondiali. Esso permette di eliminare una porzione significativa del rischio di regolamento delle operazioni in cambi effettuando il regolamento dei due lati di una transazione valutaria simultaneamente (ossia in base al principio di pagamento contro pagamento) e unicamente in caso di disponibilità sufficiente di fondi. Per l'Eurosistema è di

primaria importanza che CLS si mantenga sicuro ed efficiente in via continuativa poiché, in termini di importi, esso risulta essere il maggiore sistema di pagamento per le operazioni nella moneta unica al di fuori dell'area dell'euro.

Nel dicembre 2006 CLS ha regolato in media 290.000 operazioni al giorno, per un valore medio giornaliero equivalente a 2.600 miliardi di euro¹⁶. Con una quota del 19 per cento dei regolamenti totali, l'euro ha continuato a essere la valuta maggiormente trattata dal sistema dopo il dollaro statunitense (46 per cento). Il valore medio giornaliero delle operazioni regolate in euro tramite CLS era pari a 489 miliardi di euro.

Nell'anno in rassegna l'Eurosistema ha preso parte a un'indagine condotta dalla BRI presso i principali operatori nel mercato valutario, volta a rilevare le tecniche di attenuazione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi. I risultati dello studio, che saranno disponibili nel 2007, formeranno la base di un'analisi condotta dalle banche centrali sulla strategia del G10 per ridurre il rischio di regolamento delle operazioni in cambi, strategia definita nel 1996 nel documento della BRI *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*.

CONTINUITÀ OPERATIVA

Nel maggio 2006 il Consiglio direttivo ha approvato il rapporto *Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems* (SIPS), finalizzato a istituire nell'area dell'euro un quadro di riferimento armonizzato per le attività di sorveglianza nell'ambito della continuità operativa, e promuovere così condizioni di parità concorrenziale. Il rapporto fornisce linee guida ai gestori dei sistemi di pagamento di importanza sistemica al fine di conseguire un livello uniforme e adeguato di robustezza per questi sistemi, sostenendo le iniziative del mercato per accrescerne

¹⁶ Ciascuna operazione in cambi si compone di due transazioni, una per ogni valuta coinvolta. Pertanto, nel dicembre 2006 CLS ha regolato operazioni per un valore giornaliero equivalente in media a circa 1.300 miliardi di euro.

la capacità di ripresa e di ripristino dell'operatività. Esso contiene istruzioni specifiche per quanto riguarda la predisposizione di un sito secondario a operatività piena e sottolinea l'esigenza di effettuare periodicamente verifiche e di formare gli addetti alle funzioni critiche. Dette verifiche dovrebbero basarsi su più scenari plausibili, e i loro risultati essere comunicati alle altre parti interessate. Infine, il rapporto evidenzia la necessità che i sistemi di pagamento di importanza sistemica: a) stabiliscano procedure chiare di gestione delle crisi e di comunicazione per reagire in situazioni di difficoltà, b) dispongano di mezzi di comunicazione alternativi per lo scambio di informazioni in seguito a una crisi e c) si assicurino di disporre di canali di comunicazione adeguati con le autorità competenti. Alcune di queste disposizioni hanno una ricaduta sia sui partecipanti di importanza critica ai sistemi in parola sia sui terzi fornitori di servizi fondamentali. Esse dovrebbero essere applicate e sottoposte a verifica da parte dei sistemi di pagamento di importanza sistemica entro il giugno 2009, e da parte di tali partecipanti e fornitori entro il giugno 2010. Fino al giugno 2009 l'Eurosistema condurrà regolarmente analisi finalizzate a valutare i progressi compiuti dai sistemi di pagamento di importanza sistemica nella messa in atto delle dette disposizioni e il rischio di eventuali ritardi.

Nel settembre 2006 la BCE ha tenuto una conferenza per la condivisione di informazioni ed esperienze in quest'ambito e la discussione delle questioni di continuità operativa alla luce dell'integrazione dell'area dell'euro. Alla conferenza hanno partecipato rappresentanti delle banche centrali dei paesi membri e non membri dell'UE, esponenti delle istituzioni finanziarie, nonché gestori dei sistemi di pagamento e delle infrastrutture dei mercati mobiliari.

SWIFT

SWIFT non è di per sé un sistema di pagamento o di regolamento e, pertanto, non rientra fra gli enti regolamentati. Tuttavia, in ragione della sua rilevanza sistemica per il sistema finanziario internazionale, le banche centrali del G10 hanno

ritenuto opportuno assoggettarlo alla loro sorveglianza cooperativa, conferendo alla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique il ruolo di autorità di sorveglianza principale. La sorveglianza su SWIFT è incentrata sugli obiettivi della sicurezza, dell'affidabilità operativa, della continuità operativa e della capacità di tenuta dell'infrastruttura. Al fine di verificare che SWIFT persegua tali obiettivi, le autorità di sorveglianza valutano periodicamente se siano stati predisposti assetti adeguati di *governance*, strutture, processi, procedure di gestione del rischio e controlli atti a consentire a SWIFT di gestire efficacemente i rischi che potrebbe generare per la stabilità finanziaria e la solidità delle infrastrutture finanziarie. La sorveglianza su SWIFT si fonda attualmente su principi generalmente riconosciuti e su prassi di mercato diffuse, che costituiscono la base della metodologia di sorveglianza adottata per quelle attività di SWIFT che hanno rilevanza ai fini della stabilità finanziaria. Nel contesto della sua partecipazione alla sorveglianza cooperativa su SWIFT, nel 2006 la BCE ha collaborato con le banche centrali del G10 per istituire una serie di principi di alto livello per la valutazione di SWIFT, prendendo in considerazione la struttura, i processi, i controlli e le procedure da esso utilizzati. Nel 2007 tali principi dovrebbero essere finalizzati ed entrare a far parte della metodologia basata sul rischio adottata dal gruppo di sorveglianza (cfr. anche la sezione 2 del capitolo 6).

4.2 I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

L'attività di sorveglianza dell'Eurosistema si estende anche ai sistemi di pagamento al dettaglio. Nel 2006 la BCE ha continuato a vigilare sull'ordinato funzionamento di STEP2, la prima stanza di compensazione automatizzata paneuropea per i pagamenti in euro, amministrata e gestita da EBA CLEARING. Poiché le valutazioni dei sistemi di pagamento al dettaglio rientranti nell'ambito della sorveglianza dell'Eurosistema sono state completate nel 2005, non è stato ritenuto necessario condurre una nuova tornata di verifiche coordinate nel 2006.

4.3 COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

L'Eurosistema è particolarmente interessato all'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli poiché eventuali disfunzioni nei servizi di compensazione, regolamento o custodia delle garanzie reali potrebbero pregiudicare l'attuazione della politica monetaria, l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e il mantenimento della stabilità finanziaria.

L'Eurosistema verifica la conformità dei sistemi di regolamento in titoli (SRT) dell'area dell'euro, nonché dei collegamenti fra tali SRT, ai requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC (*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, noti come "standard utente dell'Eurosistema").

Nel 2006 la BCE ha partecipato ai lavori intrapresi dalla Commissione europea e dal Consiglio UE per quanto riguarda la revisione della direttiva sul carattere definitivo del regolamento e il dibattito sull'opportunità che la Comunità sottoscriva la Convenzione dell'Aja sugli strumenti finanziari. La BCE ha inoltre contribuito a un rapporto del CSPR sugli accordi di compensazione e di regolamento per gli strumenti derivati scambiati fuori borsa, attualmente in via di predisposizione¹⁷. Infine, in aprile si è tenuta a Francoforte la conferenza sul tema dei servizi di compensazione forniti dalle controparti centrali, organizzata congiuntamente dalla BCE e dalla Federal Reserve Bank di Chicago.

VALUTAZIONE DEI SISTEMI DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI A FRONTE DEGLI STANDARD UTENTE

Nel 2006 è stato messo in atto un nuovo sistema per l'emissione, la custodia e il regolamento dei titoli di debito internazionali. Questi titoli, emessi congiuntamente presso i due sistemi di deposito accentrati internazionali (SDAI), Euroclear Bank (Belgio) e Clearstream Banking Luxembourg (Lussemburgo), rappresentano una quota significativa dei titoli stanziabili nelle

operazioni di credito dell'Eurosistema. All'interno della nuova struttura, sottoposta alla valutazione dell'Eurosistema, l'emissione è rappresentata da una forma inedita di certificati al portatore internazionali, le *New Global Note* (NGN). I titoli di debito internazionali sotto forma di titoli al portatore emessi attraverso gli SDAI dopo il 31 dicembre 2006 potranno essere stanziati nelle operazioni dell'Eurosistema soltanto se sotto forma di NGN, mentre quelli emessi precedentemente continueranno a essere stanziabili per tutta la loro vita residua.

La valutazione annuale degli SRT nell'area dell'euro e quella *ad hoc* condotta sulle connessioni fra gli stessi SRT ha confermato che il livello complessivo di conformità con gli standard in materia è elevato, e che gli SRT hanno proseguito negli sforzi per migliorarne ulteriormente l'osservanza.

Nella fase preparatoria dell'entrata della Slovenia nell'area dell'euro il 1° gennaio 2007, il Consiglio direttivo ha esaminato in dettaglio l'SRT sloveno (KDD), che è stato considerato idoneo a essere utilizzato nelle operazioni di politica monetaria e di erogazione di credito infragiornaliero dell'Eurosistema.

ELABORAZIONE DI STANDARD PER LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UNIONE EUROPEA

Nel 2001 il Consiglio direttivo ha approvato un quadro di cooperazione fra il SEBC e il CESR in materia di sistemi di compensazione e regolamento titoli. Nel 2004 un gruppo di lavoro misto SEBC-CESR ha stilato la bozza di un rapporto dal titolo *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, allo scopo di adattare al contesto comunitario le raccomandazioni CSPR-IOSCO per gli SRT. Nei due anni seguenti il gruppo di lavoro ha proseguito le attività in questo campo, allo scopo di elaborare una "metodologia di valutazione" che fornisca una guida per l'efficace attuazione degli standard. Esso ha analizzato in stretta collaborazione con gli operatori del mercato e le

¹⁷ <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>.

autorità di vigilanza bancaria varie questioni aperte, come i requisiti specifici per i sistemi di deposito accentrati autorizzati all'attività bancaria e la cooperazione fra le autorità competenti. Tuttavia, nel 2006 i progressi compiuti in merito sono stati modesti.

L'11 luglio 2006 la Commissione europea ha invitato il settore a ridurre i costi della compensazione e del regolamento nell'UE. A tal fine, i rappresentanti della Federation of European Securities Exchanges, dell'European Association of Central Counterparty Clearing Houses e dell'European Central Securities Depositories Association, nonché le singole autorità membri di queste associazioni, hanno firmato il 7 novembre 2006 un codice di condotta finalizzato a favorire la concorrenza e a migliorare l'efficienza della compensazione e del regolamento nell'UE, garantendo la trasparenza dei prezzi, i diritti di accesso, l'interoperabilità delle infrastrutture, la rilevazione e la contabilizzazione separate dei servizi. Il codice non copre tuttavia gli aspetti della stabilità finanziaria e dell'armonizzazione regolamentare, lasciando immutata l'esigenza di adottare gli standard SEBC-CESR.



CAPITOLO 5

**LE RELAZIONI
EUROPEE
E INTERNAZIONALI**

I LE TEMATICHE EUROPEE

Nel 2006 la BCE ha continuato a tenere contatti regolari con le istituzioni e sedi europee e più in particolare con il Parlamento europeo, il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo e la Commissione europea (cfr. capitolo 6). Il Presidente della BCE ha partecipato sia alle riunioni del Consiglio Ecofin, ogni qualvolta venivano discusse tematiche inerenti gli obiettivi e i compiti del SEBC, sia a quelle dell'Eurogruppo. Il Presidente dell'Eurogruppo e il Commissario per gli affari economici e monetari hanno preso parte alle riunioni del Consiglio direttivo quando lo hanno ritenuto opportuno.

I.1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nel 2006 cinque Stati membri appartenenti all'area dell'euro (Germania, Grecia, Francia, Italia e Portogallo) e sette non appartenenti all'area (Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia, Slovacchia e Regno Unito) sono stati interessati da procedure per i disavanzi eccessivi. Il Consiglio Ecofin ha confermato l'esistenza di un disavanzo eccessivo nel Regno Unito nel gennaio 2006, mentre ha posto fine alle procedure riguardanti Cipro e la Francia rispettivamente nel giugno 2006 e nel gennaio 2007 dopo aver avuto conferma del fatto che i due paesi erano riusciti a riportare in modo credibile e durevole i rispettivi disavanzi al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL.

Nel marzo 2006 il Consiglio Ecofin ha intimato alla Germania, ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 9, del Trattato, di adottare i provvedimenti necessari per ridurre il disavanzo. È stato il primo caso della specie dopo le modifiche al Patto di stabilità e crescita nel marzo 2005, e appena il secondo in assoluto. In tale contesto, la scadenza ultima per la correzione del disavanzo eccessivo della Germania è stata prorogata dal Consiglio al 2007. Nell'ottobre 2006 l'Ungheria è stata oggetto di una raccomandazione rivista con la quale il Consiglio Ecofin ha spostato dal 2008 al 2009 la scadenza per la correzione del disavanzo eccessivo di tale paese

alla luce del peggioramento della sua situazione di bilancio. Nel novembre 2006, con una decisione adottata ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 8, del Trattato, il Consiglio ha dichiarato inadeguate le azioni poste in essere dalla Polonia per correggere il proprio disavanzo eccessivo entro il 2007.

In tutti gli altri casi, la valutazione dei provvedimenti adottati dagli Stati membri in risposta alle raccomandazioni e alle intimazioni ricevute non ha dato origine a ulteriori misure procedurali. Ciò nonostante, in alcuni paesi (in particolare Italia e Portogallo) sono stati rilevati progressi insufficienti verso il conseguimento degli obiettivi di risanamento intermedi e/o rischi per i percorsi di aggiustamento previsti; è emersa, quindi, la necessità di seguire attentamente l'evolversi della situazione. Nel febbraio 2007 l'ufficio statistico tedesco ha confermato che il disavanzo della Germania nel 2006 sarà ben inferiore al 3 per cento del PIL e, stando alle indicazioni più recenti, anche i disavanzi di Grecia, Malta e Regno Unito dovrebbero essere nel 2006 inferiori al 3 per cento del PIL. Prima di porre fine alle procedure per i disavanzi eccessivi nei confronti di tali paesi, tuttavia, occorre attendere la conferma dei suddetti risultati e la valutazione della loro sostenibilità.

La valutazione della sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE ha compiuto ulteriori passi avanti nel 2006. In febbraio il Comitato di politica economica (CPE) dell'UE e la Commissione europea hanno pubblicato un rapporto sull'impatto fiscale dell'invecchiamento demografico¹. Il rapporto, che costituisce un aggiornamento delle precedenti edizioni del 2001 e del 2003, stima l'onere per i bilanci degli Stati membri dell'UE prodotto dall'invecchiamento della popolazione basandosi su ipotesi comunemente accettate riguardo all'andamento di importanti variabili demografiche e macroeconomiche.

1 *The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)*, European Economy Special Report 1/2006, Comitato di politica economica e Commissione europea.

Nel documento si afferma che, per essere sostenibile, la posizione strutturale di bilancio sia nell'area dell'euro sia nell'insieme dell'UE deve registrare un miglioramento corrispondente a circa il 3½ per cento del PIL rispetto al 2005. I calcoli aggiornati dipendono, tuttavia, in larga misura dalle ipotesi su cui poggiano e questo mette in luce l'importanza di un ulteriore affinamento delle metodologie esistenti. Le stime contenute nel rapporto hanno costituito la base per successivi approfondimenti sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche degli Stati membri dell'UE, nel contesto sia dell'esame dei programmi di stabilità e convergenza sia del primo "rapporto sulla sostenibilità" della Commissione pubblicato nel novembre 2006². In questo ambito prosegue, inoltre, l'impegno per lo sviluppo di una metodologia adeguata che tenga conto delle passività implicite nel calcolo degli obiettivi di bilancio a medio termine per i singoli Stati membri.

LA STRATEGIA DI LISBONA

Nell'autunno 2006 gli Stati membri hanno presentato i rapporti sullo stato di attuazione dei rispettivi programmi nazionali di riforma per il periodo 2005-08, in conformità con le conclusioni del Consiglio europeo del 2005 sul riesame della strategia di Lisbona, l'ampio programma di riforme dell'UE in campo economico, sociale e ambientale, e sul nuovo sistema di *governance* della stessa³. I programmi comprendono una descrizione delle strategie degli Stati membri in materia di riforme strutturali e una valutazione dei progressi compiuti verso il rispetto degli impegni assunti. Tali impegni comprendono la sostenibilità delle finanze pubbliche (soprattutto attraverso una riforma dei sistemi pensionistici e sanitari), la riforma del mercato del lavoro, del mercato dei beni e servizi e dei sistemi di sicurezza sociale, investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione, il miglioramento del quadro normativo per le imprese (cfr. anche il capitolo 1).

I rapporti sullo stato di attuazione dei programmi di riforma nazionali sono stati valutati sia dal Consiglio Ecofin con l'aiuto del CPE sia dalla Commissione europea che nel dicembre

2006 ha pubblicato la sua seconda relazione annuale sui progressi per la crescita e l'occupazione (*Annual Progress Report on Growth and Jobs*). La BCE attribuisce grande importanza all'attuazione delle riforme strutturali e accoglie con favore la determinazione della Commissione e degli Stati membri nell'attuare la strategia di Lisbona a livello comunitario e nazionale. La realizzazione di misure di riforma articolate riveste particolare importanza per i paesi appartenenti all'area dell'euro, poiché essi sono responsabili in maniera congiunta dell'ordinato funzionamento dell'UEM.

LA DIRETTIVA SUI SERVIZI NEL MERCATO INTERNO

Nel contesto degli sforzi per la piena realizzazione del mercato interno, a gennaio 2004 la Commissione europea ha proposto una direttiva intesa a rimuovere le barriere giuridiche e amministrative che ostacolano l'erogazione dei servizi a livello transfrontaliero. Dopo modifiche sostanziali nel corso dell'*iter* legislativo, tale direttiva è stata oggetto di un accordo tra il Parlamento europeo e il Consiglio UE il 15 novembre 2006 ed è stata adottata il 12 dicembre dello stesso anno.

Se adeguatamente attuata, la direttiva offrirà evidenti vantaggi sia ai prestatori sia agli utilizzatori di servizi. Essa vieterà determinate restrizioni all'erogazione dei servizi a livello transfrontaliero e definirà criteri chiari per i requisiti che gli Stati membri possono imporre ai prestatori di servizi di altri Stati membri dell'UE. La direttiva fornirà, inoltre, un contributo alla "libertà di stabilimento", in quanto renderà più semplice per i prestatori di servizi l'avvio dell'attività in uno Stato membro diverso da quello di residenza.

Grazie in particolare alla maggiore concorrenza a livello transfrontaliero e al minor costo dell'attività economica, la direttiva dovrebbe consentire all'UE di sfruttare il potenziale inespresso in termini di crescita economica e di

2 *The long-term sustainability of public finances in the European Union*, European Economy 4/2006, Commissione europea.

3 Cfr. Rapporto annuale della BCE 2005, pagg. 146-147.

espansione dell'occupazione nel settore dei servizi. Si ritiene, quindi, che essa possa promuovere la produttività del lavoro e la crescita del prodotto e dell'occupazione nel medio-lungo periodo e contribuire a una riduzione dei prezzi nel settore dei servizi, con conseguenti vantaggi per i consumatori. Anche altri settori dell'economia che utilizzano i servizi come *input* nei rispettivi processi produttivi potrebbero trarne beneficio⁴.

1.2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

I RAPPORTI SULLA CONVERGENZA

Dando seguito a una richiesta di Lituania e Slovenia, la BCE e la Commissione europea hanno predisposto, ai sensi dell'articolo 122 del Trattato, i rispettivi rapporti sulla convergenza concernenti i progressi compiuti da tali paesi verso il soddisfacimento delle condizioni necessarie per l'ingresso nell'area dell'euro. Sulla base dei due rapporti, pubblicati il 16 maggio 2006, e di una proposta della Commissione, l'11 luglio 2006 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione che consentiva alla Slovenia di introdurre l'euro come propria valuta a partire dal 1° gennaio 2007 (cfr. capitolo 3). Il 5 dicembre 2006 la BCE e la Commissione europea hanno pubblicato i rapporti biennali sulla convergenza, nei quali hanno preso in esame la situazione di Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Ungheria, Malta, Polonia, Slovacchia e Svezia. Nessuno degli Stati membri elencati ha soddisfatto i requisiti per l'adozione dell'euro.

Dopo una discussione in seno al Consiglio Ecofin, la Commissione europea e la BCE hanno chiarito l'interpretazione e l'applicazione del criterio della stabilità dei prezzi in rapporto all'ampliamento dell'area dell'euro. Il 10 ottobre 2006 il Consiglio Ecofin ha ribadito che il valore di riferimento per la stabilità dei prezzi va determinato sommando 1,5 punti percentuali al tasso di inflazione medio dei tre Stati membri dell'UE che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.

IL TRATTATO COSTITUZIONALE

Nel 2006 la BCE ha continuato a seguire il processo di ratifica del Trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa (Trattato costituzionale), in quanto contiene varie disposizioni rilevanti per il SEBC. La BCE ha preso nota della prosecuzione del processo di ratifica nonostante la bocciatura del Trattato costituzionale in Francia e nei Paesi Bassi nel 2005. I paesi che hanno completato o sono prossimi al completamento formale del processo di ratifica sono 18: Belgio, Bulgaria, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Ungheria, Malta, Austria, Romania, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

La BCE sostiene gli obiettivi del Trattato costituzionale, inteso a chiarire il quadro giuridico e istituzionale dell'UE e ad accrescere la capacità di quest'ultima di agire a livello sia europeo sia internazionale confermando nel contempo il quadro monetario esistente. La discussione sugli ulteriori progressi verso una riforma istituzionale dell'UE proseguirà sotto la presidenza tedesca e quella portoghese nel 2007.

RAPPRESENTANZA ESTERNA

Dall'avvio dell'Unione monetaria, la BCE si è affermata come interlocutore fondamentale a livello internazionale ed è rappresentata presso le istituzioni internazionali rilevanti ai fini delle sue funzioni.

In campo economico la rappresentanza esterna dell'UEM riflette la circostanza che le politiche economiche sono rimaste per lo più di competenza degli Stati membri. Ciò nonostante, negli ultimi anni sono stati compiuti alcuni progressi verso una rappresentanza più unitaria.

Di recente l'Eurogruppo e il Consiglio Ecofin hanno preso in considerazione proposte miranti a rafforzare la rappresentanza a livello internazionale per le questioni attinenti l'UEM e migliorare il coordinamento interno. In particolare, hanno accolto con favore un

4 Per ulteriori informazioni, cfr. *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE, n. 44, aprile 2006.

coinvolgimento più ampio del Presidente dell'Eurogruppo nelle riunioni del G7 e la partecipazione della Commissione europea in seno a organismi internazionali quali il G20.

RIFORMA DELLE PROCEDURE DI COMITATOLOGIA DELL'UE

Nel luglio 2006 il Consiglio UE, il Parlamento europeo e la Commissione europea hanno concordato una riforma del sistema dei comitati attraverso il quale sono adottati gli atti legislativi comunitari, noto come "procedura di comitologia". L'elemento principale della riforma è rappresentato dall'introduzione di una "procedura di regolamentazione con controllo", che sostanzialmente rafforza le competenze del Parlamento europeo in materia di misure di esecuzione.

La riforma riveste particolare importanza per l'approccio Lamfalussy al settore finanziario, contraddistinto dalla delega delle competenze esecutive alla Commissione. Essa consentirà al processo Lamfalussy di continuare a svolgere un ruolo di rilievo nell'agevolare e accelerare l'integrazione finanziaria all'interno dell'UE (cfr. anche il capitolo 4).

1.3 GLI ANDAMENTI NEI PAESI IN FASE DI ADESIONE E CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E LE RELAZIONI CON GLI STESSI

La BCE ha intensificato la cooperazione con le banche centrali dei paesi in fase di adesione e di quelli candidati all'adesione all'UE con l'obiettivo di garantire un processo ordinato di integrazione monetaria nell'Unione. Ciò è avvenuto in parallelo con il dialogo istituzionale complessivo tra l'UE e questi paesi.

Dalla firma del Trattato di adesione di Bulgaria e Romania il 25 aprile 2005, i governatori e gli esperti della Banca Națională a României e della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) partecipano rispettivamente alle riunioni del Consiglio generale della BCE (dal 16 giugno 2005) e a quelle dei comitati del SEBC in qualità di osservatori. Inoltre,



incontri ad alto livello con le banche centrali di Romania e Bulgaria hanno avuto luogo a Francoforte, rispettivamente il 15 novembre e il 6 dicembre 2006. Il programma di cooperazione tecnica avviato agli inizi del 2005 fra tre BCN dell'area dell'euro (Banque de France, Banca d'Italia e De Nederlandsche Bank) e la Banca Națională a României, che aveva assunto la forma di un gemellaggio finanziato dall'UE, è giunto a compimento nell'ottobre del 2006. Nello stesso mese è stato istituito un programma analogo con la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria).

Il 26 settembre 2006 la Commissione europea ha concluso che la Bulgaria e la Romania avevano compiuto progressi sostanziali nei preparativi per l'adesione all'UE e ha proposto alcune misure aggiuntive intese a proseguire il controllo sull'attuazione dei requisiti dell'UE in un numero limitato di aree, che tuttavia non riguardavano l'ambito monetario. Bulgaria e Romania hanno aderito all'UE il 1° gennaio 2007 e le rispettive banche centrali sono divenute membri a pieno titolo del SEBC.

Dopo l'avvio dei negoziati per l'adesione della Turchia il 3 ottobre 2005, il 12 giugno 2006 la Commissione europea ha iniziato a negoziare i singoli capitoli dell'*acquis communautaire*. Il 29 novembre la Commissione ha presentato le proprie raccomandazioni sul seguito da dare ai negoziati di adesione della Turchia. In tale occasione, ha suggerito di mantenere aperti i capitoli per i quali erano stati completati i preparativi tecnici ma di sospendere l'apertura di altri otto capitoli finché la Turchia non avrà rispettato gli impegni assunti. Nella sua riunione del 14-15 dicembre 2006, il Consiglio europeo ha deciso di seguire le raccomandazioni della Commissione. La BCE ha proseguito il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche e monetarie in corso da tempo con la banca

centrale della Repubblica di Turchia, organizzando fra l'altro un incontro con i membri del Comitato esecutivo presso la propria sede il 28 giugno 2006. Le discussioni hanno riguardato i recenti andamenti macroeconomici e finanziari in Turchia, la transizione della politica monetaria della banca centrale turca verso una strategia basata interamente su obiettivi di inflazione e la situazione economica e monetaria nell'area dell'euro.

Dopo la decisione con cui il Consiglio UE fissava al 3 ottobre 2005 l'apertura dei negoziati di adesione con la Croazia, nel giugno 2006 ha avuto inizio la prima fase di tali negoziati. La BCE ha intensificato le relazioni bilaterali con la Banca nazionale croata e nell'ottobre 2006 ha ospitato il suo governatore a Francoforte per il primo dialogo di pre-adesione ad alto livello.

L'ex Repubblica Iugoslava di Macedonia si è vista riconoscere lo status di candidato all'adesione nel dicembre 2005. Ciò nonostante, il Consiglio europeo ha deciso di subordinare l'avvio dei negoziati al soddisfacimento di una serie di requisiti, compresa l'efficace attuazione dell'Accordo di stabilizzazione e associazione firmato con l'UE. Nel 2006 si sono intensificati i contatti fra la BCE e la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia, come testimoniato, fra l'altro, dall'offerta di assistenza tecnica da parte della BCE in aggiunta a quella fornita da varie BCN.

2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

2.1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

L'Eurosistema riveste un ruolo importante nelle attività di sorveglianza multilaterale internazionale delle politiche macroeconomiche, che si svolgono principalmente in occasione delle riunioni di organismi internazionali quali il Fondo monetario internazionale (FMI), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), oltre che negli incontri dei ministri finanziari e dei governatori del G7 e del G20. In tutti questi organismi e consessi, alla BCE è stato riconosciuto lo status di membro effettivo (ad esempio presso il G20) o quello di osservatore (ad esempio presso l'FMI). La BCE prende in esame gli andamenti internazionali sul piano delle politiche economiche al fine di contribuire al perseguimento di un contesto macroeconomico stabile e di politiche macroeconomiche e finanziarie rigorose.

Nel 2006 il contesto economico internazionale è stato ancora dominato dal persistere di ampi squilibri di conto corrente a livello mondiale⁵. Negli Stati Uniti il disavanzo corrente è salito al 6,6 per cento del PIL, dal 6,4 dell'anno precedente. Tale paese assorbe oggi circa il 75 per cento del risparmio netto mondiale. Le contropartite principali del disavanzo statunitense sono rappresentate dagli avanzi dei paesi asiatici e di quelli esportatori di petrolio. In Asia gli avanzi correnti sono rimasti cospicui e mediamente pari al 4,3 per cento circa del PIL, un livello pressoché invariato rispetto al 2005. In particolare, hanno raggiunto il 7,2 per cento in Cina, il 3,7 per cento in Giappone e il 2,7 per cento nel gruppo delle "altre economie emergenti dell'Asia". I paesi esportatori di petrolio hanno registrato in media avanzi correnti notevolmente superiori nel 2006 (18,2 per cento del PIL) rispetto al 2005 (15,1 per cento)⁶. Alcune economie asiatiche ed esportatrici di petrolio hanno inoltre continuato ad accumulare notevoli quantitativi di attività di riserva. L'accumulo è

stato particolarmente consistente in Cina, dove il livello delle riserve valutarie si è approssimato alla quota di mille miliardi di dollari statunitensi.

L'Eurosistema ha continuato in diverse occasioni a porre l'accento sui rischi e sulle incertezze connessi con il perdurare degli squilibri e ha confermato il suo pieno sostegno a un approccio collaborativo, come delineato nei comunicati del G7 del 21 aprile e 16 settembre 2006. Tutte le economie principali dovrebbero contribuire a una correzione graduale e ordinata degli squilibri al fine di preservare e rafforzare le prospettive di crescita e stabilità a livello mondiale. Su scala internazionale, ciò comporta l'adozione di politiche intese a: far crescere il risparmio del settore privato e di quello pubblico nei paesi in disavanzo; attuare ulteriori riforme strutturali nelle economie mature con un potenziale di crescita relativamente basso e in quelle di mercato emergenti che hanno l'esigenza di accrescere la capacità di assorbimento e migliorare l'allocatione del capitale; promuovere, ove sia carente, la flessibilità dei regimi di cambio nei paesi e nelle regioni di maggior rilievo. Benché nel 2006 vari sviluppi e provvedimenti sul piano delle politiche (come ad esempio la maggiore volatilità infragiornaliera consentita al renminbi cinese a partire dagli inizi dell'anno) siano andati nella direzione giusta, una riduzione significativa degli squilibri mondiali richiede ulteriori interventi.

Infine, anche l'area dell'euro viene esaminata nell'ambito della sorveglianza internazionale sulle politiche economiche. L'FMI e il Comitato d'esame delle situazioni economiche e dei problemi di sviluppo dell'OCSE hanno condotto le loro analisi periodiche delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dell'area, oltre

⁵ In questa sezione le stime per il 2006 sono basate sulle proiezioni contenute nel *World Economic Outlook* dell'FMI di settembre 2006.

⁶ Espresse in percentuale del PIL mondiale, sulla base delle statistiche dell'FMI, le corrispondenti posizioni di bilancio per il 2006 sono state: un disavanzo di circa l'1,8 per cento per gli Stati Uniti e avanzi approssimativamente pari allo 0,4 per cento in Cina, 0,35 per cento in Giappone, 0,2 per cento nel gruppo degli "altri paesi asiatici emergenti" e 1,2 per cento nei paesi esportatori di petrolio.

a valutare quelle dei singoli paesi partecipanti. Le consultazioni ex articolo IV dell'FMI e l'esame da parte del Comitato d'esame delle situazioni economiche e dei problemi dello sviluppo dell'OCSE sono stati l'occasione di un utile dibattito fra le due organizzazioni internazionali, la BCE, la presidenza dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Sulla scorta di questo dibattito, sia l'FMI sia l'OCSE hanno predisposto un rapporto valutativo delle politiche economiche dell'area dell'euro⁷.

L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE

L'FMI prosegue nell'esercizio di revisione delle proprie linee strategiche (*strategic review*), il cui scopo è definire le priorità a medio termine e migliorare l'efficienza degli strumenti operativi del Fondo. Il SEBC segue tali discussioni, che hanno luogo non soltanto in seno all'FMI ma anche in consessi internazionali quali il G7 e il G20, e fornisce il proprio contributo. L'esercizio riguarda ambiti importanti come l'attività di sorveglianza del Fondo, il ruolo dello stesso nelle economie di mercato emergenti e questioni di *governance* quali la distribuzione della quote e dei diritti di voto.

Prende forma la revisione del quadro per la sorveglianza dell'FMI. Tra i membri del Fondo esiste un sostanziale accordo circa il fatto che l'attività di sorveglianza debba occuparsi in modo più dettagliato delle questioni finanziarie e di quelle concernenti i mercati dei capitali. In prospettiva, è stato inoltre ritenuto importante attribuire un maggiore peso agli aspetti multilaterali e alle ripercussioni internazionali dei provvedimenti di politica economica adottati a livello nazionale. Nel giugno 2006 l'FMI ha avviato un nuovo processo, denominato "consultazione multilaterale", che dovrebbe rappresentare un foro di discussione fra paesi interessati da un problema economico comune con ripercussioni anche per altre economie. La prima consultazione multilaterale si affianca alla sorveglianza bilaterale dell'FMI e si concentra sull'attuazione di politiche che consentano un ordinato riassorbimento degli squilibri internazionali e siano in grado di sostenere nel contempo la crescita mondiale. Vi partecipano Stati Uniti, Giap-

pone, Cina, Arabia Saudita e area dell'euro (rappresentata dalla presidenza dell'Eurogruppo, dalla Commissione europea e dalla BCE). L'FMI continua inoltre a riflettere sull'opportunità di modificare i fondamenti giuridici dell'attività di sorveglianza in modo da accrescerne l'efficacia. Infine, proseguono le discussioni sul modo migliore di affrontare le problematiche riguardanti i tassi di cambio nel contesto dell'attività di sorveglianza dell'FMI.

Per quanto riguarda il ruolo dell'FMI nelle economie di mercato emergenti, i paesi membri stanno discutendo dell'istituzione e delle caratteristiche di un nuovo strumento di liquidità a beneficio dei paesi che hanno accesso ai mercati finanziari internazionali e perseguono politiche economiche solide.

Sono stati inoltre compiuti progressi nel rafforzamento della *governance* dell'FMI, un argomento oggetto di estese discussioni nell'anno trascorso, con l'obiettivo di garantire un'equa e adeguata rappresentanza a tutti i membri del Fondo. Più in particolare, l'assegnazione delle quote dovrebbe essere proporzionata alla posizione relativa dei singoli paesi nel contesto dell'economia mondiale e occorrerebbe accrescere i diritti di voto dei paesi in via di sviluppo e in fase di transizione. Nell'Assemblea annuale del settembre 2006, i membri dell'FMI hanno concordato un aumento *ad hoc* delle quote di quattro paesi (Cina, Corea, Messico e Turchia). La questione delle quote e dei diritti di voto continuerà ad essere approfondita: sono tra l'altro allo studio una nuova formula per l'assegnazione delle quote, una seconda serie di aumenti *ad hoc* di queste ultime (sulla base della nuova formula) per un gruppo più ampio di paesi e un aumento dei diritti di voto di base in modo da accrescere la rappresentanza e la partecipazione dei paesi a basso reddito e in transizione. Questo pacchetto di riforme dovrà essere

⁷ *Euro Area Policies: Staff Report for the 2006 Article IV consultation*, FMI, giugno 2006, e *Economic survey of the euro area*, OCSE, gennaio 2007. Entrambi i rapporti hanno sottolineato la necessità di accelerare il ritmo delle riforme strutturali nell'area dell'euro.

completato entro e non oltre l'Assemblea annuale del 2008. Con riferimento alle finanze dell'FMI, nel maggio 2006 il Direttore generale ha istituito un comitato con l'incarico di fornire raccomandazioni specifiche per il finanziamento sostenibile a lungo termine dei costi di gestione del Fondo alla luce del netto calo delle entrate rivenienti dai prestiti e delle carenze strutturali dell'attuale modello di finanziamento. Il comitato ha presentato i risultati del suo lavoro nel primo trimestre del 2007.

Infine, la prevenzione e la gestione ordinata delle crisi sono da anni all'ordine del giorno degli incontri internazionali. I *Principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets* (Principi per il conseguimento della stabilità nei flussi di capitali e per un'equa ristrutturazione del debito nei mercati emergenti), avallati dal G20 nel 2004, riscuotono un crescente sostegno internazionale e l'accento viene ora posto sugli aspetti attuativi. Questi principi, volontari e basati su regole di mercato, intendono fornire delle linee guida per il comportamento degli emittenti sovrani e dei relativi creditori del settore privato in materia di condivisione delle informazioni, dialogo e stretta cooperazione. Ad oggi, oltre 30 paesi emittenti hanno espresso il loro sostegno ai principi e manifestato un particolare interesse nel promuoverne l'attuazione. Dal lato degli investitori, un numero crescente di istituzioni finanziarie ha aggiunto il suo appoggio. Questo costante impegno è stato accolto con favore dai ministri finanziari e dai governatori delle banche centrali del G20 nella riunione tenutasi a Melbourne il 19 novembre 2006. Il processo di attuazione dei principi si fonda sul lavoro del *Principles Consultative Group*, composto da alti funzionari dei ministeri finanziari e delle banche centrali dei paesi emergenti e da esponenti di rilievo della comunità finanziaria privata, mentre l'orientamento sull'attuazione e l'evoluzione futura degli stessi è stato affidato a un *Group of Trustees* in cui siedono alcuni tra i massimi leader della finanza internazionale. Durante la riunione inaugurale tenutasi a Singapore nel settembre 2006, quest'ultimo gruppo ha preso in esame i principi e la loro attuazione



nel contesto dell'architettura finanziaria internazionale.

2.2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI AL DI FUORI DELL'UE

Nel contesto delle sue attività internazionali, l'Eurosistema ha continuato a sviluppare i contatti con le banche centrali dei paesi al di fuori dell'UE, principalmente mediante l'organizzazione di seminari e *workshop*. Il fine di tali contatti è raccogliere informazioni e scambiare opinioni in merito a quegli sviluppi economici e monetari nelle diverse regioni del mondo che potrebbero avere un impatto sul contesto economico internazionale o sugli andamenti nell'area dell'euro. In tale ambito la cooperazione tecnica è diventata uno strumento importante per il rafforzamento delle istituzioni, il potenziamento delle capacità e il miglioramento del grado di aderenza agli standard europei e internazionali. L'Eurosistema ha intensificato la cooperazione con le banche centrali delle regioni confinanti e la BCE assegna a un piccolo gruppo di esperti il compito di coordinare l'assistenza tecnica dell'Eurosistema.

Nell'ottobre 2006 l'Eurosistema ha tenuto a Dresda il terzo Seminario bilaterale ad alto

livello con la banca centrale della Federazione russa (Banca di Russia) organizzato di concerto dalla Deutsche Bundesbank e dalla BCE. Inteso a rafforzare il dialogo e migliorare le relazioni tra la Banca di Russia e l'Eurosistema, che negli ultimi anni si sono intensificate, il seminario ha costituito l'occasione per uno scambio di vedute sulle sfide attuali per la politica monetaria e di cambio russa e sul ruolo della disciplina di bilancio nell'area dell'euro e in Russia, nonché per una discussione delle prospettive di crescita a lungo termine dell'economia russa. È prevista l'organizzazione periodica di ulteriori eventi analoghi, il prossimo dei quali avrà luogo a Mosca nell'autunno 2007.

Il terzo seminario ad alto livello dell'Eurosistema con i governatori delle banche centrali dei partner euro-mediterranei dell'UE ha avuto luogo a Nauplia il 25 gennaio 2006, mentre il quarto sarà tenuto a Valencia il 28 marzo 2007. Le discussioni a Nauplia si sono concentrate, fra l'altro, sul processo di liberalizzazione dei movimenti di capitali e sui progressi nella modernizzazione dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria. Il terzo seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali dell'America latina si è svolto a Madrid il 4 dicembre 2006. Tra i principali argomenti oggetto di discussione figurano le implicazioni monetarie e finanziarie della globalizzazione, la conduzione della politica monetaria e l'accumulo di riserve valutarie. Infine, il terzo seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico ha avuto luogo a Sidney il 21 novembre 2006 e si è occupato, tra l'altro, degli squilibri mondiali e della stabilità finanziaria, oltre che dell'integrazione finanziaria su scala regionale.

Il 1° febbraio 2007 si è tenuto a Parigi un seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali dell'Africa centrale e occidentale⁸. Organizzato di concerto dalla Banque de France e dalla BCE, il seminario ha costituito un'utile piattaforma per la discussione delle esperienze di integrazione economica e monetaria a livello regionale, dell'impatto che gli

andamenti dei prezzi delle materie prime esercitano sulle politiche monetarie e di bilancio nella regione e di questioni attinenti alla *governance* delle banche centrali.

La BCE e quattro BCN (Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banque de France e Banca d'Italia) hanno continuato a collaborare con la banca centrale egiziana attraverso un programma di assistenza tecnica finanziato dall'UE nell'ambito del programma di aiuti ai paesi del Mediterraneo (*Mediterranean aid*, MEDA). Varato il 1° dicembre 2005 con un orizzonte temporale di due anni, il programma di assistenza è inteso a sostenere una riforma articolata della funzione di vigilanza bancaria della Banca centrale di Egitto. Il programma si è concentrato sull'introduzione di nuove procedure e strumenti per la vigilanza bancaria, sviluppati e attuati di concerto dall'Eurosistema e dalla banca centrale egiziana; inoltre, si prefigge di potenziare le capacità di quest'ultima in ambiti quali la formazione, la regolamentazione e la vigilanza macroprudenziale. In aggiunta, un esperto della BCE distaccato presso la banca centrale egiziana ha concorso – sotto l'egida dell'FMI – alla riforma dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con i paesi dei Balcani occidentali. Nei giorni 10-11 aprile 2006 si è tenuta a Francoforte una conferenza della BCE dal titolo *Monetary policy and financial stability in south-east Europe* (Politica monetaria e stabilità finanziaria nell'Europa sud-orientale), cui hanno partecipato esperti ad alto livello delle banche centrali di tutti i paesi dell'Europa sud-orientale, rappresentanti della Commissione europea e di organizzazioni internazionali ed esponenti del mondo accademico.

8 Al seminario hanno partecipato esponenti delle banche centrali di Capo Verde, Gambia, Guinea, Liberia, Mauritania, Repubblica democratica del Congo, São Tomé e Príncipe, Sierra Leone, nonché la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (la banca centrale dell'unione monetaria che comprende Benin, Burkina Faso, Costa d'Avorio, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal e Togo) e la Banque Centrale des États de l'Afrique Centrale (la banca centrale dell'unione monetaria che comprende Camerun, Ciad, Congo, Gabon, Guinea equatoriale e Repubblica Centrafricana).

Il 16 febbraio 2007 la BCE, a nome proprio e di otto BCN partner (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Banca di Grecia, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e Banka Slovenije), ha firmato un protocollo a tre con la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina e la Delegazione della Commissione europea in tale paese, spianando la strada per una più stretta cooperazione tra le parti. Per sei mesi a partire dal marzo 2007, la BCE e i suoi otto partner realizzeranno una valutazione dei bisogni intesa a individuare gli ambiti nei quali la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina deve impegnarsi nei prossimi anni al fine di procedere con i preparativi operativi per l'attuazione di norme in linea con quelle adottate dal SEBC. Il programma di valutazione dei bisogni è finanziato dalla Commissione europea per il tramite del programma di assistenza comunitaria per la ricostruzione, lo sviluppo e la stabilizzazione (*Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation, CARDS*) ed è coordinato dalla BCE.

Nel giugno 2006, al termine dei negoziati che avevano avuto inizio nel 2003, l'Albania ha firmato un Accordo di stabilizzazione e associazione con l'UE. Assieme ad altre istituzioni internazionali e banche centrali, la BCE ha partecipato a un dialogo con la Banca di Albania sul modo migliore per introdurre una strategia di *inflation-targeting* per la politica monetaria.

Nel febbraio 2006 il Consiglio di cooperazione degli Stati arabi del Golfo (CCG) – che riunisce Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar – ha rivolto alla BCE una richiesta di assistenza nella realizzazione di un'unione monetaria tra i propri Stati membri, compresa la creazione di un adeguato quadro istituzionale. La BCE ha accolto la richiesta e i suoi esperti hanno prodotto un documento nel quale si delineano le principali caratteristiche legali e operative che le autorità competenti del CCG dovrebbero considerare nella creazione del quadro istituzionale per l'unione monetaria.



CAPITOLO 6

LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO

Per una banca centrale indipendente, la responsabilità per il proprio operato viene generalmente intesa come l'obbligo di spiegare e giustificare le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti, consentendo di ritenerla responsabile del conseguimento degli obiettivi che si è prefissata. Pertanto, essa costituisce un importante bilanciamento all'indipendenza della banca centrale.

La BCE ha sempre riconosciuto pienamente l'importanza fondamentale di rendere conto delle proprie decisioni e a questo scopo ha mantenuto un dialogo permanente con i cittadini dell'UE e il Parlamento europeo. La BCE va al di là degli obblighi statutari disposti dal Trattato, pubblicando, ad esempio, bollettini a cadenza mensile anziché trimestrale come richiesto. Inoltre, ogni mese dopo la prima riunione del Consiglio direttivo si svolge una conferenza stampa. L'osservanza del principio della responsabilità del proprio operato è ulteriormente testimoniata dall'elevato numero di pubblicazioni e di discorsi pronunciati dai membri del Consiglio direttivo durante il 2006, nei quali si forniscono spiegazioni circa le decisioni assunte dalla BCE.

A livello istituzionale, il Parlamento europeo, quale organo che trae la sua legittimità direttamente dai cittadini dell'UE, svolge un ruolo essenziale per quanto attiene alla responsabilità della BCE per il proprio operato. Secondo quanto previsto dall'articolo 113 del Trattato, nel 2006 il Presidente ha presentato il Rapporto annuale 2005 della BCE alla sessione plenaria del Parlamento europeo. Inoltre, il Presidente ha continuato a riferire con regolarità, in occasione delle audizioni trimestrali presso la Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari, circa le decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e gli altri compiti a essa attribuiti. Il Presidente è stato altresì invitato a un'audizione dinanzi al Parlamento europeo per chiarire il ruolo della BCE nella sorveglianza su SWIFT (cfr. la sezione 2 di questo capitolo).

Anche altri membri del Comitato esecutivo sono stati invitati a tenere audizioni presso il Parlamento europeo in diverse occasioni. Il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2005 della BCE alla Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari, mentre Gertrude Tumpel-Gugerell è intervenuta due volte presso la medesima Commissione per illustrare le opinioni della BCE in materia di sistemi di pagamento e di servizi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli.

Come negli anni precedenti, una delegazione della Commissione per i problemi economici e monetari, in occasione di un incontro organizzato presso la BCE, ha esaminato diverse tematiche con i membri del Comitato esecutivo. La BCE ha inoltre continuato a rispondere volontariamente alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari su questioni attinenti al proprio ambito di competenza.

Ai sensi dell'articolo 112 del Trattato il Parlamento europeo deve pronunciarsi sulle proposte di nomina dei componenti del Comitato esecutivo prima che queste vengano confermate. A tal fine, il Parlamento ha invitato Jürgen Stark presso la Commissione per i problemi economici e monetari affinché potesse esprimere le proprie opinioni e rispondere alle domande dei membri della Commissione stessa. In seguito all'audizione, il Parlamento ha approvato la sua nomina.

2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Durante gli scambi di opinioni tra il Parlamento europeo e la BCE è stata affrontata un'ampia serie di problematiche. Le questioni fondamentali sollevate dal Parlamento europeo durante questi incontri sono esaminate nei paragrafi seguenti.

IL CONTRIBUTO DELLA POLITICA MONETARIA ALLE POLITICHE ECONOMICHE GENERALI DELLA COMUNITÀ

Il contributo della politica monetaria alle politiche economiche generali della Comunità è stato uno degli argomenti di discussione durante le audizioni del Presidente presso il Parlamento europeo. Il Presidente ha sottolineato come la stabilità dei prezzi sia al contempo un presupposto e un mezzo per favorire una crescita economica sostenibile e il benessere. Perseguendo con credibilità la stabilità dei prezzi e fornendo un saldo ancoraggio alle aspettative di inflazione, la BCE offre il miglior contributo possibile alla creazione di un contesto favorevole alla crescita economica e all'occupazione. Nella risoluzione sul Rapporto annuale 2005 della BCE, il Parlamento europeo ha espresso apprezzamento per l'impegno della BCE per il mantenimento della stabilità dei prezzi e l'ha esortata a continuare la politica volta ad ancorare saldamente le aspettative di inflazione a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE E DI CRESCITA DEL PRODOTTO TRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

I membri del Parlamento europeo hanno affrontato la tematica dei differenziali di inflazione e di crescita del prodotto tra i paesi dell'area dell'euro. Nella risoluzione sul Rapporto annuale 2005 della BCE, il Parlamento europeo ha rilevato come tali differenziali "costituiscano a lungo termine un grave rischio per l'UEM".

Il Presidente ha chiarito che i differenziali di inflazione e di crescita del prodotto esistenti tra i paesi dell'area dell'euro rimangono moderati e non sono insoliti in raffronto a quelli di altre aree valutarie di grandi dimensioni. I differenziali possono essere stati il risultato di processi di convergenza, di diversi andamenti demogra-

fici o aggiustamenti in corso per una più efficiente allocazione delle risorse. Tuttavia, se indotta da rigidità strutturali o politiche non allineate, la persistenza di differenziali di inflazione e di crescita per periodi più lunghi potrebbe di fatto essere preoccupante. In tale contesto, il Presidente ha sottolineato la necessità di riforme strutturali appropriate e ha espresso il proprio sostegno ai governi impegnati a realizzarle (cfr. riquadro 5).

INTEGRAZIONE E REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

Il Parlamento europeo e la BCE hanno anche continuato lo stretto dialogo in materia di integrazione e stabilità nel settore finanziario. Il Parlamento ha attribuito particolare importanza alla forte crescita del comparto degli *hedge fund*. Nella risoluzione sul Rapporto annuale 2005 della BCE, il Parlamento ha espresso preoccupazione al riguardo e ha esortato la BCE a effettuare ulteriori analisi in tale settore.

Il Presidente ha ricordato il ruolo positivo degli *hedge fund* per incrementare la liquidità del mercato e promuovere le innovazioni finanziarie. Al contempo, ha rilevato i rischi potenziali per la stabilità finanziaria derivanti dalla loro presenza in rapidissimo aumento nel sistema finanziario (cfr. la sezione 1 del capitolo 4) e la conseguente intenzione delle autorità pubbliche, inclusa la BCE, di continuare a seguirne da vicino gli sviluppi. Ha inoltre spiegato che eventuali miglioramenti al quadro regolamentare esistente dovrebbero essere concordati a livello internazionale.

La BCE ha anche informato il Parlamento europeo circa le attività in corso nel campo dei sistemi di pagamento e dei sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli, compresi i progressi compiuti nello sviluppo di Target2. Gertrude Tumpel-Gugerell è comparsa presso la Commissione per i problemi economici e monetari per chiarire le opinioni della BCE sulla proposta di direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno, sulla creazione di un'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area, SEPA*) e sugli



standard per i sistemi di compensazione e regolamento titoli elaborati congiuntamente dal SEBC e dal Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari. Ha inoltre informato il Parlamento in merito alla possibile realizzazione di un'infrastruttura a livello dell'Eurosistema per la fornitura di servizi di regolamento delle operazioni in titoli in moneta di banca centrale chiamata Target2 Securities. Il Parlamento europeo ha espresso il proprio sostegno all'attuazione di Target2 e della SEPA. Ha inoltre preso atto della possibile creazione di un sistema Target2 Securities ed esortato la BCE a definire una *governance* appropriata prima della sua introduzione.

IL RUOLO DELLA BCE NELLA SORVEGLIANZA SU SWIFT

Il 6 luglio 2006 il Parlamento europeo ha adottato una Risoluzione sull'intercettazione da parte dei servizi segreti americani dei dati concernenti i bonifici bancari effettuati attraverso il sistema SWIFT, in cui esortava la Commissione europea, il Consiglio UE e la BCE a chiarire in che termini fossero a conoscenza di accordi tra SWIFT e il governo degli Stati Uniti. Il 4 ottobre 2006 il Presidente della BCE è stato invitato a un'audizione pubblica sull'argomento organizzata dal Parlamento. Il Presidente ha spiegato come SWIFT non sia né un'istituzione creditizia né un sistema di pagamento. Tuttavia, in considerazione dell'importanza sistemica di SWIFT quale sistema globale di messaggistica finanziaria, le banche centrali del G10 e la BCE avevano deciso, con il consenso di SWIFT, di istituire un gruppo per la sua sorveglianza (cfr. la sezione 4.1 del capitolo 4) con il mandato di garantire una *governance* appropriata per evi-

tare rischi sistemici. Il gruppo controlla le attività di SWIFT soltanto nella misura in cui siano rilevanti per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e per la stabilità finanziaria. Non è autorizzato a esercitare una vigilanza su SWIFT per quanto riguarda il rispetto delle leggi sulla protezione dei dati, che è di competenza delle autorità preposte. Il gruppo per la sorveglianza è stato informato del *Terrorist Finance Tracking Program* statunitense relativo a SWIFT e del fatto che quest'ultimo aveva ottenuto adeguati pareri giuridici sia da parte degli Stati Uniti che dell'UE. Il gruppo ha ritenuto che l'osservanza da parte di SWIFT degli ordini a comparire statunitensi non avrebbe avuto implicazioni per la stabilità finanziaria, ricadendo pertanto al di fuori dell'ambito della sua azione di sorveglianza. Inoltre, poiché la BCE è soggetta a un rigido regime di riservatezza, non può utilizzare le informazioni che riceve nel contesto della sorveglianza per altri scopi o condividere tali informazioni con le autorità preposte alla protezione dei dati o con le forze dell'ordine.



CAPITOLO 7

**L'ATTIVITÀ DI
COMUNICAZIONE
ESTERNA**

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione condotta dalla Banca centrale europea mira a promuovere una migliore comprensione da parte del pubblico delle proprie decisioni. Essa è parte integrante della politica monetaria della BCE e delle altre funzioni da essa esercitate. I due principi fondamentali cui si ispirano le attività di comunicazione della BCE sono l'apertura e la trasparenza. Entrambi contribuiscono all'efficacia, all'efficienza e alla credibilità della politica monetaria della Banca centrale europea. Essi sostengono l'impegno della BCE a rendere pienamente conto delle proprie azioni, come spiegato più in dettaglio nel capitolo 6.

Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare tempestivamente, regolarmente e in modo approfondito le valutazioni e le decisioni di politica monetaria rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale. Le decisioni di politica monetaria vengono illustrate nel corso della conferenza stampa che segue la riunione del Consiglio direttivo in cui sono state assunte. In tale occasione il Presidente rilascia una dettagliata dichiarazione introduttiva, spiegando le decisioni del Consiglio direttivo, e, insieme al Vicepresidente, rimane a disposizione dei mezzi di informazione per rispondere a eventuali domande. Da dicembre del 2004, inoltre, le decisioni del Consiglio direttivo diverse da quelle di politica monetaria sono pubblicate mensilmente sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

Gli atti legali della BCE e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema sono resi disponibili in tutte le lingue ufficiali dell'UE.¹ Le altre pubblicazioni statutarie, vale a dire il Rapporto annuale, la versione trimestrale del Bollettino mensile e il Rapporto sulla convergenza², sono diffuse nelle lingue ufficiali dell'UE.³ Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini, la BCE pubblica inoltre altri documenti in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati stampa sulle decisioni di politica monetaria, le proiezioni macroeconomiche e gli indirizzi di *policy* rilevanti per il pubblico. La

preparazione, la pubblicazione e la diffusione dei documenti principali della BCE nelle lingue nazionali sono svolte in stretta collaborazione con le singole BCN.

1 Per l'irlandese è in vigore una deroga.

2 Nel caso del Rapporto sulla convergenza, solo l'introduzione e la sintesi sono disponibili in tutte le lingue.

3 La deroga temporanea applicata al maltese verrà rimossa a maggio 2007.

2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE

La BCE deve rivolgersi a un pubblico variegato: dagli esperti finanziari, ai mezzi di informazione, alle autorità politiche, ai cittadini, ciascuno avente un diverso livello di conoscenze in materia economica e finanziaria. La BCE, al fine di spiegare il proprio mandato e le proprie decisioni, si avvale di un ampio ventaglio di strumenti e di attività di comunicazione, che vengono costantemente affinati affinché siano il più possibile efficaci.

La BCE pubblica una serie di studi e rapporti, come il Rapporto annuale, che presenta un resoconto delle attività svolte nel corso dell'anno precedente, contribuendo così all'assolvimento del principio di responsabilità per il proprio operato. Il Bollettino mensile fornisce aggiornamenti regolari sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE e spiega in dettaglio i motivi sottostanti alle sue decisioni, mentre la *Financial Stability Review* valuta la stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro con riferimento alla sua capacità di assorbire shock avversi.

Al fine di rafforzare l'identità dell'Eurosistema e la sua percezione da parte del pubblico, nel 2006 il Consiglio direttivo ha approvato la realizzazione di un elemento distintivo comune per l'Eurosistema in linea con quanto stabilito nel documento *La Missione dell'Eurosistema*⁴. Entro la fine del mese di gennaio 2007 nel logo della BCE e in quelli di tutte le BCN dell'area dell'euro veniva inserita la parola "Eurosistema".

Tutti i membri del Consiglio direttivo contribuiscono direttamente a migliorare la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico dei compiti e delle politiche dell'Eurosistema attraverso audizioni al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali, pronunciando discorsi pubblici e rilasciando interviste ai mezzi di informazione. Nel 2006 il Presidente è apparso sei volte dinanzi al Parlamento europeo; inoltre, i membri del Comitato esecutivo hanno tenuto circa 200 discorsi, rilasciato numerose interviste e pubblicato articoli in riviste specializzate e giornali.



Le BCN dell'area dell'euro svolgono un ruolo di primo piano nell'assicurare, a livello nazionale, la diffusione di informazioni e messaggi dell'Eurosistema ai cittadini e ai soggetti interessati. Le BCN si rivolgono a destinatari sia a livello regionale che nazionale, utilizzando le rispettive lingue e tenendo conto dei diversi contesti di riferimento.

Con la pubblicazione di *Working Paper* e di *Occasional Paper*, nonché con l'organizzazione di conferenze accademiche, seminari e *workshop*, la BCE contribuisce alla diffusione dei risultati delle proprie ricerche. Nel 2006 si è tenuta la quarta *Central Banking Conference* della BCE, che ha riunito banchieri centrali, esponenti del mondo accademico, operatori di mercato e mezzi di informazione provenienti da tutto il mondo per discutere sul tema *The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century* (cfr. la sezione 5.2 del capitolo 2).

Nel 2006 la BCE ha organizzato, in collaborazione con la Banka Slovenije, una campagna di informazione in vista dell'introduzione dell'euro in Slovenia il 1° gennaio 2007. Tale campagna, simile a quella organizzata in occasione del primo *changeover* nel 2002, aveva l'obiettivo di aiutare i soggetti che operano con il contante e i cittadini a prendere dimestichezza con l'aspetto visivo e le caratteristiche di sicurezza delle banconote e delle monete in euro nonché con le procedure di sostituzione del contante (cfr. capitolo 3).

Nel 2006 la BCE ha accolto presso la propria sede a Francoforte circa 10.000 visitatori, la maggior parte dei quali costituita da studenti universitari e professionisti del settore

⁴ Il documento sulla "Missione" è stato pubblicato il 5 gennaio 2005.

finanziario, che hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di conferenze e presentazioni tenute da esperti della BCE.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e l'elenco delle attività svolte sono disponibili sul sito Internet della Banca. Nel 2006 sono state gestite circa 90.000 richieste di informazioni sui diversi aspetti delle attività della BCE.

La BCE organizza annualmente il programma *Cultural Days*, finalizzato a far conoscere al pubblico e agli stessi dipendenti della Banca centrale europea e dell'Eurosistema le specificità culturali caratterizzanti ciascuno Stato membro dell'Unione europea. L'iniziativa ogni anno valorizza la ricchezza culturale di un singolo Paese, promuovendo in tal modo una maggiore conoscenza delle nazioni appartenenti all'UE. Nel 2006 il programma *Cultural Days* ha riguardato l'Austria, dopo l'Ungheria (nel 2005) e la Polonia (nel 2004). Il programma degli eventi, tenutisi tra il 18 ottobre e il 14 novembre, è stato organizzato in stretta collaborazione con la Oesterreichische Nationalbank.



CAPITOLO 8

L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO

I GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE

I.1 L'EUROSISTEMA E IL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI



L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Esso comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri che hanno adottato l'euro (13 dal 1° gennaio 2007). Il termine "Eurosistema" è stato adottato dal Consiglio direttivo al fine di agevolare la comprensione dell'articolazione delle funzioni di banca centrale nell'area dell'euro ed è inteso a sottolineare l'identità comune, il lavoro di squadra e la cooperazione fra tutti i suoi membri.

Il SEBC si compone della BCE e delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE (27 dal 1° gennaio 2007), compresi quelli che non hanno ancora adottato l'euro.

La BCE è il perno dell'Eurosistema e del SEBC e assicura lo svolgimento dei rispettivi compiti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN. Essa è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale.

Ciascuna BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione del rispettivo paese. In quanto parte integrante dell'Eurosistema, le BCN dell'area dell'euro svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Contribuiscono inoltre ai lavori dell'Eurosistema e del SEBC attraverso la partecipazione dei propri rappresentanti ai diversi comitati dell'Eurosistema/SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). Esse possono espletare, sotto la propria

responsabilità, funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema, sempre che il Consiglio direttivo non reputi che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro è istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento dei suddetti organi è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni¹. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le BCN dell'area dell'euro contribuiscono congiuntamente, sul piano sia strategico che operativo, a conseguire gli obiettivi comuni dell'Eurosistema, nel dovuto rispetto del principio di decentramento, secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC.

1.2 IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Il Consiglio direttivo comprende i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. In base al Trattato le sue principali responsabilità sono le seguenti:

- adottare gli indirizzi e prendere le decisioni necessari ad assicurare lo svolgimento dei compiti affidati all'Eurosistema;
- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro, ivi comprese, ove opportuno, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché fissare i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Il Consiglio direttivo si riunisce di norma due volte al mese presso la sede della BCE a Francoforte sul Meno, in Germania. Nel corso della prima riunione esso si occupa, fra le altre cose, di condurre una valutazione approfondita degli

andamenti monetari ed economici e di prendere le relative decisioni, mentre la seconda riunione è normalmente dedicata alle questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2006, due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso il Banco de España a Madrid e l'altra presso la Banque de France a Parigi.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e su altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio direttivo.

¹ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80, 18.3.2004, pag. 33; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230, 30.6.2004, pag. 61; la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999 relativa al Regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314, 8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Terza fila (da sinistra)
Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

Seconda fila (da sinistra)
Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Prima fila (da sinistra)
José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Jaime Caruana (fino all'11 luglio 2006)

Governatore del Banco de España

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Vincenzo Desario (fino al 15 gennaio 2006)

Governatore *ad interim* della Banca d'Italia

Mario Draghi (dal 16 gennaio 2006)

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

(dal 12 luglio 2006)

Governatore del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

Mitja Gaspari² (dal 1° gennaio 2007)

Governatore della Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing (fino al 31 maggio 2006)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Klaus Liebscher

Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (dal 1° giugno 2006)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente di De Nederlandsche Bank

2 Il governatore della Banka Slovenije ha partecipato alle riunioni del Consiglio direttivo nel 2006 in veste di "invitato speciale" in seguito alla decisione presa dal Consiglio Ecofin l'11 luglio 2006 di abrogare la deroga della Slovenia a decorrere dal 1° gennaio 2007.

1.3. IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri, nominati di comune accordo dai Capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che di regola si riunisce una volta la settimana, sono:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo,

impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- gestire gli affari correnti della BCE;
- esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

Un Comitato di gestione fornisce assistenza al Comitato esecutivo in materia di gestione della BCE, nella pianificazione delle attività e nella predisposizione del bilancio annuale. Il Comitato di gestione è composto da un membro del Comitato esecutivo, che agisce in veste di presidente, e da diversi dirigenti di elevato livello.

Seconda fila (da sinistra)

Jürgen Stark ,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Prima fila (da sinistra)

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Otmar Issing (fino al 31 maggio 2006)

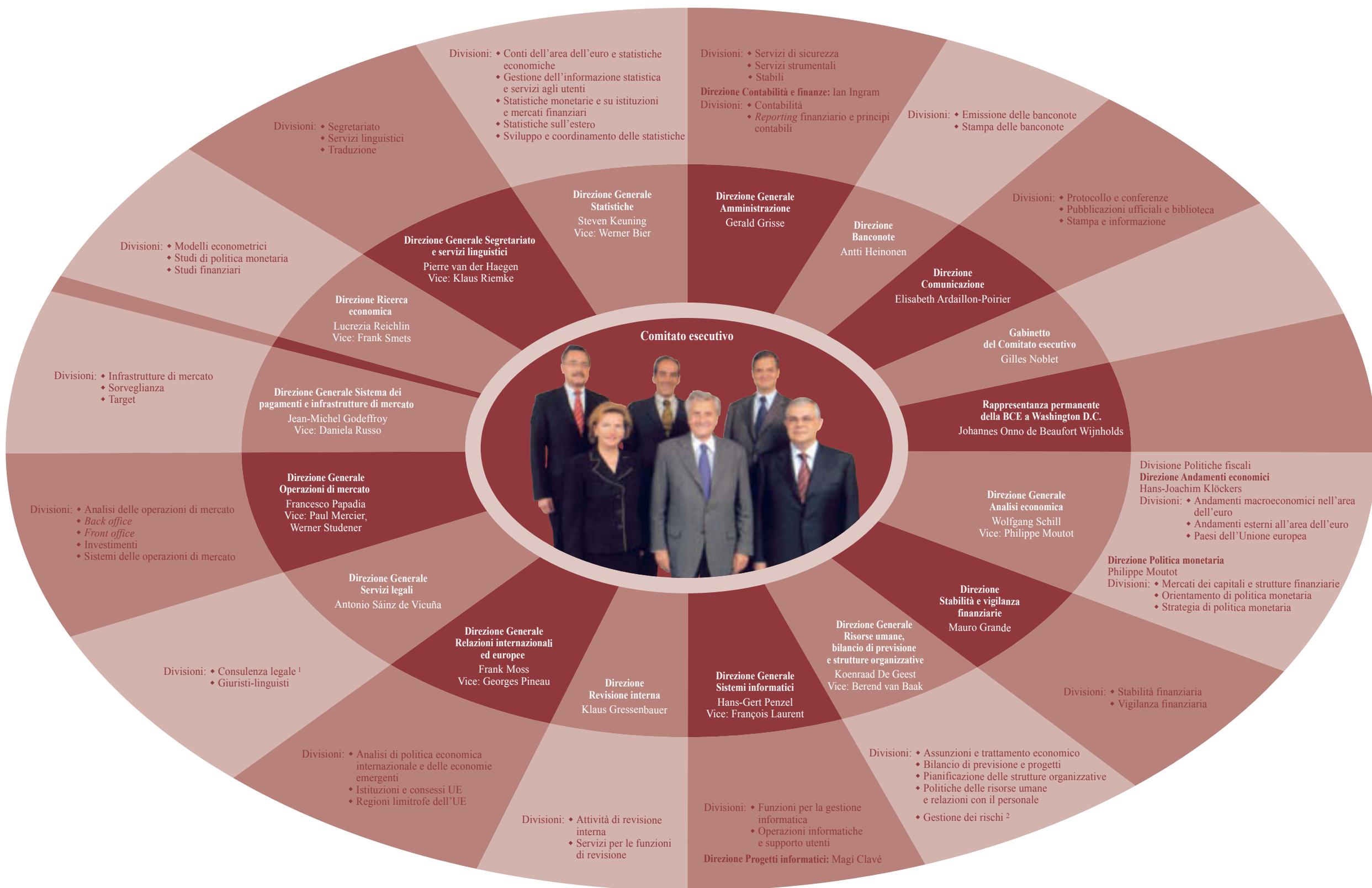
Membro del Comitato esecutivo della BCE

Jürgen Stark (dal 1° giugno 2006)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE



Comitato esecutivo

Seconda fila (da sinistra): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Prima fila (da sinistra): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Include la funzione di protezione dei dati.

² Risponde direttamente al Comitato esecutivo.

1.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE. Esso svolge i compiti in precedenza propri dell'IME, che devono essere tuttora assolti dalla BCE in ragione del fatto che non tutti gli Stati membri hanno

adottato l'euro. Nel 2006 il Consiglio generale si è riunito sei volte. Dal gennaio 2007 i governatori della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e della Banca Națională a României sono divenuti membri del Consiglio generale. A far tempo dalla firma del Trattato di adesione nell'aprile 2005, essi avevano partecipato alle riunioni del Consiglio generale in qualità di osservatori.



Terza fila (da sinistra)

Zsigmond Járαι, Ivan Šramko, Nils Bernstein, Zdeněk Tůma, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Stefan Ingves, Mario Draghi, Reinoldijus Šarkinas, Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

Seconda fila (da sinistra)

Erkki Liikanen, Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Prima fila (da sinistra)

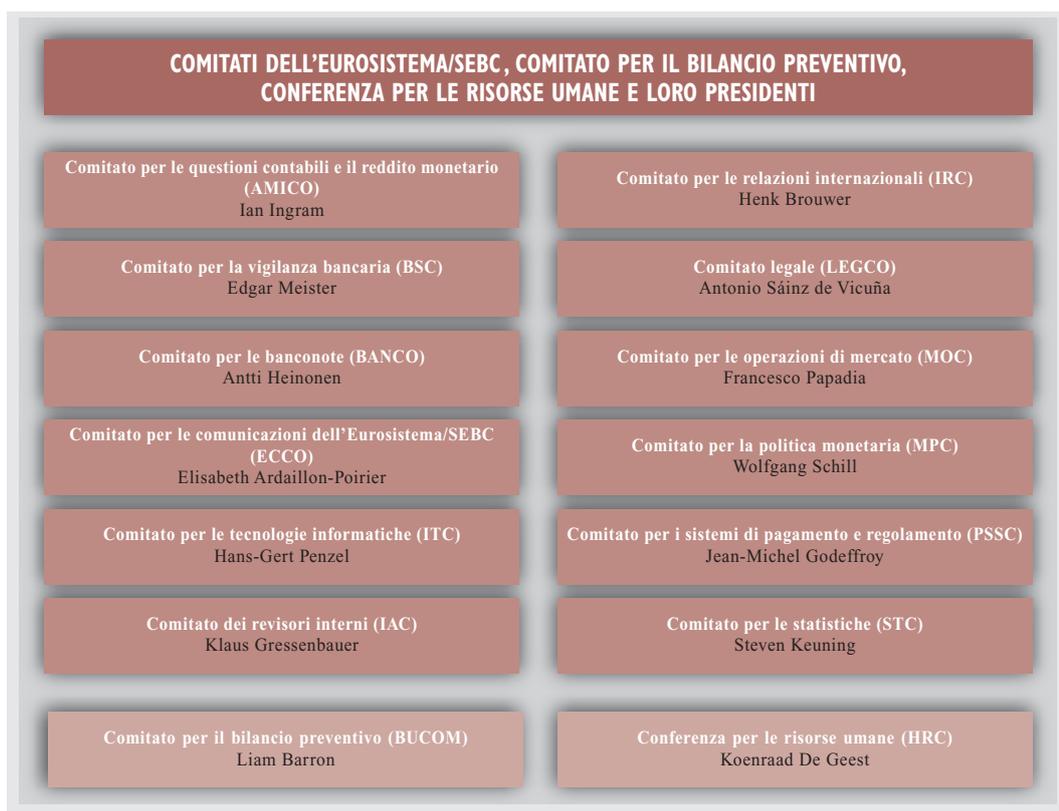
Ilmārs Rimšēvičs, Michael C. Bonello, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Christodoulos Christodoulou, Yves Mersch, Andres Lipstok

Nota: Mervyn King non era presente alla riunione in cui è stata scattata la fotografia.

Jean-Claude Trichet Presidente della BCE
Lucas D. Papademos Vicepresidente della BCE
Leszek Balcerowicz (fino al 10 gennaio 2007) Presidente della Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein Governatore della Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello Governatore della Central Bank of Malta
Jaime Caruana (fino all'11 luglio 2006) Governatore del Banco de España
Christodoulos Christodoulou Governatore della Banca centrale di Cipro
Vítor Constâncio Governatore del Banco de Portugal
Vincenzo Desario (fino al 15 gennaio 2006) Governatore *ad interim* della Banca d'Italia
Mario Draghi (dal 16 gennaio 2006) Governatore della Banca d'Italia
Miguel Fernández Ordóñez (dal 12 luglio 2006) Governatore del Banco de España
Nicholas C. Garganas Governatore della Banca di Grecia
Mitja Gaspari Governatore della Banka Slovenije
John Hurley Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves Governatore della Sveriges Riksbank
Mugur Constantin Isărescu (dal 1° gennaio 2007) Governatore della Banca Națională a României

Ivan Iskrov (dal 1° gennaio 2007) Governatore della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)
Zsigmond Járαι (fino al 2 marzo 2007) Governatore della Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Governatore della Bank of England
Klaus Liebscher Governatore della Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok Governatore della Eesti Pank
Yves Mersch Governatore della Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Governatore della Banque de France
Guy Quaden Governatore della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Governatore della Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas
Sławomir Skrzypek (dall'11 gennaio 2007) Presidente della Narodowy Bank Polski
András Simor (dal 3 marzo 2007) Governatore della Magyar Nemzeti Bank
Ivan Šramko Governatore della Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Governatore della Česká národní banka
Axel A. Weber Presidente della Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Presidente di De Nederlandsche Bank

I.5 I COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO E LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE



I Comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un importante ruolo di supporto degli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei loro compiti. Su richiesta sia del Consiglio direttivo sia del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione ai Comitati è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Tuttavia, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro partecipano alle riunioni ogniqualvolta vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Ove appropriato, possono essere invitati anche i rappresentanti di altri organismi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Attualmente esistono dodici Comitati dell'Eurosistema/SEBC, tutti istituiti ai sensi

dell'articolo 9 del Regolamento interno della BCE.

Il Comitato per il bilancio preventivo, creato ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio della BCE. Nel 2005 è stata istituita la Conferenza per le risorse umane, ai sensi dell'articolo 9a del Regolamento interno, quale forum per lo scambio di esperienze, competenze e informazioni tra banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nell'ambito della gestione delle risorse umane.

I.6 LA GOVERNANCE INTERNA

Oltre agli organi decisionali, il sistema di *governance* interna della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, tre codici di

condotta e norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli: quello dei revisori esterni, incaricati di verificare il bilancio della BCE (articolo 27.1 dello Statuto del SEBC), e quello della Corte dei conti europea, che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). Il rapporto annuale della Corte dei conti europea e la risposta della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE e sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Al fine di rafforzare la massima garanzia data al pubblico sull'indipendenza dei revisori esterni della BCE viene applicato il principio della rotazione della società di revisione³.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio funzionale, in cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della propria efficienza e del controllo interno. A riguardo le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità e determinano il livello di rischio accettabile. È stato ad esempio predisposto un sistema di regole e procedure – noto come “muraglia cinese” – per impedire che le informazioni riservate provenienti dalle aree responsabili della politica monetaria giungano ai settori cui spetta la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE. Oltre ai controlli attuati da ciascuna unità organizzativa, diverse Divisioni all'interno della Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative monitorano il processo di controllo e presentano proposte per migliorare l'efficienza dell'individuazione, della valutazione e dell'attenuazione dei rischi all'interno di tutta la BCE.

Indipendentemente dalla struttura di controllo e dal monitoraggio dei rischi della BCE, la Direzione Revisione interna svolge incarichi di revisione su mandato del Comitato esecutivo. In conformità con il mandato definito dallo Statuto dei revisori della BCE⁴, essa valuta, volta

per volta, l'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo interno della BCE nonché la qualità del suo operato nell'espletamento delle responsabilità a essa conferite. La Direzione Revisione interna è guidata dagli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* e dal *Code of Ethics* elaborati dall'Institute of Internal Auditors.

Uno dei Comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato dei revisori interni, composto dai responsabili delle funzioni di *audit* interno presso la BCE e le BCN, è responsabile del coordinamento delle attività ispettive sui progetti e sistemi operativi congiunti dell'Eurosistema/SEBC.

Al fine di rafforzare ulteriormente il quadro di *governance* della BCE e dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha deciso di istituire a partire da aprile 2007 un Comitato di *audit* della BCE che sarà composto da tre dei suoi membri.

CODICI DI CONDOTTA

La BCE ha adottato tre codici di condotta. Il primo trova applicazione per i membri del Consiglio direttivo e ne contempla le responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento⁵. Esso fornisce indirizzi e principi etici per i membri del Consiglio direttivo e i loro supplenti nello svolgimento delle funzioni di competenza di tale organo decisionale. Il Consiglio direttivo ha inoltre nominato un consulente incaricato di fornire assistenza ai suoi membri in merito ad alcuni aspetti di condotta professionale. Il secondo è il Codice di condotta della BCE, che fornisce indirizzi e parametri di comportamento per il personale della BCE e per i membri del

3 A seguito della gara di appalto tenutasi nel 2002 il mandato quinquennale di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari dal 2003 al 2007 è stato conferito a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

4 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale Statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

5 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9, e successive modifiche, GU C 10 del 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

Comitato esecutivo, che nello svolgimento dei loro compiti sono tenuti a conformarsi a elevati standard professionali e deontologici⁶. Conformemente alle regole del Codice di condotta in materia di *insider trading*, al personale della BCE e ai membri del Comitato esecutivo è vietato trarre vantaggio da informazioni riservate nella conduzione di operazioni finanziarie private, a proprio rischio e per proprio conto, ovvero a rischio e per conto di terzi⁷. Il terzo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo⁸. Esso completa gli altri due codici dettagliando ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo. Un Consulente per la deontologia nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione uniforme di tale regolamento.

MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno adottato un regolamento⁹ allo scopo di potenziare la lotta contro frodi, corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee. Con tale regolamento si istituivano inoltre le indagini interne condotte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) su casi sospetti di frode presso le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie comunitari.

Il regolamento prevedeva che ciascuno di questi enti adottasse le decisioni necessarie affinché l'OLAF fosse in grado di condurre indagini al loro interno. A tal fine, nel giugno del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione¹⁰, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'OLAF in seno alla BCE.

ACCESSO DEL PUBBLICO AI DOCUMENTI DELLA BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE¹¹, adottata nel marzo del 2004, è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni comunitari in merito all'accesso del pubblico ai rispettivi documenti. Tale decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo

l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie concernenti l'esercizio delle funzioni della BCE¹².

Nel 2006 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

6 Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea in conformità dell'articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.

7 Cfr. la sezione 1.2 delle norme sul personale della BCE, recante le norme in materia di condotta professionale e segreto professionale, GU C 92 del 16.4.2004, pag. 31 e il sito Internet della BCE.

8 Cfr. il Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo, GU C 230 del 23.9.2006, pag. 46 e il sito Internet della BCE.

9 Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31.5.1999, pag. 1.

10 Decisione BCE/2004/11 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56. La decisione è stata adottata in risposta alla sentenza della Corte europea di giustizia resa il 10 luglio 2003 nella causa-11/00 Commissione delle Comunità europee contro BCE (ECR I-7147).

11 GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

12 In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, una nuova sezione *Archives* è stata aggiunta nel sito Internet della BCE nel 2006 per fornire accesso alla documentazione storica.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LE RISORSE UMANE

EVOLUZIONE DEL PERSONALE

Il numero totale di posizioni previste per l'esercizio 2006 era di 1.343 unità a tempo pieno¹³. Rispetto alle 1.369,5 in bilancio per il 2005, si registra una riduzione di 26,5 posizioni a tempo pieno risultante dalla valutazione di bilancio "a base zero" condotta nel 2005.

Tutte le assunzioni esterne per coprire posizioni permanenti sono state effettuate sulla base di contratti a termine di cinque anni per i dirigenti e di tre anni per tutte le altre posizioni. I contratti a tempo determinato offerti per posizioni permanenti possono essere convertiti in contratti a tempo indeterminato sulla base di una procedura di revisione che tiene conto di considerazioni organizzative e delle prestazioni individuali.

Nel 2006 la BCE ha offerto 99 contratti a termine per un periodo inferiore a dodici mesi, contro i 106 del 2005, al fine di colmare carenze temporanee di personale (ad esempio per sostituzione di personale in congedo di maternità, in congedo parentale o in aspettativa non retribuita).

La BCE ha inoltre assunto con contratti a breve termine 93 esperti provenienti dalle BCN (incluse la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e la Banca Națională a României), da altre istituzioni dell'UE e da organismi internazionali (contro gli 80 del 2005). Questi incarichi a breve termine offrono l'opportunità al personale della BCE e delle BCN di beneficiare dell'esperienza reciproca, promuovendo in tal modo lo spirito di squadra a livello del SEBC. Hanno altresì continuato a contribuire all'integrazione della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e della Banca Națională a României nel SEBC.

Nel settembre 2006 i primi sei partecipanti al *Graduate Programme* della BCE, rivolto a neo-laureati con una formazione non specialistica, sono entrati a far parte della Banca con contratti biennali non convertibili.

La BCE ha altresì offerto tirocini interni a studenti e laureati aventi una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione, organizzando 173 tirocini in tutta la BCE nel 2006.

Inoltre, nell'ambito del *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aperto a economisti di spicco, e del *Lamfalussy Fellowship Programme*, dedicato a giovani ricercatori, la BCE ha offerto rispettivamente due e cinque borse di ricerca.

MOBILITÀ INTERNA

La mobilità interna rappresenta un'opportunità per il personale di ampliare la propria esperienza e uno strumento per incrementare le sinergie fra settori di attività. A tale riguardo, la politica di assunzione interna, che dà risalto a competenze ampie, intende agevolare ulteriormente la mobilità interna del personale. Quest'ultima è sostenuta anche mediante altre iniziative, come gli scambi di personale e i trasferimenti interni temporanei per coprire l'assenza di colleghi. Nel 2006 oltre 80 dipendenti, inclusi 15 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente per coprire altre posizioni, sia su base temporanea che a lungo termine.

Nel 2006 la BCE ha introdotto dei principi generali per la mobilità, che incoraggiano i membri del personale a cambiare posizione ogni cinque anni di servizio.

MOBILITÀ ESTERNA

Il programma di esperienza lavorativa esterna della BCE facilita il distacco di personale presso le 27 BCN o importanti istituzioni finanziarie internazionali (ad esempio l'FMI e la BRI) per periodi da due a dodici mesi. Nel 2006 sono stati distaccati 24 dipendenti nell'ambito di tale

¹³ Il numero effettivo di posizioni a tempo pieno al 31 dicembre 2006 era di 1.367. Questa discrepanza è principalmente riconducibile al fatto che sono stati stipulati contratti a tempo determinato per sostituire membri del personale assenti per un periodo superiore a dodici mesi, nonché all'esistenza a fine anno di un modesto esubero di personale in seguito all'esercizio di bilancio "a base zero".

programma. Inoltre, la BCE ha concesso periodi di congedo non retribuito, per una durata massima di tre anni, a 29 membri del personale che hanno assunto impieghi presso BCN, istituzioni dell'UE e organizzazioni internazionali.

STRATEGIA DELLA DIVERSITÀ

La BCE si avvale di personale proveniente dai 27 Stati membri dell'UE e ha integrato la gestione della diversità nella sua prassi in materia di risorse umane per garantire che le competenze individuali dei dipendenti siano riconosciute e utilizzate appieno per il raggiungimento degli obiettivi della Banca. La politica della diversità, avviata dalla BCE nel 2005, è stata lanciata ufficialmente nel 2006. La gestione della diversità presso la BCE mira ad assicurare che tutti i membri del personale siano trattati con rispetto e che siano gestiti in base al merito.

RAFFORZAMENTO DELLE RISORSE UMANE

Oltre a promuovere la mobilità, anche attraverso la rotazione dei dirigenti, la strategia per le risorse umane continua a vertere sullo sviluppo professionale dei dirigenti della BCE. Le capacità di *leadership* e di gestione hanno continuato a essere rafforzate mediante corsi di formazione e programmi di preparazione individuale. La formazione dei dirigenti si è incentrata sul miglioramento delle capacità di *leadership*, sulla gestione delle prestazioni e sulla conduzione del cambiamento organizzativo. Dopo il lancio della strategia della diversità nel 2006 è stato istituito un corso di formazione specifico per i dirigenti dedicato alla "dignità sul lavoro".

Inoltre, i dirigenti hanno partecipato a un esercizio obbligatorio di *feedback* incrociato annuale in cui vengono individuati gli ambiti per lo sviluppo personale di ciascuno tramite relazioni dirette, confronti tra pari e contatti esterni. Questo esercizio confluisce nella valutazione annuale della prestazione professionale; sulla base dei risultati ottenuti si predispongono programmi di preparazione individuale.

Nel 2006 la BCE ha introdotto un *Advisory Positions Framework* (inquadramento professionale in posizioni di consulente) che aggiunge

una struttura di evoluzione delle carriere parallela alla tradizionale struttura manageriale. Il ruolo del consulente è di fornire pareri tecnici o di *policy* di alto livello, coordinamento organizzativo trasversale o consulenza gestionale su un'ampia gamma di argomenti.

I sei valori comuni della BCE (competenza, efficacia ed efficienza, integrità, spirito di gruppo, trasparenza e responsabilità per il proprio operato, lavorare per l'Europa) sono stati ulteriormente assimilati nelle politiche in materia di risorse umane al fine di tradurli in comportamenti e prestazioni quotidiani. Gli strumenti e i processi adottati in ambito di risorse umane (ad esempio gestione delle prestazioni, assunzioni e selezioni, formazione e sviluppo) continueranno a essere allineati sempre più a tali valori.

La continua acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze rimane una pietra angolare della strategia per le risorse umane della BCE. Come principio di base, l'apprendimento e lo sviluppo sono una responsabilità condivisa da personale e istituzione. La BCE offre le risorse finanziarie e il quadro formativo, i dirigenti definiscono le esigenze di formazione per assicurare che i dipendenti mantengano l'elevato livello di conoscenze e capacità professionali necessario per la posizione rivestita al momento; dal canto suo, il personale ha la responsabilità primaria dell'apprendimento e dello sviluppo. Oltre a svariate possibilità di formazione interna, i dipendenti hanno continuato a usufruire di opportunità di formazione esterna per far fronte a esigenze formative individuali specifiche di natura più "tecnica" e hanno inoltre beneficiato di programmi comuni del SEBC oppure offerti dalle BCN.

La BCE ha concesso periodi di congedo non retribuito a fini di studio a 10 dipendenti e, nel quadro della politica di formazione secondaria, ha prestato il proprio sostegno a 14 dipendenti per l'acquisizione di una qualifica che ne avrebbe incrementato le competenze professionali oltre i requisiti della posizione rivestita al momento.

LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E IL SEGUITO DATO ALLA DICHIARAZIONE SULLA MISSIONE DELL'EUROSISTEMA

Allo scopo di promuovere ulteriormente la collaborazione e lo spirito di squadra fra le banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nel campo della gestione delle risorse umane, nel 2005 il Consiglio direttivo ha istituito una Conferenza per le risorse umane (*Human Resources Conference*, HRC), formalizzando così l'ormai consolidata cooperazione fra i responsabili del personale delle banche centrali dell'UE.

Nel 2006 le attività dell'HRC hanno coperto diversi aspetti della formazione e dello sviluppo del personale, fra cui le opportunità per attività comuni a livello di formazione, le politiche per le carriere, i sistemi di valutazione delle prestazioni, le politiche di distacco e procedure di selezione. Il lavoro dell'HRC in tale ambito si estenderà allo sviluppo di misure volte a promuovere gli scambi di personale.

Inoltre, in seno all'HRC sono state scambiate informazioni sui costi del personale e, insieme al Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC (ECCO), è stato proposto un qua-

dro generale per includere nei programmi comuni Eurosistema/SEBC di inserimento del personale i principali temi già compresi nella missione, negli intenti strategici e nei principi organizzativi dell'Eurosistema.

2.2 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Il lavoro di progettazione della nuova sede della BCE ha continuato a progredire. Avendo completato, sulla base di requisiti funzionali, dimensionali e tecnici ridefiniti e costi di costruzione ridotti, la fase di ottimizzazione del progetto vincitore redatto da COOP HIMMELB(L)AU, si è dato inizio nel 2006 alla fase di pianificazione. Tale fase implica:

- predisposizione e attuazione delle necessarie procedure per l'affidamento dei contratti relativi ai servizi di progettazione (architetti, ingegneri, esperti) e di esecuzione delle opere per la nuova sede (imprese di costruzione);
- presentazione degli elaborati alle autorità comunali di Francoforte al fine di ottenere



le necessarie autorizzazioni amministrative e di verificare per tutti gli elaborati il rispetto delle normative edilizie cogenti (regolamento edilizio, normativa antincendi, standard in materia di salute e sicurezza, ecc.);

- redazione di un quadro economico aggiornato al fine di confermare gli importi previsti (500 milioni di euro per i costi di costruzione e 850 milioni di euro per i costi complessivi d'investimento, in base a prezzi del 2005);
- predisposizione di elaborati di dettaglio sulla base di specifiche tecniche e di considerazioni ingegneristiche in merito al mantenimento del valore.

Conseguentemente gli architetti hanno presentato un progetto preliminare che evidenzia numerose modifiche rispetto alla versione ottimizzata. In primo luogo, il grattacielo e la struttura aggettante di collegamento tra il Grossmarkthalle ed il grattacielo stesso (ingresso) sono stati traslati verso ovest, in ottemperanza alle richieste avanzate dall'autorità preposta alla tutela dei beni storici. In secondo luogo, le destinazioni d'uso del Grossmarkthalle sono state riorganizzate in base ai requisiti dimensionali e alle necessità di tutela storica. In terzo luogo, è stata accresciuta l'efficienza energetica della facciata del grattacielo migliorando il sistema di schermatura solare. È stato inoltre ridefinito il progetto paesaggistico che prevede l'integrazione, al suo interno, delle misure di sicurezza. Infine, è stata ridisegnata la sommità del grattacielo che, con la nuova copertura inclinata, migliora il profilo e l'immagine complessiva dell'edificio nel contesto urbano.

Il Comune di Francoforte ha continuato a lavorare, in collaborazione con la BCE, alla redazione di un piano urbanistico, legalmente vincolante, che determini le destinazioni d'uso dei lotti su cui sorgerà la nuova sede. Nel corso dell'anno si sono tenute numerose riunioni con le autorità comunali al riguardo. Il processo di ottenimento delle necessarie autorizzazioni

amministrative dovrebbe essere completato come previsto entro la fine di ottobre 2007. I lavori di costruzione dovrebbero cominciare all'inizio del 2008 e dovrebbero terminare entro la fine del 2011.

Verrà inoltre realizzato uno spazio commemorativo e informativo per ricordare la funzione del Grossmarkthalle nella deportazione di cittadini ebrei. Una *task force* formata da rappresentanti del Comune di Francoforte, della Comunità ebraica della città e della BCE sta attualmente preparando il bando di un concorso internazionale per la progettazione dello spazio commemorativo e informativo. La pubblicazione del bando è prevista entro il 2007.

3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC

Il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC è un forum consultivo cui partecipano la BCE e i rappresentanti del personale provenienti da quasi tutte le banche centrali del SEBC e dalle federazioni sindacali europee¹⁴. Il suo obiettivo è di favorire l'informazione e il dibattito sulle questioni che possono avere maggiore impatto sulla situazione del lavoro nelle banche centrali del SEBC.

Gli incontri di Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si sono svolti in giugno e dicembre 2006. Oltre che sulle problematiche connesse alla produzione e alla circolazione delle banconote, ai sistemi di pagamento (Target2) e alla vigilanza finanziaria, temi regolarmente trattati dal Dialogo sociale, il dibattito si è incentrato sull'attuazione delle misure connesse alla missione, agli intenti strategici e ai principi organizzativi dell'Eurosistema nonché sulle relative implicazioni nel lavoro quotidiano del personale dell'Eurosistema. I rappresentanti del personale sono stati inoltre informati dei lavori in corso da parte dell'HRC.

La BCE ha continuato a pubblicare una *newsletter* semestrale per tenere informati i rappresentanti del personale dei più recenti sviluppi riguardanti tali tematiche.

Ulteriori strumenti per migliorare il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC sono stati discussi in occasione della riunione di dicembre e concordati tra la BCE e le federazioni sindacali europee. È stato stabilito un sistema tramite cui i rappresentanti del personale possono essere informati, a uno stadio iniziale, dei temi rilevanti per il Dialogo sociale da sottoporre al Consiglio direttivo.

Su invito delle federazioni sindacali la BCE ha inoltre partecipato a due seminari dedicati alle relazioni industriali e alla cultura aziendale, destinati principalmente ai rappresentanti del personale delle BCN degli Stati membri che sono entrati a far parte dell'UE nel maggio 2004 e nel gennaio 2007.

¹⁴ Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), UNI-Finance e European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 IL BILANCIO DELLA BCE

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2006

I ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2006 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti del Rapporto annuale.

2 OBIETTIVI E COMPITI

Gli obiettivi e i compiti assegnati alla BCE sono definiti nello Statuto del SEBC (articoli 2 e 3). Un quadro degli obiettivi è inoltre contenuto nella Prefazione del Presidente al Rapporto annuale.

3 RISORSE FONDAMENTALI, RISCHI E PROCESSI

GOVERNANCE DELLA BCE

L'argomento viene trattato nel capitolo 8.

MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO

I membri del Comitato esecutivo vengono scelti tra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario; sono nominati di comune accordo dai governi degli Stati membri a livello di capi di Stato o di governo, su raccomandazione del Consiglio dell'UE previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE.

Le condizioni e le modalità di impiego dei membri del Comitato esecutivo sono stabilite dal Consiglio direttivo su proposta di un comitato comprendente tre membri nominati dal Consiglio direttivo e tre membri designati dal Consiglio dell'UE.

RISORSE UMANE

Nel 2006 il numero medio dei dipendenti della BCE (equivalenti a tempo pieno) con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato è aumentato a 1.360 unità, rispetto alle 1.331 dell'esercizio precedente. Alla fine del 2006 l'organico ammontava a 1.367 unità. Per ulteriori

informazioni si rimanda alle Note al conto economico e alla sezione 2 del capitolo 8, che illustra inoltre la strategia seguita dalla BCE per le risorse umane.

ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E GESTIONE DEI RISCHI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE, costituito dalle attività di riserva ad essa trasferite dalle BCN dell'area dell'euro ai sensi dell'articolo 30 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e dai relativi redditi, consente alla BCE di finanziare le proprie operazioni sul mercato dei cambi per le finalità previste dal Trattato.

Il portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE comprende gli investimenti in contropartita del capitale versato, del fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, del fondo di riserva generale e dei proventi accumulati in passato su tale portafoglio. Lo scopo del portafoglio è fornire alla BCE un reddito che contribuisca alla copertura dei costi operativi.

Le attività di investimento della BCE e la gestione dei relativi rischi sono descritte in modo più approfondito nel capitolo 2.

PREDISPOSIZIONE DEL BILANCIO DI PREVISIONE

Il Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM), formato da esperti della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, contribuisce in modo fondamentale al governo finanziario della BCE. Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, il BUCOM assiste il Consiglio direttivo fornendo una valutazione dettagliata delle proposte di bilancio di previsione annuale della BCE e delle richieste di stanziamenti supplementari da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo. L'attività di spesa a fronte del bilancio di previsione viene regolarmente monitorata dal Comitato esecutivo, tenendo conto del parere della funzione di controllo interna

della BCE, e dal Consiglio direttivo coadiuvato dal BUCOM.

4 RISULTATO FINANZIARIO

CONTI FINANZIARI

Conformemente all'articolo 26.2 dello Statuto del SEBC, il bilancio della BCE è redatto dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo. Il bilancio viene quindi approvato dal Consiglio direttivo e in seguito pubblicato.

FONDO DI ACCANTONAMENTO A FRONTE DEI RISCHI DI CAMBIO, DI TASSO D'INTERESSE E DI PREZZO DELL'ORO

Poiché la maggior parte delle attività e passività della BCE è valutata periodicamente ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato dei titoli, la redditività della BCE risente fortemente dell'esposizione ai rischi di cambio e, in misura minore, di tasso d'interesse. Tale esposizione è principalmente connessa con l'ammontare di riserve ufficiali in dollari statunitensi, yen giapponesi e oro, investite prevalentemente in strumenti finanziari fruttiferi.

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE a tali rischi e dell'entità dei conti di rivalutazione, nel 2005 il Consiglio direttivo ha deciso di costituire un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro. Pertanto, il 31 dicembre 2005 un importo di 992 milioni di euro è stato imputato a tale fondo. Il 31 dicembre 2006 ulteriori 1.379 milioni di euro sono stati accantonati al fondo, portandone l'ammontare complessivo a 2.371 milioni e riducendo l'utile netto a un importo pari esattamente a zero, come nel 2005.

Il fondo di accantonamento sarà utilizzato per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. La sua

entità e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminate con cadenza annuale.

RISULTATO FINANZIARIO PER IL 2006

L'utile netto conseguito dalla BCE per l'esercizio 2006 sarebbe stato pari a 1.379 milioni di euro, se non fosse stato alimentato il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro.

Nel 2006 l'apprezzamento dell'euro nei confronti dello yen giapponese ha comportato una diminuzione di circa 0,6 miliardi di euro del controvalore delle attività denominate in yen detenute dalla BCE, che è stata imputata al conto economico.

Nel 2006 gli interessi attivi sono stati pari a 1.972 milioni di euro (1.270 nel 2005), soprattutto per effetto: a) dell'incremento delle banconote in euro in circolazione e del tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, in base al quale viene determinata la remunerazione percepita dalla BCE sulla quota di banconote in euro ad essa assegnata nell'Eurosistema, e b) dei più elevati tassi di interesse sulle attività denominate in dollari statunitensi.

Nel 2006 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono aumentati rispetto all'esercizio precedente, passando da 149 a 475 milioni di euro. Il deprezzamento dell'euro nei confronti dell'oro, unitamente alle più consistenti vendite di oro registrate nel 2006, hanno contribuito a incrementare gli utili realizzati. Tali vendite sono state condotte conformemente ai termini del *Central Bank Gold Agreement* (accordo sull'oro fra le banche centrali) del 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria.

Rispetto all'esercizio precedente le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 348 a 361 milioni di euro.

L'incremento delle spese per il personale è principalmente riconducibile al più elevato numero medio di dipendenti nell'arco dell'anno e al maggiore onere pensionistico sostenuto nel 2006. Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo ammontano in totale a 2,2 milioni di euro (2,1 nel 2005).

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2006

ATTIVO	NOTA N.	2006 €	2005 €
Oro e crediti in oro	1	9.929.865.976	10.064.527.857
Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI		414.768.308	170.162.349
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		29.313.377.277	31.062.557.242
		29.728.145.585	31.232.719.591
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2	2.773.828.417	2.908.815.389
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		4.193.677	13.416.711
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	33.914	25.000
Crediti interni all'Eurosistema	5		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		50.259.459.435	45.216.783.810
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		3.545.868.495	5.147.038.409
		53.805.327.930	50.363.822.219
Altre attività	6		
Immobilizzazioni materiali		175.180.989	175.237.902
Altre attività finanziarie		8.220.270.389	6.888.490.580
Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio		29.518.315	0
Ratei e risconti attivi		1.094.509.354	679.603.366
Varie		5.580.697	4.397.807
		9.525.059.744	7.747.729.655
Totale attivo		105.766.455.243	102.331.056.422

PASSIVO	NOTA N.	2006 €	2005 €
Banconote in circolazione	7	50.259.459.435	45.216.783.810
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	8	1.065.000.000	1.050.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9	105.121.522	649.304.896
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	10		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività		330.955.249	855.933.000
Passività interne all'Eurosistema	11		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali		39.782.265.622	39.782.265.622
Altre passività	12		
Ratei e risconti passivi		1.262.820.884	919.344.079
Varie		899.170.800	632.012.224
		2.161.991.684	1.551.356.303
Accantonamenti	13	2.393.938.510	1.027.507.143
Conti di rivalutazione	14	5.578.445.671	8.108.628.098
Capitale e riserve	15		
Capitale		4.089.277.550	4.089.277.550
Utile dell'esercizio		0	0
Totale passivo		105.766.455.243	102.331.056.422

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2006

	NOTA N.	2006 €	2005 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		1.318.243.236	889.408.789
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		1.318.852.000	868.451.848
Altri interessi attivi		2.761.697.060	1.794.267.421
<i>Interessi attivi</i>		<i>5.398.792.296</i>	<i>3.552.128.058</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(965.331.593)	(710.160.404)
Altri interessi passivi		(2.461.625.254)	(1.572.338.709)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(3.426.956.847)</i>	<i>(2.282.499.113)</i>
Interessi attivi netti	20	1.971.835.449	1.269.628.945
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	21	475.380.708	149.369.135
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	22	(718.467.508)	(97.494.081)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo		(1.379.351.719)	(992.043.443)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(1.622.438.519)	(940.168.389)
Spese nette per provvigioni e commissioni	23	(546.480)	(182.373)
Proventi da azioni e partecipazioni	24	911.866	853.403
Altri proventi	25	11.407.583	17.428.558
Proventi totali netti		361.169.899	347.560.144
Spese per il personale	26	(160.847.043)	(153.048.314)
Spese di amministrazione	27	(166.426.595)	(158.457.219)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali		(29.162.141)	(31.888.637)
Servizi di produzione di banconote	28	(4.734.120)	(4.165.974)
Utile dell'esercizio		0	0

Francoforte sul Meno, 27 febbraio 2007

BANCA CENTRALE EUROPEA

Jean-Claude Trichet
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della Banca centrale europea (BCE) è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili² di seguito delineati, che il Consiglio direttivo ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, competenza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), coerenza e comparabilità.

RILEVAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ

Un'attività o una passività è iscritta nello stato patrimoniale solo quando è probabile che i futuri benefici economici ad essa connessi affluiscono alla o defluiscono dalla BCE, sostanzialmente tutti i rischi e i benefici associati sono stati trasferiti alla BCE e il costo o il valore dell'attività ovvero l'ammontare dell'obbligazione può essere misurato in modo attendibile.

CRITERI GENERALI

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici adeguati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili, dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e "fuori bilancio" denominate in valuta estera. Le operazioni su attività e passività finanziarie sono iscritte secondo la data di regolamento.

Con effetto dal 1° gennaio 2007, è stato modificato il criterio di rilevazione delle operazioni in cambi, degli strumenti finanziari denominati in valuta estera e dei relativi ratei e risconti nei bilanci delle banche centrali dell'Eurosistema. Essendo possibile una sua immediata applica-

zione, la BCE ha introdotto tale modifica il 1° ottobre 2006 con i seguenti effetti. Ad eccezione dei titoli, le transazioni sono ora registrate in conti "fuori bilancio" alla data di contrattazione. Alla data di regolamento le registrazioni "fuori bilancio" sono stornate e le operazioni vengono iscritte in bilancio. Gli acquisti e le vendite di valuta estera incidono sulla posizione netta in valuta alla data di contrattazione, anziché a quella di regolamento a pronti come è avvenuto finora; gli utili o le perdite realizzati generati dalle vendite sono altresì calcolati alla data di contrattazione. Gli interessi, i premi e gli sconti maturati sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera sono calcolati e rilevati su base giornaliera e, pertanto, incidono sulla posizione in valuta giornalmente anziché soltanto quando si verificano effettivi flussi di cassa, come è accaduto fino ad ora. L'applicazione retroattiva di questa modifica dei criteri contabili a periodi precedenti non è possibile.

ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

Le attività e passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio vigente nel giorno di chiusura del bilancio, mentre per le rendite e le spese si utilizza il tasso di cambio in essere alla data della loro rilevazione. La valutazione di queste attività e passività viene effettuata separatamente per ogni divisa, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio".

La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra a fine esercizio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze di valutazione attinenti

1 I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio dal Consiglio direttivo con Decisione BCE/2002/11 del 5 dicembre 2002, GU L 58 del 3.3.2003, pag. 38, e successive modifiche. Con effetto dal 1° gennaio 2007, questo atto giuridico è stato abrogato e sostituito dalla Decisione BCE/2006/17, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38.

2 Tali principi e criteri sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di fino, che, per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2006, è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 29 dicembre.

TITOLI

Tutti i titoli negoziabili e le altre attività simili sono valutati singolarmente, sulla base dei prezzi medi di mercato alla data di riferimento del bilancio. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2006 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 29 dicembre. I titoli non negoziabili sono valutati al costo.

RILEVAZIONE DELLE RENDITE E DELLE SPESE

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito, ma vengono registrate direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) su uno specifico titolo, una specifica valuta o sull'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) su altre specie di titoli, valute oppure oro. A fine anno, in caso di minusvalenze (non realizzate), il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio e/o il prezzo di mercato di fine esercizio.

I premi e gli sconti su titoli acquistati vengono assimilati agli interessi attivi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

OPERAZIONI TEMPORANEE

Mediante queste transazioni la BCE acquista (o vende) attività a pronti con patto di rivendita (o riacquisto) a termine, oppure eroga credito a fronte di una garanzia.

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di riacquistarli dalla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale come depositi (ricevuti) garantiti e generano interessi passivi nel conto economico. I titoli oggetto di queste transazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale come prestiti garantiti, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE e danno origine a interessi attivi nel conto economico.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita alla BCE in contanti per tutta la durata dell'operazione. Nel 2006 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi.

Le operazioni “fuori bilancio” su tassi di interesse sono valutate separatamente l’una dall’altra. I movimenti giornalieri dei margini di variazione dei contratti *future* aperti su tassi di interesse sono iscritti nel conto economico. La valutazione delle operazioni a termine in titoli si basa su un metodo comunemente accettato che prevede l’utilizzo dei prezzi di mercato e dei fattori di sconto osservabili tra la data di regolamento e quella di valutazione.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui esso viene approvato dal Consiglio direttivo, qualora tali eventi incidano in misura rilevante sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

SALDI INTRA-SEBC E SALDI INTERNI ALL’EUROSISTEMA

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell’Unione europea (UE); hanno luogo principalmente tramite Target (cfr. capitolo 2), il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale, e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le banche centrali dell’UE collegate a Target. Questi saldi sono quindi compensati per novazione con la BCE su base giornaliera, con la conseguenza che ogni BCN presenta un’unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi appartenenti all’area dell’euro nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento di riserve ufficiali alla stessa) sono indicati come crediti/debiti interni all’Eurosistema e vengono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un’unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi interni all’Eurosistema rivenienti dall’allocazione dei biglietti in euro nell’ambito dell’Eurosistema confluiscono in un’unica posizione netta attiva, alla voce “Crediti derivanti dall’allocazione delle banconote in euro all’interno dell’Eurosistema” (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all’area dell’euro (Danmarks Nationalbank e Bank of England) nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione al sistema Target, sono iscritti alla voce “Passività denominate in euro verso non residenti nell’area dell’euro”. Il 31 dicembre 2006 la Sveriges Riksbank ha cessato di partecipare a Target.

IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni) sono valutate al prezzo di costo, dedotto l’ammortamento. I terreni sono valutati al costo. L’ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all’acquisizione, per tutta la “durata economica presunta” del bene secondo lo schema seguente:

Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Impianti, mobili e attrezzature	10 anni
Spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento	25 anni
Immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro	Interamente imputate al conto economico nell’anno di acquisto

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai locali attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato ridotto in modo da assicurare l’imputazione integrale di tali attività a conto economico prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

La BCE applica un piano a benefici definiti per il personale, che viene finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine.

STATO PATRIMONIALE

La voce del passivo relativa ai piani a benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale rappresenta il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, *meno il fair value* (valore equo) delle attività a servizio del piano utilizzate per il finanziamento dell'obbligazione, con una correzione per tenere conto degli utili o delle perdite attuariali non rilevati.

L'obbligazione a benefici definiti viene calcolata su base annuale da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell'obbligazione è determinato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando i tassi di interesse su obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello della passività pensionistica connessa.

Utili e perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull'esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le precedenti ipotesi attuariali e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

CONTO ECONOMICO

L'ammontare netto iscritto nel conto economico comprende:

- (a) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;
- (b) gli interessi sull'obbligazione a benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;

(c) il rendimento atteso sulle attività del piano;

(d) gli utili e le perdite attuariali imputati al conto economico applicando la regola del "corridoio del 10 per cento".

CORRIDOIO DEL 10 PER CENTO

La quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevati che eccede il più elevato fra (a) il 10 per cento del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del fair value delle attività a servizio del piano deve essere ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

PENSIONI DEI MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO E ALTRE OBBLIGAZIONI SUCCESSIVE AL RAPPORTO DI LAVORO

Per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per sussidi di invalidità del personale vige un sistema che non prevede la costituzione di un fondo. I costi attesi di tali prestazioni sono determinati sulla durata del mandato dei membri o sulla durata del rapporto di lavoro del personale, seguendo un approccio contabile simile a quello applicabile ai piani pensionistici a benefici definiti. Gli utili e le perdite attuariali sono rilevati secondo le modalità descritte in precedenza.

Queste obbligazioni sono valutate annualmente da attuari indipendenti per determinare le passività appropriate da iscrivere in bilancio.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle dodici BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema³. L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali

³ Decisione BCE/2001/15, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro, GU L 337 del 20.12.2001, pag. 52, e successive modifiche.

dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote⁴.

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Banconote in circolazione" del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera⁵, sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti". Fino al 2005 questo reddito era riconosciuto separatamente alle BCN mediante una distribuzione provvisoria di utili dopo la fine di ciascun trimestre⁶. Il Consiglio direttivo ha deciso che, a partire dal 2006, tale reddito è dovuto alle BCN nello stesso esercizio finanziario in cui matura, ma viene loro conferito il secondo giorno lavorativo dell'anno seguente⁷. L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti a un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro e di ridurre il reddito stesso per tenere conto di costi sopportati dalla BCE in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote in euro.

ALTRE INFORMAZIONI

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornirebbe informazioni aggiuntive di rilievo.

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo, il Consiglio dell'UE ha approvato la designazione della KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2007.

4 Per "schema di allocazione delle banconote" si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in detto totale.

5 Decisione BCE/2001/16, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002, GU L 337 del 20.12.2001, pag. 55, e successive modifiche.

6 Decisione BCE/2002/9, del 21 novembre 2002, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione, GU L 323 del 28.11.2002, pag. 49.

7 Decisione BCE/2005/11, del 17 novembre 2005, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione, GU L 311 del 26.11.2005, pag. 41. Questo atto giuridico ha abrogato la Decisione BCE/2002/9.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

1 ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2006 la BCE deteneva 20,6 milioni di onces di oro fino (23,1 milioni nel 2005). La riduzione di questa voce è dovuta a vendite di oro effettuate conformemente al Central Bank Gold Agreement del 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria. La diminuzione del controvalore in euro di tali consistenze dovuta alle vendite è stata parzialmente compensata dal notevole incremento del prezzo dell'oro registrato nel corso del 2006 (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

CREDITI VERSO L'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2006, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. Il DSP è definito in termini di un paniere di valute, il cui valore è derivato dalla somma ponderata dei tassi di cambio di quattro fra le valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese). A fini contabili, i DSP sono trattati come una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

CONTI PRESSO BANCHE E INVESTIMENTI IN TITOLI, PRESTITI ESTERI E ALTRE ATTIVITÀ SULL'ESTERO CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Questi crediti sono rappresentati da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2006 €	2005 €	Variazione €
Conti correnti	1.388.630.590	5.149.756.962	(3.761.126.372)
Depositi del mercato monetario	1.352.326.756	1.182.580.317	169.746.439
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	330.983.321	1.306.216.228	(975.232.907)
Investimenti in titoli	26.241.436.610	23.424.003.735	2.817.432.875
Totale	29.313.377.277	31.062.557.242	(1.749.179.965)

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2006 €	2005 €	Variazione €
Conti correnti	18.535	25.019	(6.484)
Depositi del mercato monetario	2.621.949.594	2.908.790.370	(286.840.776)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	151.860.288	0	151.860.288
Totale	2.773.828.417	2.908.815.389	(134.986.972)

La riduzione di queste posizioni nel 2006 è principalmente riconducibile al deprezzamento del dollaro statunitense e, in misura minore, dello yen giapponese nei confronti dell'euro (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Consistenze nette in valuta estera⁸ (dollari statunitensi e yen giapponesi) detenute dalla BCE al 31 dicembre 2006:

(milioni, nell'unità monetaria)	
Dollari statunitensi	35.000
Yen giapponesi	856.308

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Questa posta dell'attivo comprende i depositi bancari in essere con non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2006.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

La voce è rappresentata dai depositi bancari in essere con residenti nell'area dell'euro al 31 dicembre 2006.

5 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

CREDITI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

La voce include i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

ALTRI CREDITI NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA (NETTI)

In questa voce confluiscono i saldi Target delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE, nonché gli importi dovuti nel quadro della ripartizione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote. Con riferimento alla distribuzione provvisoria, il saldo a debito delle BCN dell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2005 è pari a 634 milioni di

euro. Tale ammontare rappresenta le distribuzioni provvisorie corrisposte alle BCN dell'area per i primi tre trimestri dell'esercizio e successivamente restituite alla BCE. Dal 2006 queste distribuzioni provvisorie non vengono più effettuate (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 20 nella sezione *Note al conto economico*).

	2006 €	2005 €
Saldi Target a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	83.764.470.700	75.906.443.905
Saldi Target a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(80.218.602.205)	(71.393.877.603)
Posizione Target netta	3.545.868.495	4.512.566.302
Saldi a debito/(credito) delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote	0	634.472.107
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	3.545.868.495	5.147.038.409

⁸ Attività nette denominate nelle rispettive divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte nelle voci "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro" e "Ratei e risconti passivi", tenendo anche conto delle operazioni a termine e di swap in valuta "fuori bilancio". Non sono considerati gli effetti delle plusvalenze risultanti dalla valutazione ai prezzi di mercato dei titoli denominati in valuta estera.

6 ALTRE ATTIVITÀ

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Principali voci iscritte al 31 dicembre 2006:

	2006 €	2005 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	160.272.602	158.681.104	1.591.498
Computer (hardware e software)	157.573.338	147.880.213	9.693.125
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	26.670.476	26.238.407	432.069
Immobilizzazioni in corso	28.790.200	11.576.491	17.213.709
Altre immobilizzazioni	1.232.143	1.126.210	105.933
Costo totale	374.538.759	345.502.425	29.036.334
Ammortamento accumulato			
Terreni e fabbricati	(39.696.727)	(29.694.172)	(10.002.555)
Computer (hardware e software)	(135.057.096)	(117.129.048)	(17.928.048)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	(24.471.251)	(23.308.719)	(1.162.532)
Altre immobilizzazioni	(132.696)	(132.584)	(112)
Ammortamento accumulato totale	(199.357.770)	(170.264.523)	(29.093.247)
Valore netto contabile	175.180.989	175.237.902	(56.913)

L'aumento della voce "Terreni e fabbricati" al costo è dovuto prevalentemente all'acquisto di una nuova residenza ufficiale per il Presidente della BCE avvenuto nel dicembre 2006. La precedente residenza, acquistata nel 2001, è stata venduta nel gennaio 2007.

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è in gran parte attribuibile ai lavori iniziali di costruzione della nuova sede della BCE. I trasferimenti da tale posta alle pertinenti voci

relative alle immobilizzazioni verranno effettuati in seguito all'entrata in funzione dei beni.

ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Le principali componenti di questa voce sono:

	2006 €	2005 €	Variazione €
Titoli denominati in euro	7.303.413.758	5.710.256.343	1.593.157.415
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	874.669.464	1.136.043.600	(261.374.136)
Altre attività finanziarie	42.187.167	42.190.637	(3.470)
Totale	8.220.270.389	6.888.490.580	1.331.779.809

(a) I titoli denominati in euro e le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro rappresentano gli investimenti dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 12, *Altre passività*). L'aumento dei titoli è ascrivibile principalmente all'investimento nel portafoglio a fronte dei fondi propri della contropartita del fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro costituito dalla BCE nel 2005.

(b) La BCE detiene 3.211 azioni della BRI contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Questa voce si compone delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di swap e a quelle a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2006 (cfr. la nota 19, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro per il quale le transazioni sono contabilizzate (cfr. la sezioni *Oro e*

attività e passività in valuta estera nelle note sui criteri di rilevazione contabili e di redazione del bilancio).

RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel 2005 gli interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio) sono stati iscritti su base lorda nelle poste "Ratei e risconti attivi" e "Ratei e risconti passivi". Tali interessi sono ora registrati su base netta alla voce "Ratei e risconti attivi" per riflettere in maniera più adeguata la realtà economica. A fini di raffronto, l'importo di 412.341.791 euro è stato riclassificato dalla voce "Ratei e risconti passivi", del bilancio per l'esercizio 2005, alla voce "Ratei e risconti attivi" con la conseguente riduzione del saldo di entrambe le posizioni.

Questa posta comprende altresì interessi maturati, incluso l'ammortamento di sconti, su titoli e altre attività finanziarie.

VARIE

La voce include un credito nei confronti del Ministero federale delle Finanze tedesco per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del *Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee*, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 40 dello Statuto del SEBC.

7 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Questa voce indica la quota spettante alla BCE (8 per cento) sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

8 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce comprende i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'EBA tramite il sistema Target.

9 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste passività derivanti dalle operazioni effettuate tramite Target sono rappresentate principalmente dai saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce comprende le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

11 PASSIVITÀ INTERNE ALL'EUROSISTEMA

Rappresentano le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE effettuato al momento dell'adesione all'Eurosistema. Nel 2006 non sono stati effettuati aggiustamenti.

I saldi sono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, corretto per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 20, *Interessi attivi netti*).

	Schema di sottoscrizione del capitale %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banca di Grecia	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Totale	71,4908	39.782.265.622

12 ALTRE PASSIVITÀ

La voce comprende principalmente interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE (cfr. la nota 11, *Passività interne all'Euro-sistema*). In tale saldo confluiscono inoltre (a) altri ratei passivi, incluso l'ammortamento dei premi per le obbligazioni con cedola, e operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 772 milioni di euro, collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 6, *Altre attività*) e (b) la passività netta relativa agli obblighi pensionistici della BCE.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

Sono di seguito indicati gli importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione agli obblighi pensionistici della BCE (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio):

	2006 milioni di euro	2005 milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	258,5	223,5
Fair value delle attività a servizio del piano	(195,3)	(161,2)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	17,3	6,5
Passività iscritta nello stato patrimoniale	80,5	68,8

Il valore attuale delle obbligazioni include gli impegni non finanziati relativi alle pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per i sussidi di invalidità del personale per un importo di 32,6 milioni di euro (30,4 milioni nel 2005).

Sono di seguito riportati gli importi iscritti nel conto economico per gli esercizi 2006 e 2005 alle voci "Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti", "Interessi sull'obbligazione" e "Rendimento atteso sulle attività del piano".

	2006 milioni di euro	2005 milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	27,3	24,6
Interessi sull'obbligazione	6,8	6,2
Rendimento atteso sulle attività del piano	(6,7)	(5,2)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	0	0
Totale incluso in "Spese per il personale"	27,4	25,6

In applicazione della regola del "corridoio del 10 per cento" (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio), non sono stati imputati utili attuariali al conto economico per l'esercizio 2006.

Le variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti sono:

	2006 milioni di euro	2005 milioni di euro
Obbligazione a benefici definiti iniziale	223,5	178,5
Costo previdenziale	27,3	24,6
Spesa per interessi	6,8	6,2
Contributi versati dai partecipanti al piano	10,4	9,3
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	3,7	6,1
Benefici versati	(2,6)	(2,2)
(Utili)/perdite attuariali	(10,6)	1,0
Obbligazione a benefici definiti finale	258,5	223,5

Variazioni del *fair value* delle attività a servizio del piano:

	2006 milioni di euro	2005 milioni di euro
<i>Fair value</i> iniziale delle attività a servizio del piano	161,2	120,2
Rendimento atteso	6,7	5,2
Utili/(perdite) attuariali	0,2	7,5
Contributi versati dal datore di lavoro	15,4	14,7
Contributi versati dai partecipanti al piano	10,3	9,3
Benefici versati	(2,2)	(1,8)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	3,7	6,1
<i>Fair value</i> finale delle attività a servizio del piano	195,3	161,2

Le valutazioni degli attuari citate nella presente nota si basano su ipotesi che sono state accettate dal Comitato esecutivo ai fini del trattamento contabile e dell'esposizione in bilancio.

Le principali ipotesi adottate per il calcolo della passività del piano pensionistico a favore del personale sono indicate di seguito. Il tasso di rendimento atteso delle attività a servizio del piano viene utilizzato dagli attuari per il calcolo dell'imputazione annuale al conto economico.

	2006 %	2005 %
Tasso di attualizzazione	4,60	4,10
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,00	6,00
Incrementi retributivi futuri	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	2,00	2,00

13 FONDI DI ACCANTONAMENTO

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro e della dimensione dei conti di rivalutazione, il Consiglio direttivo ha ritenuto opportuno costituire un fondo di accantonamento a fronte di tali rischi. Pertanto, il 31 dicembre 2005 un importo di 992 milioni di euro è stato imputato a tale fondo. Il 31 dicembre 2006 ulteriori 1.379 milioni di euro sono stati accantonati al fondo, portandone l'ammontare complessivo a 2.371 milioni e riducendo l'utile netto a un importo pari esattamente a zero, come nel 2005.

Il fondo di accantonamento verrà utilizzato per coprire perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. La sua entità e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminate con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione futura ai rischi summenzionati. Tale valutazione si fonda su metodologie comunemente accettate per misurare i rischi finanziari.

Oltre ad altri accantonamenti di varia natura, questa voce comprende anche un idoneo accantonamento a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE, dopo il rilascio dei locali e il trasferimento nella sede definitiva.

14 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività.

	2006 €	2005 €	Variazione €
Oro	4.861.575.989	4.362.459.301	499.116.688
Valuta estera	701.959.896	3.737.934.137	(3.035.974.241)
Titoli	14.909.786	8.234.660	6.675.126
Totale	5.578.445.671	8.108.628.098	(2.530.182.427)

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2006	2005
Dollari statunitensi per euro	1,3170	1,1797
Yen giapponesi per euro	156,93	138,90
Euro per DSP	1,1416	1,2099
Euro per oncia di oro fino	482,688	434,856

15 CAPITALE E RISERVE

CAPITALE

Il capitale sottoscritto della BCE è pari a 5,565 miliardi di euro, mentre l'importo versato ammonta a 4,089 miliardi. Le BCN dell'area dell'euro hanno corrisposto interamente le rispettive quote di partecipazione al capitale, per un totale di 3,978 miliardi di euro (invariati rispetto al 2006), così ripartiti⁹:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banca di Grecia	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Totale	71,4908	3.978.226.562

Le BCN dei tredici paesi non partecipanti all'area dell'euro sono tenute a versare il 7 per cento delle quote di capitale rispettivamente sottoscritte, a titolo di contributo ai costi operativi della BCE. Includendo gli importi versati dalle BCN dei dieci nuovi paesi, a fine 2006 il contributo totale delle BCN non facenti parte dell'area dell'euro ammontava a 111.050.988 euro, invariati rispetto al 2005. Le BCN non appartenenti all'area non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

Le BCN dei paesi non partecipanti all'area hanno versato i seguenti importi:

⁹ I singoli importi sono arrotondati all'euro. Nelle tavole di questa sezione l'eventuale discrepanza fra la somma dei singoli importi e i totali è dovuta agli arrotondamenti.

	Quote di partecipazione al capitale della BCE %	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Banca centrale di Cipro	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Totale	28,5092	111.050.988

16 FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

MODIFICHE ALLO SCHEMA DI SOTTOSCRIZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

INFORMAZIONI GENERALI

L'articolo 29 dello Statuto del SEBC prevede che la quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna BCN sia ponderata in base al peso percentuale dello Stato membro di appartenenza nella popolazione totale e nel PIL dell'Unione europea; questi dati, che contribuiscono in pari misura alla ponderazione, sono comunicati alla BCE dalla Commissione europea. I coefficienti di ponderazione sono adeguati con cadenza quinquennale e ogni volta che un nuovo Stato membro entra a far parte dell'UE. Conformemente alla Decisione 2003/517/CE del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea, le quote delle BCN nel capitale della BCE sono state modificate il 1° gennaio 2007, a seguito nell'ingresso nell'UE di Bulgaria e Romania. Il nuovo schema di sottoscrizione è riportato di seguito.

	Dal 1° maggio 2004 al 31 dicembre 2006 %	Dal 1° gennaio 2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Banca di Grecia	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Totale parziale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro	71,4908	69,5092
Banca Nazionale di Bulgaria Българска народна банка	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Banca centrale di Cipro	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Totale parziale relativo alle BCN non appartenenti dell'area dell'euro	28,5092	30,4908
Totale	100,0000	100,0000

ADESIONE DELLA SLOVENIA ALL'AREA DELL'EURO

In base alla Decisione 2006/495/CE del Consiglio, dell'11 luglio 2006, emanata in virtù dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la Slovenia ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2007. In osservanza dell'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e degli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 30 dicembre 2006¹⁰, la Banka Slovenije ha versato alla BCE, il 1° gennaio 2007, una somma pari a 17.096.556 euro, corrispondente all'importo restante della propria quota di sottoscrizione del capitale della BCE. Il 2 e il 3 gennaio 2007, a norma dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, la Banka Slovenije ha trasferito riserve valutarie alla BCE per un ammontare complessivo equivalente a 191.641.809 euro. La somma totale conferita è stata determinata moltiplicando il valore in euro, ai tassi di cambio vigenti al 29 dicembre 2006, delle attività di riserva già trasferite alla BCE per il rapporto fra la quota del capitale sottoscritta dalla Banka Slovenije e le quote già versate dalle altre BCN senza deroga. Le attività di riserva conferite erano composte per l'85 per cento da dollari statunitensi (in contante) e per il 15 per cento da oro.

La Banka Slovenije ha iscritto un credito pari alle somme trasferite sia per il capitale versato sia per le attività di riserva. Il trattamento di quest'ultimo credito è identico a quello applicato ai crediti già esistenti delle altre BCN partecipanti (cfr. la nota 11, *Passività interne all'Eurosistema*).

EFFETTO DELLE MODIFICHE

CAPITALE DELLA BCE

L'ingresso della Bulgaria e della Romania nell'UE con la concomitante modifica del capitale sottoscritto della BCE e delle relative quote, unitamente all'adesione della Slovenia all'area dell'euro, hanno originato un aumento di 37.858.680 euro del capitale versato della BCE.

CREDITI DELLE BCN EQUIVALENTI ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE ALLA BCE

La modifica delle ponderazioni assegnate alle BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e il trasferimento da parte della Banka Slovenije di attività di riserva hanno determinato un incremento di questa voce di 259.568.376 euro.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

17 PROCEDURA AUTOMATICA PER I PRESTITI IN TITOLI

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo relativo a una procedura automatica per i prestiti in titoli, nel cui ambito è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli, per conto della Banca, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa BCE. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2006 risultavano in essere operazioni temporanee per un ammontare di 2,2 miliardi di euro, a fronte di 0,9 miliardi nel 2005 (cfr. la sezione Operazioni temporanee nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

18 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Nell'esercizio 2006 la BCE ha fatto ricorso a future su tassi di interesse nel quadro della gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri. Al 31 dicembre 2006 risultavano in essere le seguenti operazioni:

¹⁰ Decisione BCE/2006/30, del 30 dicembre 2006, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Banka Slovenije, GU L 24 del 31.1.2007, pag. 17; Accordo, del 30 dicembre 2006, tra la Banca centrale europea e la Banka Slovenije riguardo alla somma accreditata dalla Banka Slovenije da parte della Banca centrale europea in virtù dell'articolo 30.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, GU C 17 del 25.1.2007, pag. 26.

<i>Future</i> su tassi di interesse in valuta	Valore dei contratti €
Acquisti	9.192.862.566
Vendite	367.444.345

<i>Future</i> su tassi di interesse in euro	Valore dei contratti €
Acquisti	40.000.000
Vendite	147.500.000

19 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

Al 31 dicembre 2006 risultavano in essere attività, per un importo di 207 milioni di euro, e passività, pari a 204 milioni di euro, relative a operazioni di *swap* e a termine in valuta, condotte nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

20 INTERESSI ATTIVI NETTI

INTERESSI ATTIVI SULLE RISERVE UFFICIALI

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera.

	2006 €	2005 €	Variazione €
Interessi sui conti correnti	15.399.229	7.519.063	7.880.166
Reddito sui depositi del mercato monetario	195.694.549	124.214.410	71.480.139
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	201.042.718	153.568.329	47.474.389
Reddito netto su titoli	934.077.489	641.956.243	292.121.246
Interessi attivi netti sulle operazioni a termine e di <i>swap</i> in valuta	3.853.216	0	3.853.216
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	1.350.067.201	927.258.045	422.809.156
Interessi passivi sui conti correnti	(225.549)	(221.697)	(3.852)
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(31.598.416)	(37.562.595)	5.964.179
Interessi passivi netti sulle operazioni a termine e di <i>swap</i> in valuta	0	(64.964)	64.964
Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali	1.318.243.236	889.408.789	428.834.447

Nel 2006 gli interessi attivi sono aumentati notevolmente per effetto dell'incremento dei tassi di interesse sulle attività denominate in dollari statunitensi.

INTERESSI ATTIVI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

La voce include gli interessi attivi relativi alla quota assegnata alla BCE sul totale delle emissioni di banconote in euro. Tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. L'aumento della voce nell'esercizio 2006 riflette da un lato l'incremento generale delle banconote in euro in circolazione, dall'altro gli innalzamenti del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE. Questo reddito viene ripartito tra le BCN secondo le modalità illustrate nella sezione *Banconote in circolazione* delle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Sulla base del risultato economico della BCE stimato per il 2006, il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare alcuna distribuzione di tale reddito.

REMUNERAZIONE DEI CREDITI DELLE BCN RELATIVAMENTE ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE

Tale voce riporta la remunerazione corrisposta alle BCN dell'area dell'euro sui crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

ALTRI INTERESSI ATTIVI E ALTRI INTERESSI PASSIVI

Queste voci comprendono interessi attivi pari a 2,5 miliardi di euro (1,6 miliardi nel 2005) e interessi passivi per un ammontare di 2,4 miliardi di euro (1,5 miliardi nel 2005) sui saldi connessi a transazioni in Target. Sono inoltre inclusi interessi attivi e passivi su altre attività e passività denominate in euro.

21 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili realizzati nel 2006, rivenienti da operazioni finanziarie:

	2006 €	2005 €	Variazione €
Utili/(perdite) netti da negoziazione realizzati su titoli e <i>future</i> su tassi di interesse	(103.679.801)	14.854.774	(118.534.575)
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	579.060.509	134.514.361	444.546.148
Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	475.380.708	149.369.135	326.011.573

22 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2006 €	2005 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(73.609.623)	(97.487.772)	23.878.149
Perdite non realizzate in cambi	(644.857.885)	(6.309)	(644.851.576)
Totale	(718.467.508)	(97.494.081)	(620.973.427)

Le perdite in cambi sono principalmente riconducibili alla svalutazione dello yen, il cui tasso di cambio di fine anno è risultato inferiore al costo medio di acquisizione, a seguito del deprezzamento della valuta giapponese nei confronti dell'euro nel 2006.

23 SPESE NETTE PER PROVVISORI E COMMISSIONI

	2006 €	2005 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	338.198	473.432	(135.234)
Provvigioni e commissioni passive	(884.678)	(655.805)	(228.873)
Spese nette per provvigioni e commissioni	(546.480)	(182.373)	(364.107)

Le rendite relative a questa voce comprendono le sanzioni pecuniarie irrogate agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse alle commissioni su conti correnti e a quelle relative all'esecuzione di *future* su tassi di interesse in valuta estera (cfr. la nota 18, *Future su tassi di interesse*).

24 PROVENTI DA AZIONI E PARTECIPAZIONI

In questa voce sono ora esposti i dividendi ricevuti sulle azioni della BRI (cfr. la nota 6, *Altre attività*) che confluivano in precedenza fra gli "Altri proventi" (853.403 euro nel 2005).

25 ALTRI PROVENTI

La voce comprende principalmente il trasferimento al conto economico di accantonamenti per spese amministrative non utilizzati.

26 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 133,4 milioni di euro (127,4 milioni nel 2005). Le spese per il personale, pari a 1,0 milioni di euro, sostenute in relazione alla costruzione della nuova sede della BCE sono state capitalizzate e sono escluse da questa voce. Nel 2005 non è stata effettuata alcuna capitalizzazione di spese per il personale.

Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono iscritti per un importo complessivo di 2,2 milioni di euro (2,1 milioni nel 2005). Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori, per un periodo successivo al termine del mandato, che nel 2006 ammontavano in totale a 0,3 milioni di euro (0,4 milioni nel 2005). Le pensioni liquidate a precedenti membri del Comitato esecutivo o a persone a carico degli stessi sono state pari a 0,1 milioni di euro nell'esercizio in esame (invariati rispetto al 2005).

Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

La voce include altresì un ammontare di 27,4 milioni di euro (25,6 milioni nel 2005) rilevato in relazione al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. la nota 12, *Altre passività*).

Alla fine del 2006 l'organico della BCE risultava di 1.367 unità equivalenti a tempo pieno con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato (138 in posizioni dirigenziali). Nel corso dell'anno sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio:

	2006	2005
Al 1° gennaio	1.351	1.309
Assunzioni ¹⁾	55	82
Dimissioni/scadenze di contratto ²⁾	39	40
Al 31 dicembre	1.367	1.351
Numero medio di dipendenti	1.360	1.331

1) La voce include anche gli effetti dei passaggi tra contratti a tempo parziale e contratti a tempo pieno.
2) La voce include anche gli effetti dei passaggi tra contratti a tempo pieno e contratti a tempo parziale.

Il numero dei dipendenti al 31 dicembre 2006 include 63 unità equivalenti a tempo pieno (59 nel 2005) in congedo parentale o in aspettativa non retribuita. Inoltre, alla stessa data, la BCE presentava 70 unità equivalenti a tempo pieno (57 nel 2005) con contratto a termine per sostit-

uire il personale in congedo di maternità o parentale oppure in aspettativa non retribuita.

La BCE offre inoltre ai dipendenti delle altre banche centrali del SEBC la possibilità di assumere incarichi a breve termine presso i propri servizi. Al 31 dicembre 2006 partecipavano a questo programma 61 dipendenti (46 nel 2005); i costi connessi sono esposti in questa voce.

27 SPESE DI AMMINISTRAZIONE

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, la formazione e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

28 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali oneri sono derivati da costi connessi al trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le BCN, per far fronte a fluttuazioni impreviste della domanda. Questi costi sono sostenuti a livello centrale dalla BCE.

NOTA SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2006.

REDDITO RIVENIENTE DALLA QUOTA ASSEGNATA ALLA BCE SUL TOTALE DELLE BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Nel 2005, conformemente alla decisione del Consiglio direttivo, il reddito, pari a 868 milioni di euro, derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in circolazione non è stato distribuito al fine di assicurare che la ripartizione complessiva degli utili non eccedesse il profitto netto della BCE per l'esercizio. Analogamente, nel 2006 un ammontare di 1.319 milioni di euro non è stato distribuito. Questi importi corrispondono all'intero reddito maturato in ciascuno dei due esercizi sulla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione.

DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC, il profitto netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

- (a) un importo stabilito dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento del profitto netto, viene trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- (b) il rimanente profitto netto viene distribuito ai detentori di quote del capitale della BCE in proporzione alle quote sul capitale versato.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le BCN conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto¹.

Nell'esercizio 2006 l'alimentazione del fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, per un ammontare di 1.379 milioni di euro, ha comportato la riduzione dell'utile netto a un importo pari esattamente a zero. Pertanto, come nel 2005, non sono stati effettuati né trasferimenti al fondo di riserva generale, né distribuzione di utili alle BCN. Inoltre, non si è reso necessario ripianare perdite.

¹ Conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle BCN viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2006, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2006 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

Traduzione di cortesia a cura della BCE. In caso di discrepanza, fa fede la relazione del revisore esterno della BCE nella versione inglese sottoscritta dalla società KPMG.

Relazione del revisore indipendente

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea
Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2006, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative.

Responsabilità del Comitato esecutivo della Banca centrale europea in materia di bilancio

Il Comitato esecutivo è responsabile della predisposizione del bilancio e della sua corretta presentazione conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nelle decisioni relative al bilancio della Banca centrale europea. Tale responsabilità comporta: l'impostazione, l'attuazione e il mantenimento del controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio, affinché questo sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore; la selezione e l'applicazione di adeguati criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio; la formulazione di stime dei dati di contabilità che siano ragionevoli in relazione alle circostanze.

Responsabilità del revisore

È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio, sulla scorta della revisione da noi effettuata. Abbiamo condotto la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti ad attenerci a dettami etici e a pianificare ed eseguire tale revisione in modo da assicurare con ragionevole certezza che il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo.

La revisione si fonda su procedure che consentono di ottenere riscontri circa gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. La definizione delle procedure dipende dal giudizio del revisore, che tiene conto anche della valutazione del rischio di dichiarazioni inesatte di rilievo nel bilancio, riconducibili a frode o a errore. Nell'effettuare tali valutazioni, il revisore considera il controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio da parte del soggetto dichiarante per impostare procedure di revisione adeguate alle circostanze, ma non allo scopo di esprimere un parere sull'efficacia del controllo interno stesso. La revisione comprende anche una valutazione sull'idoneità dei principi contabili utilizzati e sulla ragionevolezza delle stime effettuate dalla dirigenza, nonché sulla presentazione complessiva dei conti.

Riteniamo che i riscontri ottenuti in sede di revisione forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

Parere

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2006 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nelle decisioni relative al bilancio della Banca centrale europea.

Francoforte sul Meno, 27 febbraio 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2006

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2006	31 DICEMBRE 2005
1 Oro e crediti in oro	176.768	163.881
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	142.288	154.140
2.1 Crediti verso l'FMI	10.658	16.391
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	131.630	137.749
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	23.404	23.693
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	12.292	9.185
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	12.292	9.185
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	450.541	405.966
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	330.453	315.000
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	120.000	90.017
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	88	949
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	0	0
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	11.036	3.636
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	77.614	92.367
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	39.359	40.113
9 Altre attività	216.728	145.635
Totale attivo	1.150.030	1.038.616

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2006	31 DICEMBRE 2005
1 Banconote in circolazione	628.238	565.216
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	174.051	155.535
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	173.482	155.283
2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>)	567	252
2.3 Depositi a tempo determinato	0	0
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	2	0
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	65	207
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	53.374	41.762
5.1 Pubblica amministrazione	45.166	34.189
5.2 Altre passività	8.208	7.573
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	16.614	13.224
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	89	366
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	12.621	8.405
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	12.621	8.405
8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall' FMI	5.582	5.920
10 Altre passività	71.352	67.325
11 Conti di rivalutazione	121.887	119.094
12 Capitale e riserve	66.157	61.562
Totale passivo	1.150.030	1.038.616

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2006 e agli inizi del 2007 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Copie di quest'ultima possono essere richieste all'Ufficio delle pubblicazioni ufficiali delle Comunità europee,

mentre un elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua istituzione e pubblicati nella Gazzetta ufficiale è disponibile nella sezione "Quadro giuridico" del sito Internet della BCE.

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2006/1	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 1° febbraio 2006, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Oesterreichische Nationalbank	GU C 34 del 10.2.2006, pag. 30
BCE/2006/2	Indirizzo della Banca centrale europea, del 3 febbraio 2006, che modifica l'Indirizzo BCE/2005/5 del 17 febbraio 2005 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea e alle procedure di scambio di informazioni statistiche all'interno del Sistema europeo di banche centrali in materia di statistiche sulla finanza pubblica	GU L 40 dell'11.2.2006, pag. 32
BCE/2006/3	Decisione della Banca centrale europea, del 13 marzo 2006, che modifica la Decisione BCE/2002/11 sui conti annuali della Banca centrale europea	GU L 89 del 28.3.2006, pag. 56
BCE/2006/4	Indirizzo della Banca centrale europea, del 7 aprile 2006, sull'erogazione da parte dell'Eurosistema di servizi di gestione delle riserve in euro a banche centrali non appartenenti all'area dell'euro, a paesi non appartenenti all'area dell'euro e a organizzazioni internazionali	GU L 107 del 20.4.2006, pag. 54
BCE/2006/5	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 13 aprile 2006, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banque de France	GU C 98 del 26.4.2006, pag. 25
BCE/2006/6	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 aprile 2006, che modifica l'Indirizzo BCE/2002/7 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore dei conti finanziari trimestrali	GU L 115 del 28.4.2006, pag. 46
BCE/2006/7	Decisione della Banca centrale europea, del 19 maggio 2006, che modifica la Decisione BCE/2001/16 relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002	GU L 148 del 2.6.2006, pag. 56
	Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo della Banca centrale europea	GU C 230 del 23.9.2006, pag. 46

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2006/8	Regolamento della Banca centrale europea, del 14 giugno 2006, sugli obblighi di segnalazione statistica degli uffici dei conti correnti postali che ricevono depositi da residenti nell'area dell'euro diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 184 del 6.7.2006, pag. 12
BCE/2006/9	Indirizzo della Banca centrale europea, del 14 luglio 2006, in merito a taluni preparativi per la sostituzione del contante in euro ed in merito alla consegna anticipata e alla sub-consegna anticipata di banconote e monete in euro al di fuori dell'area dell'euro	GU L 207 del 28.7.2006, pag. 39
BCE/2006/10	Indirizzo della Banca centrale europea, del 24 luglio 2006, relativo al cambio delle banconote successivamente alla irrevocabile fissazione del tasso di cambio legata all'introduzione dell'euro	GU L 215 del 5.8.2006, pag. 44
BCE/2006/11	Indirizzo della Banca centrale europea, del 3 agosto 2006, che modifica l'Indirizzo BCE/2005/16 del 30 dicembre 2005 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target)	GU L 221 del 12.8.2006, pag. 17
BCE/2006/12	Indirizzo della Banca centrale europea, del 31 agosto 2006, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 352 del 13.12.2006, pag. 1
BCE/2006/13	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 6 ottobre 2006, relativa all'adozione di talune misure per una protezione più efficace delle banconote in euro contro la contraffazione	GU C 257 del 25.10.2006, pag. 16
BCE/2006/14	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 9 ottobre 2006, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banka Slovenije	GU C 257 del 25.10.2006, pag. 19
BCE/2006/15	Regolamento (CE) n. 1637/2006 della Banca centrale europea, del 2 novembre 2006, in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Slovenia	GU L 306 del 7.11.2006, pag. 15
BCE/2006/16	Indirizzo della Banca centrale europea, del 10 novembre 2006, relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 1
BCE/2006/17	Decisione della Banca centrale europea, del 10 novembre 2006, sui conti annuali della Banca centrale europea	GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2006/18	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 13 novembre 2006, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni del Banco de España	GU C 283 del 21.11.2006, pag. 16
BCE/2006/19	Decisione della Banca centrale europea, del 24 novembre 2006, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2007	GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 52
BCE/2006/20	Regolamento (CE) n. 4/2007 della Banca centrale europea, del 14 dicembre 2006, che modifica il Regolamento (CE) n. 2423/2001 (BCE/2001/13) relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 2 del 5.1.2007, pag. 3
BCE/2006/21	Decisione della Banca centrale europea, del 15 dicembre 2006, relativa alle quote percentuali detenute dalle banche centrali nazionali nello schema per la sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 1
BCE/2006/22	Decisione della Banca centrale europea, del 15 dicembre 2006, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali partecipanti	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 3
BCE/2006/23	Decisione della Banca centrale europea, del 15 dicembre 2006, che stabilisce le modalità e le condizioni per i trasferimenti tra le banche centrali nazionali delle quote di capitale della Banca centrale europea e per l'adeguamento del capitale versato	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 5
BCE/2006/24	Decisione della Banca centrale europea, del 15 dicembre 2006, che stabilisce le misure necessarie per il contributo al valore complessivo dei mezzi propri della Banca centrale europea e per l'adeguamento dei crediti delle banche centrali nazionali pari alle attività di riserva in valuta conferite	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 9
BCE/2006/25	Decisione della Banca centrale europea, del 15 dicembre 2006, che modifica la Decisione BCE/2001/15 del 6 dicembre 2001 relativa all'emissione delle banconote in euro	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 13
BCE/2006/26	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2006, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali non partecipanti	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 15

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2006/27	Indirizzo della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2006, che modifica l'Indirizzo BCE/2005/5 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea e alle procedure di scambio di informazioni statistiche all'interno del Sistema europeo di banche centrali in materia di statistiche sulla finanza pubblica	GU C 17 del 25.1.2007, pag. 1
BCE/2006/28	Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 dicembre 2006, relativo alla gestione delle attività di riserva in valuta della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali e alla documentazione legale concernente le operazioni aventi per oggetto tali attività	GU C 17 del 25.1.2007 pag. 5
	Protocollo d'intesa che modifica il protocollo d'intesa su un Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo	GU C 10 del 16.1.2007, pag. 6
BCE/2006/29	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 21 dicembre 2006, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni dell'Oesterreichische Nationalbank	GU C 5 del 10.1.2007, pag. 1
BCE/2006/30	Decisione della Banca centrale europea, del 30 dicembre 2006, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Banka Slovenije	GU L 24 del 31.1.2007, pag. 17

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2006 e agli inizi del 2007 in conformità all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e all'articolo 4 dello Statuto del SEBC, all'articolo 112, paragrafo 2,

lettera b, del Trattato e all'articolo 11.2 dello Statuto. L'elenco completo dei pareri adottati dalla BCE dalla sua istituzione è disponibile sul sito Internet della BCE.

(a) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di uno Stato membro¹

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2006/1	Ungheria	Termini e condizioni generali e regole operative delle organizzazioni che svolgono attività di stanze di compensazione
CON/2006/2	Ungheria	Protezione delle banconote e delle monete in fiorini e in euro contro le riproduzioni illegali o irregolari
CON/2006/3	Estonia	Obbligo di riserve minime
CON/2006/4	Cipro	Modifiche dello statuto della Banca centrale di Cipro in preparazione all'adozione dell'euro
CON/2006/5	Lituania	Estensione del campo di applicazione della normativa concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli
CON/2006/6	Finlandia	Poteri in casi di emergenza e competenze del SEBC
CON/2006/7	Ungheria	Termini e condizioni generali e regolamenti interni delle stanze di compensazione per gli istituti di credito
CON/2006/9	Cipro	Modifiche all'assetto normativo del depositario centrale e del registro mobiliare centrale
CON/2006/10	Malta	Quadro giuridico ai fini dell'adozione dell'euro
CON/2006/11	Lettonia	Ampliamento dell'aggregato soggetto a riserva relativo agli obblighi di riserva minima e introduzione di aliquote di riserva differenziate
CON/2006/15	Polonia	Integrazione della vigilanza nel settore bancario, dei mercati finanziari, delle assicurazioni e dei fondi pensione

¹ Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha deciso che i pareri della BCE emessi su richiesta di autorità nazionali sarebbero stati pubblicati, di regola, subito dopo la loro adozione e successiva trasmissione all'autorità richiedente.

² Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2006/16	Lituania	Definizione di un fondamento giuridico per la Lietuvos bankas finalizzato all'adesione al modello di banche centrali corrispondenti
CON/2006/17	Slovenia	Modifiche dello statuto della Banka Slovenije in preparazione all'adozione dell'euro
CON/2006/19	Lettonia	Modifiche allo statuto della Latvijas Banka
CON/2006/20	Paesi Bassi	Vigilanza nel settore finanziario
CON/2006/22	Portogallo	Codificazione di talune leggi sull'emissione, la coniazione, la messa in circolazione e lo scambio di monete
CON/2006/23	Malta	Modifiche allo statuto della Bank Ċentrali ta'Malta/Central Bank of Malta in preparazione all'adozione dell'euro
CON/2006/24	Slovenia	Modifiche alla legge sulle garanzie finanziarie
CON/2006/25	Belgio	Introduzione di un sistema di segnalazione diretta per la bilancia dei pagamenti e le statistiche relative alla posizione patrimoniale sull'estero
CON/2006/26	Lettonia	Modifiche ai requisiti minimi di liquidità
CON/2006/27	Lettonia	Modifica alla Costituzione lettone relativa alla Latvijas Banka
CON/2006/28	Estonia	Ridenominazione del capitale e delle azioni delle società e introduzione di azioni non alla pari derivanti dall'introduzione dell'euro
CON/2006/29	Slovenia	Introduzione dell'euro
CON/2006/30	Svezia	Regolamenti della Sveriges Riksbank sull'acquisto e la restituzione di contante
CON/2006/31	Polonia	Disposizioni che consentono alle banche operanti come società per azioni di essere scisse in linea con il codice delle società
CON/2006/32	Francia	Modifiche allo statuto di Banque de France
CON/2006/33	Cipro	Modifiche allo statuto della Banca centrale di Cipro in preparazione all'adozione dell'euro

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2006/34	Belgio	Ampliamento della lista dei partecipanti diretti ai sistemi di regolamento titoli
CON/2006/37	Cipro	Modifiche al quadro normativo del deposito accentrato e dell'ufficio centrale per le garanzie
CON/2006/38	Grecia	Istituzione di un regime di tutela dei consumatori nel quadro delle funzioni di vigilanza prudenziale della Banca di Grecia, e altre disposizioni collegate
CON/2006/39	Polonia	Modifica nella composizione della Commissione di vigilanza bancaria
CON/2006/40	Belgio	Modifica dello statuto della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique riguardante il pignoramento dei crediti a garanzia delle proprie operazioni di credito
CON/2006/41	Slovenia	Riserve minime
CON/2006/42	Cipro	Modalità e condizioni di affiliazione delle banche di credito cooperativo ad un organismo centrale
CON/2006/43	Slovenia	Base giuridica per la sostituzione del contante in euro e per la consegna e sub-consegna anticipata dell'euro
CON/2006/44	Italia	Revisione generale dello statuto della Banca d'Italia
CON/2006/45	Repubblica Ceca	Riproduzione di banconote, monete e altri simboli monetari nella Repubblica Ceca
CON/2006/46	Ungheria	Progetto di disposizioni legislative ungheresi riguardanti le operazioni e i servizi di pagamento e gli strumenti di pagamento elettronico
CON/2006/47	Repubblica Ceca	Taluni compiti della Česká národní banka in materia di tutela dei consumatori
CON/2006/48	Slovenia	Revisione generale della legge bancaria
CON/2006/49	Lettonia	Strumenti di politica monetaria
CON/2006/50	Cipro	Modifiche allo statuto della Banca centrale di Cipro in preparazione all'adozione dell'euro
CON/2006/51	Italia	Allocazione di poteri tra autorità di vigilanza

Numero²	Richiedente	Argomento
CON/2006/52	Lettonia	Sistema di regolamento titoli della Latvijas Banka
CON/2006/53	Polonia	Vigilanza sugli operatori dei sistemi di compensazione e regolamento
CON/2006/54	Paesi Bassi	Incorporazione di nuovi principi di governo societario nello statuto della De Nederlandsche Bank
CON/2006/55	Ungheria	Adeguamento dello statuto della Magyar Nemzeti Bank al diritto comunitario
CON/2006/56	Lussemburgo	Mercati negli strumenti finanziari
CON/2006/58	Malta	Modifiche allo statuto della Central Bank of Malta in preparazione all'adozione dell'euro
CON/2006/59	Estonia	Obbligo di riserva minima
CON/2006/61	Portogallo	Autenticazione delle monete metalliche in euro e trattamento di quelle che non sono idonee ad essere rimesse in circolazione
CON/2006/62	Portogallo	Istituzione di un quadro per l'individuazione dei falsi e la selezione delle banconote idonee alla circolazione
CON/2007/01	Cipro	Quadro legale per l'adozione dell'euro e per una regolare transizione all'euro
CON/2007/02	Ungheria	Introduzione di un sistema di segnalazione diretta per le statistiche sulla bilancia dei pagamenti
CON/2007/03	Irlanda	Titoli garantiti da attività

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di una istituzione europea³

Numero ⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2006/8	Consiglio UE	Abrogazione della legislazione obsoleta relativa al Sistema monetario europeo	GU C 49 del 28.2.2006, pag. 35
CON/2006/12	Consiglio UE	Revisione del programma di trasmissione dei dati di contabilità nazionale SEC 95	GU C 55 del 7.3.2006, pag. 61
CON/2006/13	Consiglio UE	Copertura temporale della rilevazione dei prezzi nell'indice dei prezzi al consumo armonizzato	GU C 55 del 7.3.2006, pag. 63
CON/2006/14	Consiglio UE	Nomina di uno dei membri del Comitato esecutivo della BCE	GU C 58 del 10.3.2006, pag. 12
CON/2006/18	Consiglio UE	Modifica di rilievo riguardante la classificazione statistica comune di attività economiche all'interno della Comunità (NACE)	GU C 79 dell'1.4.2006, pag. 31
CON/2006/21	Consiglio UE	Servizi di pagamento nel mercato interno	GU C 109 del 9.5.2006, pag. 10
CON/2006/35	Consiglio UE	Modifica ed estensione del programma di azione in materia di scambi, assistenza e formazione per la protezione dell'euro contro la contraffazione monetaria (programma "Pericle")	GU C 163 del 14.7.2006, pag. 7
CON/2006/36	Consiglio UE	Conversione tra l'euro e il tolar sloveno e altre misure necessarie per l'introduzione dell'euro in Slovenia	GU C 163 del 14.7.2006, pag. 10
CON/2006/57	Consiglio UE	Progetto di direttiva della Commissione recante modalità di esecuzione della Direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) per quanto riguarda il chiarimento di talune definizioni	GU C 31 del 13.2.2007, pag. 1

³ Pubblicati anche sul sito Internet della BCE.

⁴ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2006/60	Consiglio UE	Proposta di direttiva che modifica talune direttive comunitarie per quanto riguarda le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario	GU C 27 del 7.2.2007, pag. 1
CON/2007/04	Consiglio UE	Introduzione di una nuova procedura di comitatologia nell'ambito di otto direttive rientranti nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari	GU C 39 del 23.2.2007, pag. 1

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA¹

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 giugno 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005, cfr. rispettivamente le pagine 181-185 del Rapporto annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto annuale 2002 della BCE, le pagine 229-230 del Rapporto annuale 2003 della BCE, la pagina 227 del Rapporto annuale 2004 della BCE e la pagina 225 del Rapporto annuale 2005 della BCE.

operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, per-

tanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2006

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2006 e febbraio 2007. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.int.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla Banca centrale europea e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2005, aprile 2006.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2006.

Rapporto sulla convergenza dicembre 2006.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

La prevedibilità della politica monetaria della BCE, gennaio 2006.

Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy, gennaio 2006.

Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, febbraio 2006.

Politiche di bilancio e mercati finanziari, febbraio 2006.

L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità, aprile 2006.

La gestione di portafoglio presso la BCE, aprile 2006.

Regimi monetari e di cambio tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori, aprile 2006.

Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea, maggio 2006.

La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema, maggio 2006.

L'emissione azionaria nell'area dell'euro, maggio 2006.

Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro, luglio 2006.

Competitività ed esportazioni dell'area dell'euro, luglio 2006.

La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti, agosto 2006.

L'evoluzione dei sistemi di pagamento di importo rilevante nell'area dell'euro, agosto 2006.

Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsioni e conseguenze, ottobre 2006.

Conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro, ottobre 2006.

"Attivismo" della politica monetaria, novembre 2006.

Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale, novembre 2006.

L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve, novembre 2006.

L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro, gennaio 2007.

Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio, gennaio 2007.

L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva, gennaio 2007.

Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro, febbraio 2007.

Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie, febbraio 2007.

Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE, febbraio 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.
- 2 *The application of multilingualism in the European Union context*, di P. Athanasiou, marzo 2006.
- 3 *National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview*, di J. Garcia-Andrade e P. Athanasiou, ottobre 2006.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una task force del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.
- 44 *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, a cura di una task force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, aprile 2006.
- 45 *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, maggio 2006.
- 46 *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, di F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, giugno 2006.
- 47 *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, di R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, giugno 2006.
- 48 *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, a cura della Task Force sull'allargamento del Comitato per le Relazioni Internazionali, luglio 2006.
- 49 *Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem*, di U. Bindseil e F. Papadia, agosto 2006.
- 50 *Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market*, di M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes e A. Persaud, agosto 2006.
- 51 *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, di A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, agosto 2006.
- 52 *Cross-border labour mobility within an enlarged EU*, di F.F. Heinz e M. Ward-Warmedinger, ottobre 2006.
- 53 *Labour productivity developments in the euro area*, di R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, ottobre 2006.
- 54 *Quantitative quality indicators for statistics – An application to euro area balance of payment statistics*, di V. Damia e C. Picón Aguilar, novembre 2006.

WORKING PAPERS SERIES

- 699 *The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data*, di E. Gautier, dicembre 2006.
- 700 *Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?*, di C. De Mol, D. Giannone e L. Reichlin, dicembre 2006.
- 701 *Is there a single frontier in a single European banking market?*, di J. W. B. Bos e H. Schmiedel, dicembre 2006.

- 702 *Comparing financial systems: a structural analysis*, di S. Champonnois, dicembre 2006.
- 703 *Co-movements in volatility in the euro money market*, di N. Cassola e C. Morana, dicembre 2006.
- 704 *Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach*, di B. E. Jones e L. Stracca, dicembre 2006.
- 705 *What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions*, di L. Dedola e S. Neri, dicembre 2006.
- 706 *What drives investors' behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis*, di O. Castrén, C. Osbat e M. Sydow, dicembre 2006.
- 707 *Ramsey monetary policy with labour market frictions*, di E. Faia, gennaio 2007.
- 708 *Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting*, di I. Vansteenkiste, gennaio 2007.
- 709 *Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment*, di P. Levine, P. McAdam e J. Pearlman, gennaio 2007.
- 710 *Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories*, di J. Tapking, gennaio 2007.
- 711 *What 'hides' behind sovereign debt ratings?*, di A. Afonso, P. Gomes e P. Rother, gennaio 2007.
- 712 *Opening the black box: structural factor models with large cross-sections*, di M. Forni, D. Giannone, M. Lippi e L. Reichlin, gennaio 2007.
- 713 *Balance of payment crises in emerging markets: how early were the 'early' warning signals?*, di M. Bussière, gennaio 2007.
- 714 *The dynamics of bank spreads and financial structure*, di R. Gropp, C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger, gennaio 2007.
- 715 *Emerging Asia's growth and integration: how autonomous are business cycles?*, di R. Ruffer, M. Sánchez e J.-G. Shen, gennaio 2007.
- 716 *Adjusting to the euro*, di G. Fagan e V. Gaspar, gennaio 2007.
- 717 *Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?*, di S. Sauer, gennaio 2007.
- 718 *Drift and breaks in labour productivity*, di L. Benati, gennaio 2007.
- 719 *US imbalances: the role of technology and policy*, di R. Bems, L. Dedola e F. Smets, gennaio 2007.
- 720 *Real price wage rigidities in a model with matching frictions*, di K. Kuester, febbraio 2007.
- 721 *Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?*, di R. Mestre, febbraio 2007.
- 722 *Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach*, di F. Smets e R. Wouters, febbraio 2007.
- 723 *Asset allocation by penalised least squares*, di S. Manganelli, febbraio 2007.
- 724 *The transmission of emerging market shocks to global equity markets*, di L. Cuadro Sàez, M. Fratzscher e C. Thimann, febbraio 2007.
- 725 *Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area*, di C. Altavilla e M. Ciccarelli, febbraio 2007.
- 726 *Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions*, di M. Andersson, febbraio 2007.
- 727 *Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data*, di P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini e H. Stahl, febbraio 2007.
- 728 *Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data*, di S. Kurri, febbraio 2007.

- 729 *Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?*, di F. Altissimo, B. Mojon e P. Zaffaroni, febbraio 2007.
- 730 *What drives business cycles and international trade in emerging market economies?*, di M. Sánchez, febbraio 2007.
- 731 *International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: A GVAR analysis of the US manufacturing sector*, di P. Hiebert e I. Vansteenkiste, febbraio 2007.
- 732 *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, di R. Adalid e C. Detken, febbraio 2007.
- 733 *Mortgage interest rate dispersion in the euro area*, di C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger, febbraio 2007.
- 734 *Inflation risk premia in the term structure of interest rates*, di P. Hördahl, e O. Tristani, febbraio 2007.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables*, gennaio 2006 (disponibile solo online).
- Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the framework for banknote recycling*, gennaio 2006 (disponibile solo online).
- Euro Money Market Survey 2005*, gennaio 2006.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, febbraio 2006.
- Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)*, febbraio 2006 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).
- Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet*, febbraio 2006 (disponibile online).
- Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment*, febbraio 2006 (disponibile solo online).
- National implementation of Regulation ECB/2001/13*, febbraio 2006 (disponibile solo online).
- Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)*, marzo 2006.
- Le statistiche della BCE: presentazione generale*, aprile 2006.
- TARGET Annual Report 2005*, maggio 2006.
- Financial Stability Review*, giugno 2006.
- Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)*, giugno 2006 (disponibile solo online).
- Communication on TARGET2*, luglio 2006 (disponibile solo online).
- Government Finance Statistics Guide*, agosto 2006.
- Implementation of the Banknote Recycling Framework*, agosto 2006.
- L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.
- Differences in MFI interest rates across euro area countries*, settembre 2006.
- Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2006.
- Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*, ottobre 2006 (disponibile solo online).
- EU banking structures*, ottobre 2006.
- EU banking sector stability*, novembre 2006.
- The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics*, novembre 2006.
- Third progress report on TARGET2*, novembre 2006 (disponibile solo online).

The Eurosystem's view of a 'SEPA for cards', novembre 2006 (disponibile solo online).
Financial Stability Review, dicembre 2006.
The European Central Bank – History, role and functions, seconda edizione rivista, dicembre 2006.
Assessment of accounting standards from a financial stability perspective, dicembre 2006 (disponibile solo online).
Research Bulletin No. 5, dicembre 2006.
Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries, dicembre 2006.
Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data (Blue Book), dicembre 2006.
Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework, dicembre 2006 (disponibile solo online).
Correspondent central banking model (CCBM) – Procedure for Eurosystem counterparties, dicembre 2006 (disponibile solo online).
Government Finance Statistics Guide, gennaio 2007.
Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, gennaio 2007.
Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament, gennaio 2007.
Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, febbraio 2007.
List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2007 (disponibile solo online).
Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics, febbraio 2007.
Euro Money Market Study 2006, febbraio 2007 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, febbraio 2007.

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, maggio 2006.
TARGET2 – Securities brochure, settembre 2006.
The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, novembre 2006.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene una selezione di termini utilizzati nel Rapporto annuale. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE.

Altri intermediari finanziari (AIF) [other financial intermediaries (OFI)]: società o quasi-società, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel prestare servizi di intermediazione finanziaria mediante l'assunzione di passività, in forme diverse dalla moneta, dai depositi e/o loro sostituti assimilabili, da unità istituzionali diverse dalle IFM, in particolare quelle primariamente impegnate nel finanziamento a lungo termine, quali società di *leasing* finanziario, società detentrici di titoli derivanti da cartolarizzazioni, *holding* finanziarie, intermediari in titoli e strumenti derivati (se per proprio conto), società che forniscono capitali di ventura e di sviluppo.

Amministrazioni centrali [central government]: le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, escluse quelle regionali e locali (cfr. anche voce seguente).

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Analisi economica [economic analysis]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi, dal punto di vista dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si presta la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

Analisi monetaria [monetary analysis]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio e lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

Area dell'euro [euro area]: area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come valuta comune conformemente al **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Finlandia.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle **IFM dell'area dell'euro** (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, **operazioni pronti contro termine**, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e **titoli di debito** emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni e altre partecipazioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Banca centrale europea (BCE) [*European Central Bank (ECB)*]: la BCE, investita di personalità giuridica ai sensi del **Trattato** (articolo 107, paragrafo 2), si trova al centro dell'**Eurosistema** e del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**. Essa assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano assolti mediante le proprie attività o per il tramite delle BCN, conformemente allo Statuto del SEBC. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo**, nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Vengono prese in considerazione le transazioni riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie nei confronti del resto del mondo, nonché quelle classificate come trasferimenti (ad esempio la cancellazione del debito).

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle **IFM** al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

Coefficiente di riserva [*reserve ratio*]: rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Comitato economico e finanziario (CEF) [*Economic and Financial Committee (EFC)*]: organo consultivo comunitario che contribuisce alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin** e della Commissione europea. Tra i suoi compiti figura l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità, nonché la sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [*Executive Board*]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che hanno adottato l'euro.

Consiglio direttivo [*Governing Council*]: organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro.

Consiglio Ecofin [*ECOFIN Council*]: denominazione del Consiglio dell'UE riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le BCN del **Sistema europeo di banche centrali**.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty]: entità che si interpone tra le **controparti** degli scambi e funge da unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e da unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti.

Costo del finanziamento esterno delle società non finanziarie (in termini reali) [cost of the external financing of non-financial corporations (real)]: costo sostenuto dalle società non finanziarie nel ricorrere al finanziamento esterno. Per quanto riguarda le società dell'**area dell'euro**, è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari, dei **titoli di debito** e delle azioni e altre partecipazioni, ponderati con le rispettive consistenze (corrette per gli effetti di valutazione) e deflazionati con le aspettative di inflazione.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle **IFM** concessi ai residenti nell'**area dell'euro** diversi dalle IFM (compresi le **amministrazioni pubbliche** e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e **titoli di debito**) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi *overnight* presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Derivato di credito [credit derivative]: strumento finanziario che isola il rischio di credito insito in una transazione finanziaria sottostante, rendendo possibile determinarne il prezzo e negoziarlo separatamente.

Ente creditizio [credit institution]: a) impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure b) impresa o qualsiasi persona giuridica, diversa da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Eurosistema [Eurosystem]: il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Comprende la **Banca centrale europea** e le BCN degli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro.

Garanzia [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di **operazioni pronti contro termine** (in entrambi i casi, ad esempio, dagli **enti creditizi** alle banche centrali).

Governance interna [corporate governance]: insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercitano la direzione e il controllo su un'organizzazione. La struttura di *governance* interna specifica la distribuzione di diritti e competenze fra i vari partecipanti (consiglio di amministrazione, dirigenti, azionisti e altri soggetti) e stabilisce le regole e procedure per il processo decisionale.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions): istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'**area dell'euro**. Includono l'**Eurosistema**, gli **enti creditizi** residenti (come definiti dal diritto comunitario) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nell'accettare depositi e/o loro sostituti assimilabili da soggetti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP): indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'**area dell'euro** in titoli emessi dai non residenti ("attività") e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli rappresentativi di capitale di rischio e i **titoli di debito** (obbligazioni e *note*, strumenti di **mercato monetario**) al netto degli importi iscritti fra gli **investimenti diretti** o le attività di riserva.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto).

Istituto monetario europeo (IME) [European Monetary Institute (EMI): organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della **Banca centrale europea** il 1° giugno 1998.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali** (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende **M1**, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali**.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di **M2** più gli strumenti negoziabili, in particolare le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni emessi dalle **IFM**.

Margine operativo lordo [*gross operating surplus*]: risultato positivo (o negativo) del valore della produzione dedotti i costi per consumi intermedi, remunerazione del fattore lavoro e imposte al netto dei contributi alla produzione, ma al lordo degli esborsi e degli introiti connessi al prestito/affitto o alla proprietà di attività finanziarie e attività non prodotte.

Mercato azionario [*equity market*]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati i titoli azionari e i diritti ad essi collegati.

Mercato monetario [*money market*]: mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

Mercato obbligazionario [*bond market*]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati **titoli di debito** a più lungo termine.

Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'**area dell'euro** e gli altri Stati membri dell'UE.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, **operazioni di regolazione puntuale** e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'Eurosistema per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le transazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le transazioni definitive, le **operazioni di swap in valuta** e la raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione di regolazione puntuale [*fine-tuning operation*]: **operazione di mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato. Questa categoria di operazioni non ha frequenza né scadenza standardizzata.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di **operazione attivabile su iniziativa delle controparti** messo a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso cui le **controparti** possono ottenere dalle BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione di swap in valuta [*foreign exchange swap*]: operazione contestuale di acquisto/vendita a pronti e vendita/acquisto a termine di una valuta contro un'altra.

Operazione pronti contro termine [*repurchase agreement*]: contratto in base al quale viene venduta/acquistata un'attività e, contestualmente, il venditore/acquirente assume il diritto e l'obbligo di riacquistarla/rivenderla a un prezzo prestabilito in una data successiva o a richiesta. Tale strumento è simile per certi aspetti ai prestiti garantiti, con la differenza che in questi ultimi la proprietà dei titoli rimane in capo al debitore.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista/vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti [*standing facility*]: operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Euro-sistema** ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

Opzione [*option*]: strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio).

Paesi candidati [*candidate countries*]: paesi la cui domanda di adesione all'Unione europea è stata accettata. I negoziati per l'adesione di Croazia e Turchia sono stati avviati il 3 ottobre 2005, quelli con l'ex Repubblica iugoslava di Macedonia devono ancora iniziare.

Passività finanziarie a più lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, **titoli di debito** emessi dalle **IFM dell'area dell'euro** con scadenza originaria superiore a due anni, nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Passività soggette a riserva [*reserve base*]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

Patto di stabilità e crescita [*Stability and Growth Pact*]: è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**, al fine di rafforzare i presupposti per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita vigorosa e sostenibile in grado di favorire la creazione di posti di lavoro. A tal fine, il Patto prevede che gli Stati membri specificino obiettivi di bilancio a medio termine. Contiene, inoltre, precisazioni concrete in merito alla **procedura per i disavanzi eccessivi**. Gli atti che lo compongono sono la risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e crescita adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997 e i due seguenti regolamenti del Consiglio: 1) Regolamento (CE) n. 1466/97, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, modificato dal Regolamento (CE) 1055/2005 del 27 giugno 2005; 2) Regolamento (CE) n. 1467/97, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, modificato dal Regolamento (CE) 1056/2005 del 27 giugno 2005. Il Patto è integrato dalla relazione del Consiglio Ecofin intitolata *Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, approvata dal Consiglio europeo di Bruxelles del

22-23 marzo 2005, nonché dal nuovo codice di condotta sulle specifiche riguardanti l'attuazione del Patto di stabilità e crescita e sulle linee direttrici concernenti la presentazione e il contenuto dei programmi di stabilità e convergenza, approvato dal Consiglio Ecofin l'11 ottobre 2005.

Periodo di mantenimento [*maintenance period*]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **Banca centrale europea** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Portafoglio benchmark [*benchmark portfolio*]: nel contesto degli investimenti finanziari, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il portafoglio *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Procedura per i disavanzi eccessivi [*excessive deficit procedure*]: il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 104 e come specificato nel Protocollo n. 20 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'UE di mantenere la disciplina di bilancio; esso definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si riscontrino che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, modificato dal Regolamento (CE) n. 1056/2005 del 27 giugno 2005, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che costituisce parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

Proiezioni [*projections*]: risultato dell'esercizio condotto quattro volte all'anno sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'**Eurosistema** sono pubblicate in giugno e dicembre, mentre quelle degli esperti della **Banca centrale europea (BCE)** sono diffuse in marzo e settembre. Costituiscono parte integrante dell'**analisi economica**, uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, e pertanto rientrano fra i diversi elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** effettuata dal **Consiglio direttivo**.

Quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia [*Eurosystem credit assessment framework (ECAF)*]: quadro di riferimento che definisce procedure, regole e tecniche atte a garantire che tutte le attività idonee soddisfino gli stringenti criteri formulati dall'**Eurosistema** in materia di qualità creditizia.

Redditività delle imprese [*corporate profitability*]: misura della performance delle imprese determinata principalmente in relazione alle vendite, alle attività o alle azioni e altre partecipazioni. Esistono diversi rapporti di redditività basati sui bilanci societari, quali il rapporto fra utile operativo (vendite meno costi operativi) e vendite, quello fra utile netto (utile operativo e non operativo al netto di imposte, ammortamenti e voci straordinarie) e vendite, il rendimento delle attività (che pone in relazione l'utile netto e il totale delle attività) e il rendimento netto del capitale

(che mette in relazione l'utile netto e il patrimonio). A livello macroeconomico, si ricorre spesso al **marginale operativo lordo** quale misura di redditività, sulla base della contabilità nazionale, ad esempio in rapporto al PIL o al valore aggiunto.

Reddito monetario [monetary income]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività accantonate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [credit risk]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per il suo intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.

Rischio di liquidità [liquidity risk]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per il suo intero valore al momento della scadenza, ma soltanto a una data successiva non determinata.

Rischio di mercato [market risk]: rischio di diminuzione del valore di un investimento a causa di movimenti dei prezzi di mercato. Si ritiene comunemente che esistano quattro tipi di rischio di mercato: il rischio azionario, il rischio di tasso di interesse, il rischio di cambio e il rischio di prezzo delle materie prime.

Rischio di regolamento [settlement risk]: termine generico indicante il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto. Può comprendere sia il **rischio di credito** sia il **rischio di liquidità**.

Rischio sistemico [systemic risk]: rischio che l'incapacità di un'istituzione finanziaria di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuta impedisca ad altre istituzioni di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza potrebbe generare significativi problemi di credito o liquidità e, conseguentemente, mettere a rischio la stabilità dei mercati o la fiducia nei loro confronti.

Riserva obbligatoria [reserve requirement]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema**. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un **periodo di mantenimento**.

Saldo primario [primary balance]: saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [central securities depository (CSD)]: ente preposto al deposito e alla gestione dei titoli, che consente di effettuare il trasferimento mediante scritturazione contabile. I titoli possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) oppure dematerializzata (ossia esistono solo come scritturazioni elettroniche). In aggiunta alla custodia e all'amministrazione dei titoli, un SDA può anche svolgere funzioni di compensazione e regolamento.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [securities settlement system (SSS)]: sistema che consente la detenzione e il trasferimento di titoli gratuitamente o dietro pagamento (consegna contro pagamento) ovvero a fronte di un'altra attività (consegna contro consegna).

Include tutti i dispositivi tecnici e istituzionali necessari per il regolamento delle transazioni in titoli e la custodia di questi ultimi. Il sistema può operare su base lorda, in tempo reale e non, oppure su base netta. Un sistema di regolamento permette il calcolo (*clearing*) delle obbligazioni dei partecipanti.

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [*real-time gross settlement system (RTGS)*]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (vale a dire senza compensazione) in tempo reale, ossia in modo continuativo; cfr. **Target**.

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*]: sistema complessivo e integrato di conti macroeconomici basato su un insieme di concetti, definizioni e classificazioni di natura statistica e norme contabili concordati a livello internazionale, finalizzato a una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente comunitario del System of National Accounts 1993 (SNA 93).

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]: è costituito dalla **Banca centrale europea** e dalle banche centrali nazionali dei 27 Stati membri dell'UE; comprende pertanto, oltre all'**Eurosistema**, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della Banca centrale europea nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale della BCE.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

Stabilità finanziaria [*financial stability*]: condizione per cui il sistema finanziario – comprendente intermediari, mercati e infrastrutture di mercato – è in grado di resistere agli shock e alla brusca correzione degli squilibri finanziari, riducendo così la probabilità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da pregiudicare in misura significativa l'allocazione dei risparmi verso opportunità di investimento redditizie.

Strategia di Lisbona [*Lisbon strategy*]: programma complessivo di riforme strutturali tese a fare dell'UE "l'economia basata sulla conoscenza più dinamica e più competitiva al mondo". È stata varata dal Consiglio europeo di Lisbona nel 2000.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [*TARGET (Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)*]: sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) per l'euro. È un sistema decentrato costituito da diciassette sistemi RTGS nazionali, dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism*, EPM) e dal meccanismo di *interlinking*.

Target2: nuova generazione del sistema **Target** nel cui ambito l'infrastruttura tecnica attualmente decentrata sarà sostituita da una piattaforma unica condivisa che offrirà un servizio armonizzato con uno schema tariffario uniforme.

Tasso di cambio effettivo (TCE) dell'euro (nominale/reale) [*effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)*]: media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute di importanti partner commerciali dell'**area dell'euro**. La **Banca centrale europea** pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-24 (comprendente i 14 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 fra i principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-44 (composto dal TCE-24 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Il TCE reale si ottiene dal TCE nominale corretto per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; misura, pertanto, la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: tassi di interesse praticati dagli **enti creditizi** e dalle altre **IFM** residenti, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, su depositi in euro e prestiti in euro nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'**area dell'euro**.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo** che riflettono l'orientamento di politica monetaria della **Banca centrale europea**. Attualmente comprendono il **tasso minimo di offerta** sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile delle **operazioni di rifinanziamento principali**. È uno dei **tassi di interesse di riferimento della BCE** che riflettono l'orientamento di politica monetaria.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito a lungo termine hanno scadenza originaria superiore a un anno.

Trattamento interamente automatizzato [*straight-through processing (STP)*]: trattamento automatizzato, dall'ordinante al beneficiario, dei trasferimenti per pagamenti o transazioni, che include il perfezionamento automatico di generazione, conferma, compensazione e regolamento delle istruzioni.

Trattato [*Treaty*]: il termine si riferisce al Trattato che istituisce la Comunità europea ("Trattato di Roma"), il cui testo è stato sottoposto, nel tempo, a diversi emendamenti; in particolare, il Trattato sull'Unione europea ("Trattato di Maastricht"), contenente lo Statuto del **SEBC**, ha gettato le basi dell'**Unione economica e monetaria**.

Unione economica e monetaria (UEM) [*Economic and Monetary Union (EMU)*]: processo articolato in tre fasi, ai sensi del **Trattato**, che ha condotto all'adozione dell'euro quale moneta comune e all'attuazione della politica monetaria unica nell'**area dell'euro**, nonché al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell'UE. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e

l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante, avvenuta il 1° gennaio 2002, ha completato la realizzazione dell'UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4^{1/2} per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: volatilità attesa, ossia deviazione standard, dei tassi di variazione del prezzo di un'attività (ad esempio un'azione o un'obbligazione). Può essere ricavata da un insieme di elementi, ossia dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle rispettive opzioni nonché da un tasso di rendimento privo di rischio, sulla base di un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, ad esempio quello di Black-Scholes.

ISSN 1561453-0



9 771561 453000