



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

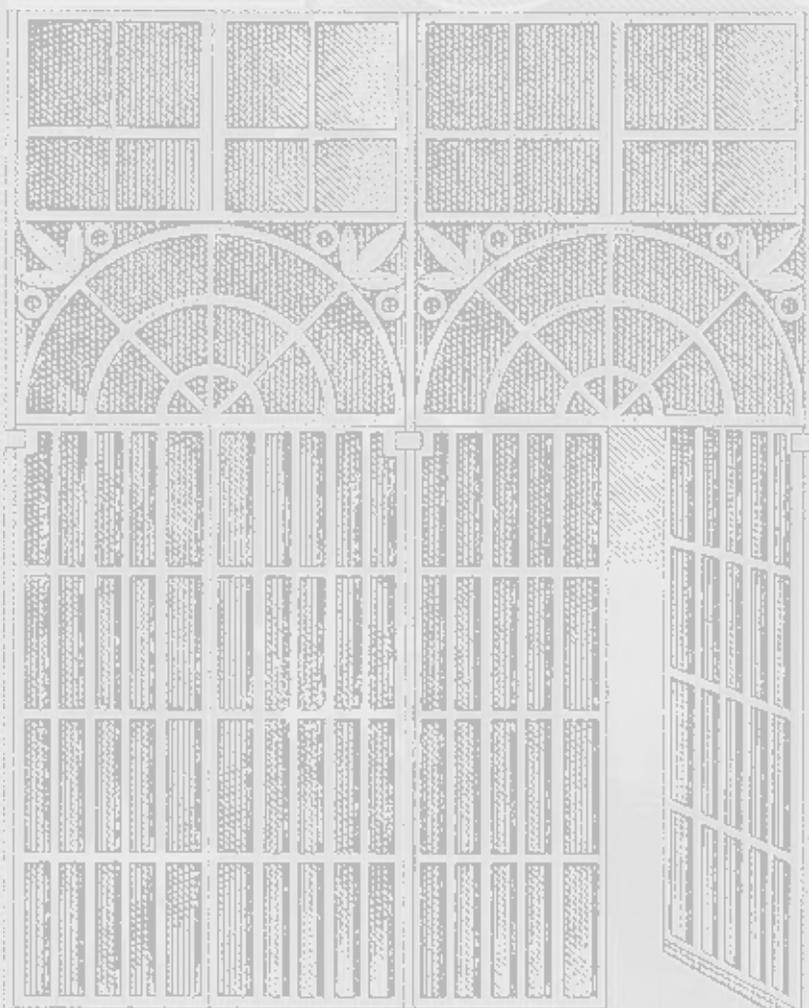
2008

2008

2008

RAPPORTO ANNUALE
2008

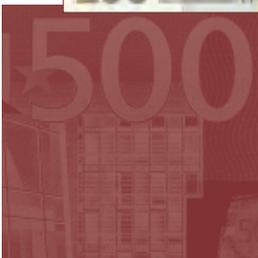
2008





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2008

Nel 2009 tutte le pubblicazioni della BCE saranno caratterizzate da un motivo tratto dalla banconota da 200 euro.

© Banca Centrale Europea, 2009

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.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

Tutti i diritti riservati.

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

Fotografie:

Claudio Hils

Martin Joppen

I dati contenuti in questo Rapporto sono
aggiornati al 27 Febbraio 2009.

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	9	3.3 La produzione e l'emissione di banconote	135
CAPITOLO 1		LE STATISTICHE	137
L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA	4	4.1 Statistiche nuove o più esaustive	137
1 DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	18	4.2 Altri sviluppi in ambito statistico	138
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI	25	4.3 Il programma di lavoro a medio termine per la funzione statistica della BCE (2009-2012)	140
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	25	5 LA RICERCA ECONOMICA	141
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	30	5.1 Le priorità della ricerca e i risultati conseguiti	141
2.3 Prezzi e costi	60	5.2 Divulgazione della ricerca: pubblicazioni e conferenze	142
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	69	6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	144
2.5 La finanza pubblica	78	6.1 Il rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato	144
2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	88	6.2 Funzioni consultive	144
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	96	6.3 La gestione delle operazioni di indebitamento e prestito per conto della Comunità europea	149
		6.4 Servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	149
CAPITOLO 2		CAPITOLO 3	
LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE		L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA NELL'AREA DELL'EURO	
1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI IN CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	110	1 ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI IN SLOVACCHIA	152
1.1 Le operazioni di politica monetaria	110	2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NELL'EUROSISTEMA	156
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi	122	3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NELL'EUROSISTEMA	157
1.3 Le attività di investimento	123	3.1 Le operazioni di politica monetaria	157
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	126	3.2 Il contributo al capitale, alle riserve e alle attività di riserva della BCE	157
2.1 Il sistema Target	126	4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN SLOVACCHIA	159
2.2 Target2-Securities	128		
2.3 Le procedure di regolamento per le garanzie	130		
3 LE BANCONOTE E LE MONETE	132		
3.1 La circolazione e la gestione delle banconote e delle monete	132		
3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	133		

CAPITOLO 4		CAPITOLO 6	
LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE		LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO	
I LA STABILITÀ FINANZIARIA	164	I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO	200
1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	164		
1.2 Gli accordi in materia di stabilità finanziaria	166	2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO	201
2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	169		
2.1 Aspetti generali	169	CAPITOLO 7	
2.2 Il settore bancario	170	L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA	
2.3 Il settore dei valori mobiliari	171	I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	206
3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	173	2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	207
4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO	178	CAPITOLO 8	
4.1 I sistemi di pagamento di importo rilevante e i fornitori di servizi di infrastruttura	178	L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO	
4.2 I sistemi e gli strumenti di pagamento al dettaglio	181	I GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE	212
4.3 La compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli e in strumenti derivati	182	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	212
4.4 Altre attività	184	1.2 Il Consiglio direttivo	213
		1.3 Il Comitato esecutivo	216
		1.4 Il Consiglio generale	218
		1.5 I Comitati dell'Eurosistema/ SEBC, il Comitato per il bilancio preventivo, la Conferenza per le risorse umane e lo <i>Steering Committee</i> per l'informatica dell'Eurosistema	219
CAPITOLO 5		1.6 La <i>governance</i> interna	220
LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI		2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	223
I LE TEMATICHE EUROPEE	188	2.1 Le risorse umane	223
1.1 Le tematiche relative alle politiche economiche	188	2.2 La Conferenza per le risorse umane	225
1.2 Le problematiche istituzionali	191	2.3 La nuova sede della BCE	225
1.3 Gli andamenti nei paesi candidati all'adesione all'UE e le relazioni con gli stessi	192	2.4 L'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema	226
2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	193	3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC	227
2.1 I principali sviluppi nel sistema monetario e finanziario internazionale	193		
2.2 La cooperazione con i paesi al di fuori dell'UE	196		

4 IL BILANCIO DELLA BCE	228	Figura D Attività degli istituti di credito e prestiti al settore privato	33
Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2008	229	2 Andamenti del mercato monetario dell'area dell'euro nel contesto della turbolenza finanziaria	35
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2008	232	Figura A Tassi di interesse della BCE e il tasso di interesse <i>overnight</i>	36
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2008	234	Figura B Volatilità implicita derivata dalle opzioni sui contratti <i>future</i> sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2009	38
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	235	3 Volatilità e liquidità nei mercati azionari e dei titoli di Stato	48
Note allo stato patrimoniale	240	Figura A Volatilità effettiva dei rendimenti settimanali di titoli azionari e obbligazionari	49
Note al conto economico	253	Figura B Correlazione fra i rendimenti settimanali dei titoli azionari e obbligazionari	49
Relazione del revisore indipendente	259	Figura C Volumi degli scambi di contratti <i>future</i> su titoli del Tesoro	51
Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	261	Figura D Volume degli scambi nei mercati azionari	51
5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2008	262	4 I prezzi delle materie prime e l'inflazione armonizzata	61
ALLEGATI		Figura A Prezzi delle materie prime	62
STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	266	Figura B Inflazione misurata sullo IAPC	62
PARERI ADOTTATI DALLA BCE	270	Figura C Componenti dell'inflazione dei servizi misurata sullo IAPC	63
CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	278	Figura D Aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini e il tasso di inflazione di pareggio	63
SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN EURO	281	5 Evoluzione del mercato del lavoro dell'area dell'euro nel 2008	75
DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008	290	Figura A PIL in termini reali e crescita dell'occupazione totale nell'area dell'euro	76
GLOSSARIO	296	Figura B Scomposizione della crescita delle ore lavorate	76
ELENCO DEI RIQUADRI		Figura C Scomposizione della crescita dell'occupazione per tipologia di contratto	77
1 L'impatto delle tensioni del mercato finanziario sugli andamenti monetari	31	Figura D Lavoro a tempo parziale nell'area dell'euro	77
Figura A Flussi mensili da/verso quote/partecipazioni in fondi comuni del mercato monetario e strumenti di debito a breve termine delle IFM	31	6 Andamenti delle emissioni e dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro	79
Figura B Flussi mensili da/verso banconote e monete in circolazione e depositi <i>overnight</i>	32		
Figura C Flussi mensili di prestiti agli AIF, titoli di debito acquistati dalle IFM e prestiti cancellati delle IFM	33		

Tavola A Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	80	ELENCO DELLE TAVOLE	
Tavola B Struttura delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	80	1 Andamenti dei prezzi	60
Figura A Scomposizione della variazione dei pagamenti per interessi nel periodo 1999-2008	81	2 Indicatori del costo del lavoro	67
Figura B Differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi	81	3 Crescita del PIL in termini reali e sue componenti	70
Figura C <i>Credit default swap</i> sovrani	81	4 Andamenti del mercato del lavoro	74
7 Ripercussioni della crisi finanziaria sulle statistiche del disavanzo e del debito delle amministrazioni pubbliche	83	5 Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	78
8 La crisi finanziaria e la politica di bilancio	86	6 Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	96
9 Andamenti recenti della competitività dell'area dell'euro	91	7 Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	97
Figura A Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali	91	8 Situazione delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	99
Figura B Variazioni degli indicatori di competitività armonizzati per paesi dell'area dell'euro	92	9 Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dell'area dell'euro	100
Figura C Indicatori di competitività armonizzati relativi agli scambi verso l'interno e verso l'esterno dell'area dell'euro	93	10 Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	104
10 Le operazioni di politica monetaria durante il recente periodo di volatilità dei mercati finanziari	111	11 Pagamenti gestiti da Target	127
Figura A Offerta di liquidità mediante operazioni di mercato aperto e utilizzo delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	113	12 L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2008	135
Figura B Differenziale fra il tasso Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale	113	13 Principali indicatori economici per la Slovacchia	152
11 Le implicazioni statistiche dell'allargamento dell'area dell'euro alla Slovacchia	155	ELENCO DELLE FIGURE	
12 I dieci anni dell'UEM	190	1 Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	19
		2a Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate	25
		2b Principali andamenti delle maggiori economie emergenti	27
		3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime	29
		4 M3 e prestiti al settore privato	30
		5 Principali componenti di M3	40
		6 Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario	40

7 Depositi per settore	41	del PIL in termini reali	71
8 Crediti ai residenti nell'area dell'euro	42	30 Indicatori del clima di fiducia	72
9 Tassi di interesse del mercato monetario su operazioni prive di garanzia	45	31 Disoccupazione	74
10 Eurepo, Euribor e <i>swap</i> sui tassi di interesse <i>overnight</i> a tre mesi	45	32 Andamenti delle finanze pubbliche per il periodo 1999-2009	85
11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	46	33 Saldo di conto corrente e sue componenti	90
12 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti <i>zero coupon</i> nell'area dell'euro	48	34 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali	90
13 Principali indici dei corsi azionari	52	35 Importazioni di beni dall'esterno dell'area dell'euro	90
14 Volatilità implicita dei mercati azionari	53	36 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro	94
15 Prestiti delle IFM alle famiglie	54	37 Posizione patrimoniale netta verso l'estero	95
16 Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie	54	38 Andamenti negli AEC II	101
17 Debito e pagamenti per interessi delle famiglie	55	39 Andamenti delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II	102
18 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	56	40 Tassi di interesse della BCE e Eonia	110
19 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie	57	41 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2008	116
20 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro	58	42 Banconote in circolazione	117
21 Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie e sue componenti principali	58	43 Garanzie idonee per tipologia di attività	120
22 Indici di indebitamento delle società non finanziarie	59	44 Garanzie stanziata nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e consistenza del credito nelle operazioni di politica monetaria	121
23 Dinamica delle principali componenti dello IAPC	60	45 Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia	122
24 Contributi alla crescita dello IAPC: principali componenti	65	46 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2008	132
25 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	66	47 Valore delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2008	132
26 Redditi per occupato per settore	68	48 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2008	133
27 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	68	49 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2008	134
28 Misure qualitative dell'inflazione percepita e attesa dai consumatori dell'area dell'euro	69	50 Distribuzione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2008	134
29 Contributi alla crescita trimestrale			

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 SIGLE

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 sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

PREFAZIONE



Nel 2008 la Banca centrale europea ha celebrato il suo decimo anniversario. Con un tasso annuo di inflazione appena superiore in media al 2 per cento, l'area dell'euro ha attraversato un decennio caratterizzato da prezzi relativamente stabili, in linea con il mandato della BCE di assicurare la stabilità dei prezzi. Anche le aspettative di inflazione a medio-lungo termine sono rimaste sostanzialmente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi nel corso di tale periodo, riflettendo l'alta credibilità di cui gode la politica monetaria della BCE. Questo successo è una prova tangibile della solidità istituzionale, della coerenza e dell'unità dell'Eurosistema, della sua capacità di agire con spirito autenticamente europeo sulla base di valori condivisi, standard elevati e principi comuni. L'euro è stato una moneta stabile sin dagli esordi. Oggi viene utilizzato da 329 milioni di cittadini nei 16 paesi dell'area dell'euro ed è ampiamente accettato anche nei mercati finanziari internazionali. Colgo l'occasione per porgere il benvenuto ai cittadini della Slovacchia, sedicesimo paese che ha

adottato l'euro, entrando a far parte dell'area il 1° gennaio 2009, dopo Cipro e Malta nel 2008.

Il 2008 è stato un anno fuori dal comune, segnato da andamenti economici e finanziari di carattere straordinario. A seguito di forti rincari delle materie prime, nella prima metà del 2008 l'inflazione ha registrato un incremento significativo e si sono accentuati i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha raggiunto un livello massimo a metà anno, collocandosi al 4,0 per cento sia in giugno che in luglio. In particolare, si sono registrate crescenti indicazioni di un aumento delle pressioni salariali. L'analisi monetaria ha confermato la valutazione di prevalenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Per scongiurare effetti di secondo impatto generalizzati e preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione, in luglio il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato i tassi di interesse di riferimento. Dalla metà di settembre le tensioni finanziarie si sono considerevolmente intensificate e si sono propagate in misura crescente all'economia reale su scala planetaria. Unitamente alle consistenti diminuzioni dei prezzi dell'energia e delle altre materie prime, ciò ha determinato una riduzione delle pressioni inflazionistiche a livello mondiale e all'interno dell'area dell'euro. Al tempo stesso l'incertezza è aumentata a livelli eccezionali, con ripercussioni sulla liquidità, sui prezzi delle attività finanziarie e sui bilanci. Nel complesso, tali andamenti hanno comportato rischi al ribasso per la crescita significativamente più elevati e una considerevole riduzione delle spinte inflazionistiche a medio termine.

Con un intervento coordinato, l'8 ottobre 2008 la BCE e altre grandi banche centrali hanno annunciato una riduzione dei tassi ufficiali. In totale, fra ottobre 2008 e marzo 2009 il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di interesse di riferimento della BCE di 275 punti base. I tassi del mercato monetario *overnight* hanno mostrato un calo ancor più pronunciato nel corso di tale periodo, con il significativo ampliamento della liquidità offerta dalla BCE

alle banche dei paesi dell'area dell'euro. Queste decisioni senza precedenti risultano pienamente in linea con il mandato della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi, data la diminuzione dei rischi e delle pressioni di tipo inflazionistico. L'analisi monetaria ha indicato una graduale attenuazione dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, con la riduzione del ritmo dell'espansione monetaria di fondo, in particolare nella seconda metà del 2008. Anche la crescita dei prestiti al settore privato non finanziario ha registrato una moderazione in corso d'anno, coerentemente con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e la maggiore debolezza dell'attività economica.

Nel complesso, malgrado la chiara decelerazione dei prezzi in atto dalla metà dell'anno, nel 2008 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha raggiunto in media il 3,3 per cento, il livello più elevato registrato dall'introduzione dell'euro. Negli anni precedenti si era collocato intorno al 2 per cento. Malgrado le brusche oscillazioni dell'inflazione al consumo, la politica monetaria della BCE è riuscita a mantenere le aspettative a medio e lungo termine saldamente ancorate su livelli sostanzialmente coerenti con la stabilità dei prezzi nel corso del 2008. Allo stesso tempo la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita allo 0,8 per cento nel 2008, dopo i tassi di incremento sostenuti del 2006 (3,0 per cento) e del 2007 (2,7 per cento). Pur avendo mostrato una relativa capacità di tenuta agli inizi del 2008, nella successiva parte dell'anno l'espansione economica dell'area dell'euro si è rapidamente indebolita a fronte della pronunciata decelerazione dell'attività a livello mondiale.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, i risultati relativamente positivi dei conti pubblici ottenuti negli ultimi anni hanno mostrato un'inversione di tendenza nel 2008 con il propagarsi della crisi finanziaria e il rapido deterioramento del contesto macroeconomico. In base alle previsioni intermedie di gennaio 2009 della Commissione europea, nell'area dell'euro il rapporto medio tra il disavanzo delle

amministrazioni pubbliche e il PIL è aumentato dallo 0,6 per cento nel 2007 all'1,7 per cento nel 2008 e dovrebbe registrare un ulteriore considerevole incremento, al 4,0 per cento, nel 2009. Nell'ottobre 2008 i paesi dell'area dell'euro hanno deciso di intraprendere un'azione coordinata per la stabilizzazione del sistema bancario, comprendente la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie e schemi di garanzie su prestiti e depositi. In dicembre il Consiglio europeo ha approvato il Piano europeo di ripresa economica, inteso a sostenere il recupero dell'economia attraverso il rafforzamento della domanda aggregata e un maggiore impegno nell'attuazione delle riforme strutturali previste dalla strategia di Lisbona. I crescenti rapporti disavanzo pubblico/PIL e debito pubblico/PIL e la forte incertezza delle prospettive pongono sfide notevoli per le politiche di bilancio nell'area dell'euro. Per promuovere la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti è essenziale un impegno credibile a intraprendere un percorso di risanamento per il ripristino di solide posizioni di bilancio, nel pieno rispetto delle disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

Per quanto concerne le politiche strutturali, l'attuale debolezza dell'attività economica e l'elevata incertezza riguardo ai suoi futuri andamenti comportano l'esigenza di rafforzare la capacità di tenuta dell'economia nell'area dell'euro. Nella fase attuale è essenziale perseguire politiche economiche in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, resistendo a qualsiasi pressione protezionistica. Inoltre, le riforme dei mercati dei beni e servizi dovrebbero promuovere la concorrenza, mentre quelle del mercato del lavoro dovrebbero contribuire ad agevolare un adeguato processo di formazione dei salari, tutelando quindi l'occupazione e stimolando la mobilità dei lavoratori a livello settoriale e regionale. Ciò risulterà di particolare importanza per le aree e i settori fortemente colpiti dallo shock negativo di domanda. In diversi paesi è altresì fondamentale l'adozione di misure per fronteggiare le perdite di competitività accumulate negli ultimi anni.

Nel corso del 2008 si sono considerevolmente acuite le sfide concernenti i mercati finanziari. I mercati monetari in euro hanno continuato a essere caratterizzati da differenziali di costo del credito elevati e volumi degli scambi molto contenuti, malgrado l'effetto stabilizzante esercitato su queste variabili dalle misure speciali che la BCE ha iniziato a introdurre nel 2007 e ha esteso nel 2008, riguardanti principalmente il "rifornimento anticipato" di liquidità al settore bancario durante i periodi di mantenimento delle riserve, l'incremento della durata media delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e l'erogazione di liquidità in dollari statunitensi in collaborazione con il Federal Reserve System.

A metà settembre, quando le tensioni si sono accentuate in misura molto significativa in tutti i segmenti e su tutte le scadenze del mercato monetario, l'Eurosistema ha intrapreso ulteriori misure di gestione della liquidità affinché le banche potessero continuare a rifinanziarsi. In particolare, è stata adottata una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le operazioni di rifinanziamento principali e tutte le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ed è stato temporaneamente ampliato l'elenco delle attività accettate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento. È stato, inoltre, provvisoriamente ridotto il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. In generale, queste misure hanno permesso alle banche di continuare a godere di un ampio accesso alla liquidità in euro malgrado il perdurare di tensioni, soprattutto sulle scadenze più lunghe.

La BCE ha contribuito attivamente a definire le misure chiave adottate nel 2008 sul piano normativo e delle politiche economiche in risposta alla crisi finanziaria e per il consolidamento del sistema finanziario. A livello mondiale ha partecipato al processo deliberativo alla base delle raccomandazioni

rivolte dal Forum per la stabilità finanziaria ai ministri finanziari e ai governatori delle banche centrali dei paesi del G7 nell'aprile 2008. Tali raccomandazioni sono intese a rafforzare i requisiti prudenziali, la trasparenza e i sistemi di valutazione nonché a migliorare l'uso dei *rating* di credito, la prontezza delle autorità competenti a reagire ai rischi e gli assetti per la gestione delle tensioni nel sistema finanziario. La BCE ha inoltre contribuito ad altri importanti interventi nel quadro delle politiche mondiali, in particolare al piano di azione deciso dai paesi del G20 il 15 novembre.

Sul piano europeo, la BCE ha prestato consulenza alle autorità pubbliche nell'elaborazione delle misure a sostegno del funzionamento del settore bancario. La dichiarazione di Parigi, adottata dai paesi dell'area dell'euro il 12 ottobre 2008 e sottoscritta dal Consiglio europeo il 16 ottobre, ha delineato un piano di misure coordinate per il ripristino della fiducia e il miglioramento delle condizioni di finanziamento nell'economia, fra le quali la concessione di garanzie statali sulle emissioni di debito bancario e la ricapitalizzazione delle banche. Il Consiglio direttivo ha formulato raccomandazioni in merito alle caratteristiche principali e alla metodologia per la determinazione dei prezzi delle garanzie statali e degli strumenti di ricapitalizzazione, perseguendo l'obiettivo di preservare condizioni di parità concorrenziale fra le istituzioni finanziarie, accrescere la stabilità del sistema finanziario, agevolare il ripristino delle normali condizioni di mercato e assicurare l'adeguato finanziamento dell'economia. Le raccomandazioni sono state debitamente prese in considerazione negli interventi degli Stati membri e hanno trovato riscontro negli orientamenti della Commissione europea per il rispetto delle norme sugli aiuti di Stato contenute nel Trattato.

Agli inizi del 2009 la BCE ha contribuito alla definizione di principi guida per l'adozione di misure di assistenza nel settore finanziario, tese a dissipare l'incertezza nella valutazione di alcune attività cartolarizzate iscritte nei bilanci

delle istituzioni finanziarie. Il contributo della BCE è confluito negli orientamenti emessi dalla Commissione europea riguardo a tali misure.

Nel corso del 2008 la BCE ha continuato a promuovere attivamente il processo di integrazione finanziaria in Europa. In particolare ha fornito consulenza in materia di regolamentazione e vigilanza nel settore finanziario, nonché compensazione e regolamento delle operazioni in titoli e sistemi di pagamento. Ha inoltre seguito a svolgere un ruolo di catalizzatore per le attività del settore privato agevolando l'azione collettiva. La prima importante tappa nella realizzazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), che la BCE ha fortemente sostenuto sin dagli esordi, è stata segnata nel gennaio 2008, con l'introduzione del quadro di riferimento per i bonifici e le carte di pagamento SEPA. Da allora si sono concretizzati i primi benefici della SEPA per le banche e, ciò che più conta, questi hanno iniziato a trasmettersi agli utenti finali dei servizi di pagamento.

Per quanto riguarda i servizi di banca centrale che favoriscono anche l'integrazione finanziaria, il sistema decentrato Target di prima generazione, predisposto dall'Eurosistema per i pagamenti di importo rilevante, è stato pienamente sostituito da Target2, un sistema a piattaforma unica di seconda generazione, nel maggio 2008. Target2 è la prima infrastruttura di mercato completamente integrata e armonizzata a livello europeo. In luglio il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di realizzare una nuova piattaforma per il regolamento delle operazioni in titoli, denominata *Target2-Securities* (T2S). Offrendo servizi di regolamento neutrali, armonizzati e senza confini, in euro e altre valute, T2S rappresenterà un passo importante verso la realizzazione di un mercato integrato dei titoli in Europa. In luglio il Consiglio direttivo ha altresì deciso di creare una piattaforma unica condivisibile (CCBM2) per la movimentazione delle garanzie, comprendente dispositivi di

gestione della liquidità e delle garanzie per le controparti dell'Eurosistema.

Per quanto concerne il personale in organico della BCE, alla fine del 2008 il limite massimo approvato era di 1.357,5 unità equivalenti a tempo pieno, rispetto a 1.348 alla fine del 2007. I membri del personale della BCE, provenienti da tutti i 27 paesi dell'Unione europea, sono assunti mediante campagne di selezione aperte, per coprire posizioni vacanti annunciate nel sito Internet della Banca. Nel 2008, in linea con la politica di mobilità della BCE, 165 membri del personale si sono ricollocati internamente in una diversa posizione lavorativa mentre 23 sono stati distaccati presso altre organizzazioni; a 30 sono stati concessi periodi di congedo non retribuito, richiesti nella maggior parte dei casi per lavorare presso altre organizzazioni. La continua acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale, inclusi i dirigenti, resta un cardine della strategia per le risorse umane della BCE.

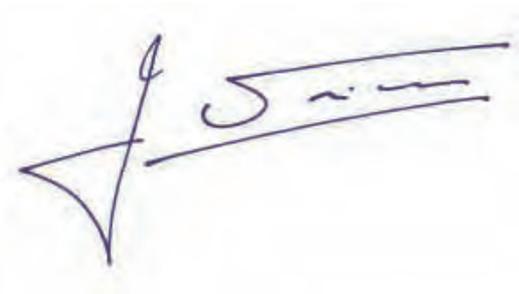
Nel 2008, per tenere conto degli andamenti più recenti in termini di aspettativa di vita e sostenibilità finanziaria, la BCE ha avviato un processo di revisione del piano di pensionamento offerto al suo personale, i cui risultati dovrebbero trovare applicazione nella primavera del 2009.

Nel 2008 sono emerse nuove sfide in relazione al progetto di realizzare una sede per la BCE; la gara di appalto pubblico per un contraente generale non ha infatti prodotto un esito soddisfacente sul piano economico. Nei mesi estivi sono state quindi esaminate approfonditamente tutte le alternative possibili e sono stati riveduti i calcoli di spesa e la strategia di appalto. Alla luce dei risultati, il Consiglio direttivo ha deciso di suddividere la procedura di aggiudicazione per i lavori di costruzione nei principali filoni di attività e in diversi lotti, riaprendo la gara di appalto su queste basi. Ulteriori studi effettuati sul mercato delle costruzioni inducono la BCE a

mantenere la ferma determinazione a completare il progetto entro i limiti di spesa previsti.

Nel 2008 la BCE ha registrato un risultato lordo di 2,66 miliardi di euro, rispetto a 0,29 miliardi nell'esercizio precedente. Il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2008, un importo di 1,34 miliardi di euro al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Il fondo, la cui entità è soggetta a riesame annuale, ammonta a 4,01 miliardi di euro in seguito all'accantonamento per l'esercizio 2008. Il risultato netto della BCE nel 2008, dopo l'accantonamento al fondo, è stato pari a 1,32 miliardi di euro; questa somma è stata ripartita tra le BCN dei paesi dell'area dell'euro in proporzione alle quote rispettivamente versate di capitale della BCE.

Francoforte sul Meno, marzo 2008

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

Jean-Claude Trichet



Il primo Consiglio direttivo della Banca centrale europea nel 1998



Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea nel 2008

Nota: Mario Draghi e Athanasios Orphanides non erano presenti quando è stata scattata la foto.



CAPITOLO I

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

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

Nel 2008 la BCE ha condotto la sua politica monetaria in un contesto caratterizzato dalle turbolenze finanziarie in corso dall'agosto 2007. Il Consiglio direttivo ha mantenuto invariati i tassi di riferimento della BCE nella prima metà del 2008, prima di aumentarli di 25 punti base a luglio e di ridurli poi, nel quarto trimestre, in tre fasi per un totale di 175 punti base. Il livello dei tassi di riferimento della BCE nel 2008 ha rispecchiato l'evoluzione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine, sui quali hanno influito fortemente due fenomeni globali: gli andamenti delle quotazioni internazionali delle materie prime (specie dei beni energetici e degli alimentari) e l'impatto economico della crisi finanziaria in atto, acuitasi a metà settembre.

Nella prima metà del 2008 le pressioni inflazionistiche si sono accresciute nell'area dell'euro, alimentate in gran parte da un brusco rialzo dei corsi internazionali delle materie prime. Gli andamenti dei prezzi dell'energia e degli alimentari sono stati le principali determinanti dell'aumento del tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC. Quest'ultimo si è mantenuto su livelli ampiamente superiori al 2 per cento per tutto il periodo, salendo dal 3,2 per cento di gennaio a un massimo del 4,0 per cento in giugno e luglio. Il rafforzarsi delle pressioni inflazionistiche in presenza di condizioni relativamente tese sul mercato del lavoro ha fatto aumentare il rischio di effetti di secondo impatto. A questo si è aggiunto il ritmo di espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio, rimasto sostenuto nonostante una graduale moderazione rispetto ai massimi della seconda metà del 2007. Al fine di contenere i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi e assicurare che le aspettative di inflazione di lungo periodo restassero saldamente ancorate su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE, in luglio il Consiglio direttivo ha aumentato il tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento.

Nel terzo trimestre i dati disponibili fino a metà settembre indicavano che i rischi per la

stabilità dei prezzi nel medio termine restavano orientati verso l'alto. Persisteva una notevole incertezza riguardo alle prospettive dell'attività economica, considerati fra l'altro i prezzi molto elevati e variabili delle materie prime e le perduranti tensioni sui mercati finanziari. Nel complesso, prevalevano rischi al ribasso per la crescita economica.

Da metà settembre il significativo intensificarsi della crisi finanziaria ha provocato gravi turbative e carenze di liquidità in numerosi segmenti del mercato finanziario e ha determinato un considerevole deterioramento delle prospettive economiche mondiali. Negli ultimissimi mesi dell'anno l'inflazione ha quindi segnato un marcato calo e le pressioni inflazionistiche si sono attenuate. Nella seconda metà dell'anno la flessione dei prezzi delle materie prime, in particolare del greggio, ha sospinto verso il basso l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC, scesa all'1,6 per cento a dicembre. Le dinamiche monetarie, che hanno continuato a moderarsi nella seconda metà dell'anno, hanno confermato l'ipotesi di un allentamento delle spinte inflazionistiche. In questo contesto, l'8 ottobre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato ridotto di 50 punti base al 3,75 per cento, nell'ambito di una manovra coordinata insieme ad alcune delle maggiori banche centrali. Due ulteriori riduzioni, di 50 e 75 punti base, sono state operate rispettivamente a novembre e dicembre, portando il tasso al 2,50 per cento alla fine dell'anno (cfr. figura 1).

Nonostante la variabilità dei tassi di crescita trimestrali dovuta all'impatto di condizioni meteorologiche eccezionali sull'attività di costruzione, nella prima metà del 2008 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stata sostenuta, pur se lievemente inferiore al tasso tendenziale. Il quadro economico è peggiorato nella seconda metà dell'anno, specie dopo l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari a metà settembre. La crisi finanziaria si è trasmessa all'economia reale in modo più diffuso di quanto precedentemente atteso. Nel terzo trimestre il PIL reale nell'area dell'euro

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

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

- tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso sui depositi
- - - tasso di rifinanziamento marginale
- tasso di interesse overnight (EONIA)



Fonte: BCE.

Nota: BCE. L'ultima osservazione si riferisce al 27 febbraio 2009.

si è contratto dello 0,2 per cento trimestre su trimestre, soprattutto per via dell'ampio contributo negativo dell'interscambio commerciale netto. La flessione di quest'ultimo va a sua volta ricondotta all'effetto congiunto di una debole crescita delle esportazioni e di un deciso recupero delle importazioni. Nel quarto trimestre il clima di accresciuta incertezza ha fatto da sfondo a una contrazione generalizzata dell'attività e il PIL reale ha segnato un ulteriore calo dell'1,5 per cento. Nel 2008 il PIL dell'area è cresciuto complessivamente dello 0,8 per cento, un livello notevolmente inferiore al 2,7 per cento registrato nel 2007.

L'inflazione media annua misurata sullo IAPC, che negli anni precedenti aveva registrato tassi prossimi al 2 per cento (2,1 per cento nel 2007), è stata molto elevata nel 2008 registrando, al 3,3 per cento, il livello massimo dall'introduzione dell'euro. In gennaio il tasso di inflazione è stato del 3,2 per cento, ha raggiunto un picco in giugno e luglio, al 4,0 per cento, ed è quindi ridisceso all'1,6 per cento in dicembre. All'origine della dinamica dell'inflazione vi sono soprattutto gli andamenti a livello internazionale dei prezzi delle materie

prime, specie dell'energia e degli alimentari. In particolare, il prezzo del greggio al barile è aumentato da circa 100 dollari in gennaio a un massimo di quasi 150 dollari in luglio, per poi scendere a circa 40 dollari in dicembre. Durante quasi tutto il 2008 il tasso di inflazione si è pertanto attestato su valori significativamente superiori alla definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, principalmente a causa di tali andamenti dei prezzi delle materie prime. Il costo del lavoro per unità di prodotto ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, per effetto sia della maggiore dinamica salariale in presenza di condizioni più tese nel mercato del lavoro e di alcuni effetti di secondo impatto, sia del rallentamento ciclico della crescita della produttività del lavoro nella seconda parte dell'anno. Segnali di una tendenza ascendente delle aspettative di inflazione di lungo periodo ricavate dagli strumenti del mercato finanziario sono emersi verso la metà dell'anno; questi tuttavia si sono dissipati dopo l'incremento dei tassi di riferimento della BCE a luglio e grazie all'inversione di tendenza dei corsi delle materie prime, specie del greggio, che ha attenuato i timori circa l'emergere di effetti di secondo impatto. Nel complesso, nonostante

i marcati movimenti del tasso di inflazione dovuti alle ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime, le misure delle aspettative di inflazione di lungo periodo basate sulle indagini sono rimaste sostanzialmente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, in linea con l'orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE.

Durante il 2008 il ritmo dell'espansione monetaria di fondo si è moderato, pur restando sostenuto. Se da un lato la crescita di M3 ha avuto tendenza a sovrastimare le dinamiche di fondo della moneta per via, specie nella prima metà dell'anno, di effetti connessi con la curva dei rendimenti piatta e con altri fattori temporanei, dall'altro una valutazione complessiva delle componenti e delle contropartite di M3 ha confermato il perdurare di tali dinamiche. Anche l'espansione dei prestiti al settore privato non finanziario si è moderata nel corso dell'anno, in linea con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e l'indebolimento dell'attività economica. Con l'intensificarsi della crisi in settembre, il sistema finanziario è stato sottoposto a crescenti pressioni, rispecchiate in modo chiaro dai dati monetari verso la fine dell'anno. Queste pressioni hanno soprattutto innescato riallocazioni fra le componenti di M3, anziché avere un impatto sull'aggregato stesso. La modesta dinamica dei prestiti a fine anno ha confermato il significativo rallentamento del credito alle imprese dopo un prolungato periodo di crescita vigorosa. Sebbene l'andamento sia soprattutto imputabile al calo dell'attività reale, è altresì possibile che i fattori di offerta abbiano esercitato un influsso, come emerge dall'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema. Nel complesso, le tendenze monetarie hanno suffragato l'ipotesi di un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche verso la fine del 2008.

LE SPINTE INFLAZIONISTICHE DETERMINANO UN AUMENTO DEI TASSI DI RIFERIMENTO DELLA BCE A LUGLIO

Esaminando più in dettaglio le decisioni di politica monetaria assunte nel 2008, l'anno può essere suddiviso in due parti: il periodo

che va fino all'estate, durante il quale i dati disponibili indicavano crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, e il periodo successivo all'estate, quando i nuovi dati indicavano che la crisi finanziaria in corso e il rallentamento dell'economia mondiale esercitavano un impatto sull'attività dell'area e un indebolimento delle spinte inflazionistiche.

Nella prima metà dell'anno, il quadro economico è stato caratterizzato da un elevato grado di incertezza riguardo al processo di rivalutazione dei rischi in atto nei mercati finanziari, nonché alle sue potenziali ricadute sull'economia reale. I tassi di crescita trimestrali hanno cominciato a moderarsi nel corso del 2007. Gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori hanno anch'essi iniziato a deteriorarsi ma rimanevano tuttavia su valori compatibili con una crescita sostenuta agli inizi del 2008. In questo periodo le prospettive di crescita si erano lievemente moderate, ma restavano relativamente favorevoli. Ci si attendeva che la domanda interna e quella estera, pur segnando un rallentamento, avrebbero continuato a sostenere il protrarsi della crescita. A quest'ultima avrebbe contribuito anche la crescita dei consumi che, nonostante il rincaro delle materie prime, risultava in linea con l'aumento dell'occupazione e tassi di disoccupazione ai livelli minimi degli ultimi venticinque anni. Inoltre, la tenuta dell'attività nei mercati emergenti avrebbe in parte compensato l'impatto del rallentamento dell'economia statunitense sulla domanda estera, la quale avrebbe perciò continuato a sostenere le esportazioni dell'area a un ritmo robusto.

In effetti, nella prima metà dell'anno i dati macroeconomici che si rendevano man mano disponibili hanno indicato che il tasso di crescita del PIL in termini reali sarebbe diminuito ma solo in lieve misura. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in giugno indicavano una crescita del PIL compresa, in media d'anno, tra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2008 e tra l'1,0 e il 2,0 per cento nel 2009. Mentre le proiezioni relative al 2008 si erano mantenute nella fascia inferiore dell'intervallo pubblicato

a dicembre 2007, le proiezioni per il 2009 erano state riviste leggermente al ribasso. Un notevole grado di incertezza caratterizzava le prospettive di crescita e si è ritenuto che i rischi fossero orientati verso il basso. Tali rischi erano principalmente connessi alle potenziali ricadute degli andamenti dei mercati finanziari, che avrebbero potuto incidere più fortemente del previsto sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia, con effetti negativi sulla crescita a livello mondiale e nell'area dell'euro. Ulteriori rischi al ribasso provenivano dall'eventualità di nuovi rincari del greggio e di altre materie prime, dal timore di spinte protezionistiche e dalla possibilità di sviluppi disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

Al tempo stesso l'area dell'euro stava attraversando una fase di rialzo dei tassi di inflazione sui dodici mesi, ascrivibile soprattutto ai decisi rincari dell'energia e degli alimentari a livello mondiale. L'inflazione misurata sullo IAPC, che agli inizi del 2008 si collocava su livelli superiori al 3 per cento, ha continuato a salire in presenza di forti pressioni al rialzo nel breve periodo, portandosi dal 3,2 per cento di gennaio al 3,7 in maggio. In giugno pertanto il Consiglio direttivo ha rilevato un ulteriore rafforzamento dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Ci si attendeva che questi tassi di inflazione elevati si sarebbero protratti più a lungo del previsto ed emergevano altresì segnali di una revisione al rialzo delle aspettative di inflazione di lungo periodo. Secondo le proiezioni di giugno degli esperti dell'Eurosistema l'inflazione si sarebbe collocata fra il 3,2 e il 3,6 per cento nel 2008 e fra l'1,8 e il 3,0 per cento nel 2009. Questi valori risultavano pertanto decisamente più elevati rispetto a quelli dell'esercizio previsivo precedente, di riflesso principalmente all'aumento dei prezzi del petrolio e degli alimentari e al rafforzarsi delle pressioni inflazionistiche nel settore dei servizi. Si temeva inoltre che la crescita salariale risultasse più pronunciata del previsto, considerati gli elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva, le condizioni tese nel mercato del lavoro e il rischio di effetti di secondo impatto.

Pur mostrando una moderazione, il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è rimasto robusto. Come indicato da una serie di fattori temporanei, in particolare la curva dei rendimenti relativamente piatta, la dinamica di M3 stava sovrastimando il ritmo della crescita monetaria di fondo. Tuttavia, anche tenendo conto di questi effetti, la valutazione complessiva dei dati monetari ha confermato il perdurare vigore dell'espansione di fondo della moneta e del credito. L'indebitamento delle famiglie era lievemente rallentato, per effetto degli aumenti dei tassi di riferimento della BCE dal dicembre 2005 e della riduzione dell'attività nei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro. Al tempo stesso l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie si manteneva molto sostenuta.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha ritenuto che i rischi per la stabilità dei prezzi restassero chiaramente orientati verso l'alto e si fossero ulteriormente rafforzati. Questi rischi originavano soprattutto dai possibili effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi, ma anche dall'eventualità di nuovi rincari del greggio e dei prodotti alimentari. Un ulteriore rischio era connesso con aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette maggiori di quelli che erano stati previsti. Tale valutazione era suffragata dalla crescita vigorosa dell'aggregato monetario e di quello creditizio: la verifica incrociata con l'analisi monetaria confermava le indicazioni fornite dall'analisi economica circa il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo ha sottolineato la sua determinazione ad ancorare saldamente le aspettative di inflazione di medio e lungo periodo su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

Al fine di prevenire effetti di secondo impatto generalizzati e di contrastare i crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, il 3 luglio il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base. I tassi non erano stati

modificati da giugno 2007 dato il contesto di accresciuta incertezza generata dalla crisi finanziaria in atto. Il Consiglio direttivo ha ribadito la propria determinazione a mantenere un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione di medio e lungo periodo in linea con la stabilità dei prezzi, in modo da preservare il potere di acquisto a medio termine e favorire la crescita sostenibile e l'occupazione nell'area dell'euro.

Nel terzo trimestre ci si attendeva che i dati sulla crescita del PIL reale relativi al secondo trimestre sarebbero risultati notevolmente inferiori a quelli del primo trimestre. In parte ciò rappresentava una correzione tecnica rispetto alla forte espansione osservata nei primi mesi dell'anno, ma rispecchiava anche la minore crescita del PIL dovuta al rallentamento dell'economia mondiale e all'effetto frenante dei prezzi alti e volatili di petrolio e prodotti alimentari. L'incertezza relativa alle prospettive dell'attività economica è rimasta elevata, in ragione fra l'altro dei prezzi molto alti e volatili delle materie prime e delle perduranti tensioni sui mercati finanziari. Nel complesso hanno continuato a prevalere rischi al ribasso.

Allo stesso tempo, i dati disponibili ad agosto e settembre hanno confermato che i tassi di inflazione si sarebbero probabilmente mantenuti su livelli ben superiori a quelli coerenti con la stabilità dei prezzi per un periodo di tempo prolungato. Hanno altresì indicato che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine rimanevano orientati verso l'alto. Dopo aver raggiunto il 4,0 per cento in giugno, l'inflazione è rimasta allo stesso livello in luglio e si è collocata al 3,8 per cento in agosto, alimentata soprattutto dagli effetti diretti e indiretti dei precedenti forti rialzi delle quotazioni internazionali dei beni energetici e alimentari. I dati confermavano inoltre una significativa accelerazione della dinamica salariale che, accompagnata da un rallentamento della produttività del lavoro, aveva determinato un marcato incremento del costo del lavoro per unità di prodotto.

LE MINORI PRESSIONI INFLAZIONISTICHE CONDUCONO A UN ALLENTAMENTO DELLA POLITICA MONETARIA NELL'ULTIMA PARTE DEL 2008

Le tensioni finanziarie si sono intensificate in settembre sulla scia degli eventi nei mercati statunitensi, in particolare la bancarotta di Lehman Brothers il 15 dello stesso mese. Ciò ha portato a una pronunciata volatilità in tutti i segmenti del mercato finanziario, bassi livelli di liquidità in una serie di comparti, una crisi finanziaria in Islanda con ripercussioni per altri paesi, profonde ristrutturazioni in diverse grandi istituzioni finanziarie e interventi con misure senza precedenti da parte dei governi. La crisi ha inoltre accresciuto significativamente l'avversione al rischio, come indicato fra l'altro dal considerevole ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie e sovrane, il quale ha avuto un significativo impatto al ribasso sull'economia reale. Nella riunione del 2 ottobre il Consiglio direttivo ha discusso approfonditamente dell'intensificarsi delle turbolenze e delle loro possibili ripercussioni sull'attività economica e sull'inflazione, prendendo atto del livello straordinariamente elevato di incertezza derivante dagli andamenti recenti. Così come l'intera economia mondiale stava avvertendo gli effetti avversi di questo prolungato e intenso periodo di turbolenza, anche nell'area dell'euro l'attività economica stava rallentando.

Le pressioni inflazionistiche avevano iniziato a moderarsi sia nell'area dell'euro, sia in altri grandi paesi nell'economia mondiale, di riflesso principalmente al marcato ribasso dei prezzi dell'energia e di altre materie prime. Le aspettative di inflazione erano diminuite, riportandosi su livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Aumentando i rischi verso il basso per la crescita, l'acuirsi della crisi finanziaria aveva ridotto i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

In una manovra coordinata l'8 ottobre la Bank of Canada, la Bank of England, la BCE, il Federal Reserve System, la Sveriges

Riksbank e la Banca nazionale svizzera hanno annunciato una riduzione dei tassi di interesse di riferimento. In questo contesto il Consiglio direttivo ha abbassato i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base, prendendo atto della recente diminuzione dei rischi al rialzo per l'inflazione nell'area dell'euro e del delinearsi di una moderazione delle pressioni inflazionistiche. A sostegno dell'attuazione della politica monetaria, il Consiglio direttivo ha inoltre adottato due misure temporanee, da una parte restringendo il corridoio formato dai tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e dall'altra annunciando che avrebbe condotto procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

Le tensioni si sono andate propagando dal settore finanziario all'economia reale e dalle economie avanzate a quelle emergenti. Le prospettive di crescita mondiale peggioravano nettamente, implicando una contrazione della domanda estera che avrebbe inciso negativamente sull'attività dell'area dell'euro. Il deterioramento degli indicatori del clima di fiducia delle imprese, iniziato a metà 2007, si è accelerato facendo registrare ogni mese nuovi minimi. Il quarto trimestre è stato caratterizzato da un rallentamento generalizzato accompagnato da un elevato livello di incertezza, mentre i governi hanno annunciato sostanziosi pacchetti di misure di stimolo all'economia. I dati sugli andamenti economici che si rendevano via via disponibili giustificavano uno scenario più pessimista, poiché si stavano concretizzando i rischi connessi alle tensioni sui mercati finanziari che erano stati precedentemente individuati. In prospettiva, si ravvisava per i trimestri successivi il perdurare della debolezza dell'economia mondiale e di un forte ristagno della domanda interna. Infatti le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema indicavano che le prospettive si erano notevolmente deteriorate, con una crescita del PIL reale compresa fra il -1,0 e lo 0,0 per cento nel 2009 e fra lo 0,5 e l'1,5 per cento nel 2010. Questi dati rappresentavano una consistente revisione al ribasso rispetto alle precedenti proiezioni. Permaneva inoltre

un livello eccezionalmente alto di incertezza e i rischi per la crescita economica si confermavano verso il basso.

Sul fronte dei prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si era ridotto significativamente in novembre, al 2,1 per cento, in calo dal 3,2 di ottobre e dal 3,6 per cento di settembre. Un'ulteriore riduzione era attesa nei mesi successivi, dal momento che l'intensificarsi e il diffondersi della crisi finanziaria avrebbe probabilmente esercitato un effetto frenante sulla domanda sia mondiale che dell'area ancora per lungo tempo. Considerato tale contesto e i forti ribassi dei prezzi delle materie prime negli ultimi mesi, era altresì attesa una moderazione delle pressioni su prezzi, costi e salari nell'area dell'euro. Le proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema indicavano che l'inflazione misurata sullo IAPC si sarebbe collocata fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2009 e fra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2010. Rispetto a quelli dell'esercizio precedente, i valori relativi al 2009 rappresentavano una notevole revisione verso il basso, ascrivibile alla marcata flessione dei corsi delle materie prime e all'impatto della domanda più debole. I rischi per la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo pertinente ai fini della politica monetaria erano considerati più equilibrati che nel trimestre precedente.

Sul piano dell'analisi monetaria, i dati disponibili verso la fine del 2008 hanno mostrato che i tassi di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio e del credito hanno continuato a ridursi, pur restando elevati. L'acuirsi della crisi finanziaria da metà settembre era stato visto come una possibile linea di demarcazione nel profilo delle dinamiche monetarie, dal momento che i dati di ottobre sulla moneta e sul credito evidenziavano un significativo impatto di questi eventi sul comportamento degli operatori. In novembre, tuttavia, sono emersi segnali di un ritorno al profilo osservato anteriormente al fallimento di Lehman Brothers. In generale negli ultimi mesi del 2008 gli andamenti mensili dell'aggregato ampio M3 e, in particolare, delle sue componenti più strettamente connesse alle tensioni finanziarie

(ad esempio le consistenze detenute in fondi comuni monetari) hanno mostrato una notevole volatilità. Osservando tale fenomeno, il ritmo di crescita di fondo dell'aggregato monetario ampio ha continuato a diminuire gradualmente dai massimi raggiunti nel 2007. L'acuirsi delle tensioni finanziarie da settembre del 2008 ha determinato nondimeno una sostituzione fra le componenti di M3. L'analisi monetaria ha inoltre evidenziato la perdurante moderazione della crescita dei prestiti al settore privato non finanziario. Prima di dicembre questa va ampiamente ricondotta alla debolezza dei prestiti alle famiglie, soprattutto quelli per l'acquisto di un'abitazione ma, al volgere dell'anno, un calo visibile era anche individuabile nel tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie. Tale attenuato andamento dei prestiti pare soprattutto rispecchiare il rallentamento dell'attività reale, anche se l'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema suggerisce che vi abbiano contribuito anche i fattori di offerta. Al volgere dell'anno i dati monetari continuavano a evidenziare che il sistema finanziario restava fortemente sotto pressione. Nel complesso, gli andamenti monetari hanno avvalorato l'ipotesi di un ulteriore indebolimento delle spinte inflazionistiche.

La modifica delle prospettive per l'attività economica, e quindi per l'inflazione, rendeva necessario un significativo allentamento della politica monetaria. Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, nella riunione del 6 novembre il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di riferimento della BCE di ulteriori 50 punti base, in coerenza con la diminuzione dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi connessa al concretizzarsi dei rischi al ribasso per la crescita. Nella riunione del 4 dicembre il Consiglio direttivo ha quindi deciso un nuovo taglio di 75 punti base. L'evidenza raccolta dopo l'ultima riunione ha mostrato che le pressioni inflazionistiche si erano ulteriormente indebolite e che, in prospettiva, i tassi di inflazione sarebbero stati in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria.

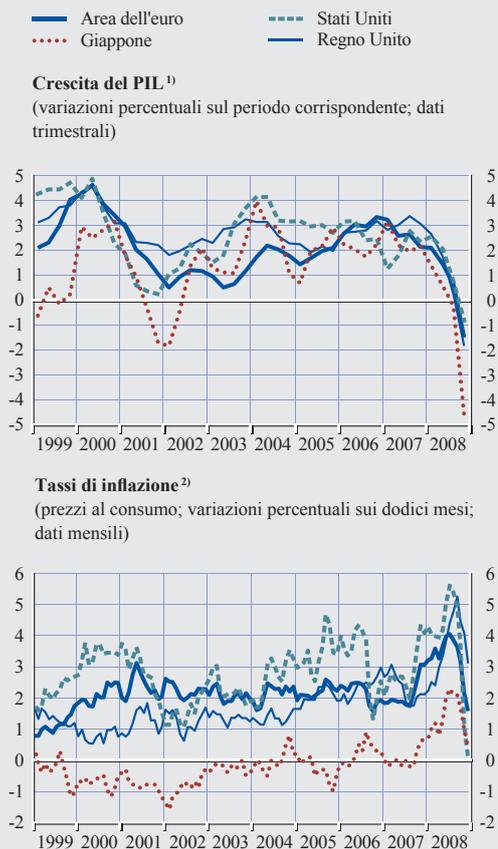
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

RIPERCUSSIONI DELLA TURBOLENZA NEI MERCATI FINANZIARI SULL'ATTIVITÀ MONDIALE

Nel 2008 la turbolenza sui mercati finanziari si è intensificata e ha raggiunto livelli non più osservati da decenni, con gravi conseguenze per l'economia reale nell'ultima parte dell'anno. Nel primo semestre la debolezza economica negli Stati Uniti si è estesa ben oltre il settore delle abitazioni e le ripercussioni internazionali della turbolenza finanziaria si sono tradotte in un rallentamento della crescita economica nelle principali economie sviluppate. L'attività mondiale è stata nell'insieme abbastanza ben sorretta dalla tenuta delle condizioni economiche nei mercati emergenti. Dalla metà di settembre, tuttavia, quando la crisi finanziaria ha comportato il tracollo di un'importante banca di investimenti statunitense e la dissoluzione di una serie di grandi operatori del settore finanziario internazionale, le sfide per l'economia si sono intensificate. Le condizioni economiche internazionali hanno subito un rapido deterioramento alla luce del vacillante clima di fiducia dei consumatori e delle imprese, della stretta creditizia a livello internazionale e degli effetti di ricchezza negativi derivanti dal calo delle quotazioni immobiliari e azionarie. Mentre i governi e le banche centrali di tutto il mondo adottavano misure importanti e senza precedenti per contenere i rischi sistemici e ripristinare la stabilità del settore finanziario, la turbolenza nei mercati finanziari rendeva sempre più sincrono il rallentamento mondiale e ciò amplificava gli effetti di ritorno negativi tra crisi finanziaria e attività economica reale. Verso la fine dell'anno, gran parte delle economie avanzate era già entrata o stava per entrare in una fase di recessione. Inoltre, la debolezza economica iniziava a estendersi con maggior forza alle economie emergenti. In particolare, i paesi con ampi squilibri esterni e interni registravano un rapido peggioramento delle condizioni economiche, mentre nelle piccole economie aperte la crescita subiva una moderazione significativa in uno lasso di tempo molto breve.

Figura 2a 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'IPC per gli Stati Uniti e il Giappone.

Gli andamenti mondiali dell'inflazione hanno risentito in misura considerevole dei bruschi movimenti dei prezzi delle materie prime e delle condizioni economiche internazionali. Durante la prima metà dell'anno, le spinte inflazionistiche su scala mondiale si sono notevolmente accentuate. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione complessiva ha raggiunto in luglio il picco massimo del 4,8 per cento sui dodici mesi, dovuto principalmente al rincaro dei prodotti alimentari ed energetici: l'11 luglio 2008 le quotazioni del greggio di qualità Brent sono salite al livello record di 147,5 dollari statunitensi al barile. Nelle economie emergenti,

dove i prezzi dei prodotti alimentari hanno un peso più elevato all'interno del paniere dei consumi, le spinte inflazionistiche sono state ancora maggiori. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, l'effetto congiunto di una brusca correzione dei prezzi delle materie prime e del rallentamento economico mondiale ha fatto scendere sensibilmente i tassi di inflazione a livello mondiale. I corsi petroliferi sono crollati nel secondo semestre, portandosi a fine 2008 su un livello prossimo a 40 dollari statunitensi al barile. Di conseguenza, dopo il massimo di luglio, nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi ha preso a scendere fino all'1,5 per cento di dicembre (i prezzi al consumo sono cresciuti del 2,0 per cento al netto delle componenti alimentare ed energetica).

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica ha subito una netta decelerazione nel corso del 2008. La crescita del PIL in termini reali, pari all'1,1 per cento nell'anno, è stata positiva nel primo semestre (in parte grazie alle misure temporanee di stimolo fiscale e al sostegno del commercio estero); ma nel secondo l'effetto congiunto delle accresciute tensioni sui mercati finanziari, delle condizioni restrittive del credito e dell'indebolimento della domanda estera hanno contribuito a una vera e propria contrazione del prodotto. I consumi privati hanno risentito del peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle condizioni del mercato del lavoro, oltre che della contrazione della ricchezza delle famiglie derivante dal calo delle quotazioni immobiliari e azionarie. Allo stesso tempo, tra riduzione degli utili societari, stretta creditizia, e generale deterioramento delle prospettive per la domanda, gli investimenti delle imprese si sono indeboliti. La correzione in atto nel mercato immobiliare, accentuata dalle turbolenze finanziarie, ha continuato a esercitare un notevole effetto frenante sull'economia: gli investimenti in edilizia residenziale hanno sottratto 0,9 punti percentuali alla crescita del PIL nel 2008. Il commercio estero ha fornito un importante contributo alla crescita per gran parte dell'anno, di riflesso al vigore della domanda estera nella prima parte dell'anno e agli effetti

ritardati del precedente deprezzamento del dollaro. L'impatto positivo del commercio si è tuttavia affievolito verso la fine dell'anno, quando il deciso rallentamento economico in una serie di partner commerciali degli Stati Uniti ha pesato sulla domanda estera e sulle esportazioni. Ciò nonostante, il disavanzo del conto corrente è sceso dal 5,3 per cento del PIL nel 2007 a una media del 5,0 per cento nei primi tre trimestri del 2008. Tale miglioramento è stato tuttavia leggermente limitato dai maggiori prezzi del petrolio e di altre materie prime durante gran parte del periodo in questione, che hanno spinto verso l'alto il valore medio dei beni importati rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda i prezzi, negli Stati Uniti il tasso di variazione dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salito a una media del 3,8 per cento per l'insieme del 2008 (dal 2,9 per cento del 2007). L'inflazione complessiva misurata sull'IPC ha oscillato entro un intervallo più ampio del consueto, di riflesso alla volatilità delle quotazioni del petrolio e delle altre materie prime. Nella prima metà dell'anno si è mantenuta su livelli elevati, toccando in luglio il massimo del 5,6 per cento, in presenza di un rapido aumento dei costi energetici. Verso la fine del 2008, all'aggravarsi della recessione, il tasso di variazione annuale è invece sceso bruscamente (fino allo 0,1 per cento di dicembre) a causa della rapida caduta dei corsi delle materie prime e del crescente ristagno dell'economia. L'inflazione misurata sull'IPC al netto dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici è stata pari al 2,3 per cento nel 2008 (invariata rispetto al 2007). L'andamento calante per gran parte dell'anno ha riflesso in qualche misura una decelerazione della componente rappresentata dai fitti figurativi (*owner-equivalent rent*).

Il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha abbassato il tasso obiettivo sui *federal fund* dal 4,25 per cento degli inizi del 2008 a un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,25 per cento a fine anno. Nella riunione di dicembre, il Comitato ha anticipato che le deboli condizioni dell'economia avrebbero probabilmente giustificato livelli

straordinariamente bassi del tasso ufficiale ancora per qualche tempo. Il FOMC ha inoltre varato una serie di programmi mirati ad accrescere la liquidità e fornire sostegno ai mercati finanziari in relazione al peggioramento delle condizioni.

Per quanto riguarda la politica di bilancio, durante l'esercizio finanziario 2008 (iniziato nell'ottobre 2007) il disavanzo federale si è ampliato rispetto all'anno precedente. Ciò è dovuto all'effetto congiunto del minore gettito tributario conseguente al rallentamento economico e alla maggiore spesa pubblica, che ha in parte riflesso l'attuazione delle misure di stimolo fiscale. Secondo una stima dell'Ufficio di bilancio del Congresso (Congressional Budget Office), nell'esercizio finanziario 2008 il disavanzo del bilancio federale è stato pari al 3,2 per cento.

GIAPPONE

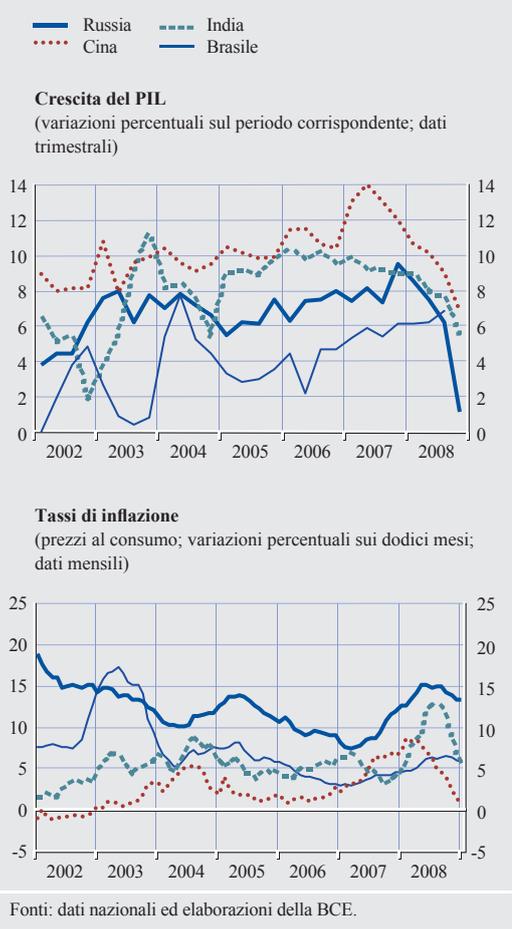
In Giappone l'espansione economica si è bruscamente arrestata nel 2008: la crescita appena positiva dei primi tre mesi dell'anno è stata poi seguita da un pronunciato decremento della produzione complessiva. La vigorosa domanda estera e gli investimenti interni hanno sostenuto nel primo trimestre la crescita del PIL in termini reali. Durante il resto dell'anno, tuttavia, il forte calo delle esportazioni nette e degli investimenti delle imprese (che negli anni precedenti avevano trainato la ripresa dell'economia nipponica), assieme alla moderazione dei consumi riconducibile alle crescenti incertezze nel mercato del lavoro e alla flessione dei redditi reali, ha controbilanciato la dinamica positiva del primo trimestre e determinato tassi di incremento del PIL negativi. L'inflazione al consumo è aumentata sensibilmente nella prima metà del 2008, fino a un massimo del 2,3 per cento in luglio, ma è poi scesa allo 0,4 per cento in dicembre. Mentre il settore bancario giapponese mostrava una relativa tenuta di fronte alle turbolenze sui mercati finanziari mondiali, i consumi e gli investimenti delle imprese hanno risentito negativamente del netto cedimento delle quotazioni azionarie e dell'aumento della turbolenza finanziaria nella

seconda metà dell'anno. Il forte apprezzamento dello yen giapponese in termini effettivi ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso sulla redditività e gli investimenti dei settori orientati alle esportazioni. Alla luce del rapido deterioramento delle condizioni economiche, nelle riunioni del 31 ottobre e 19 dicembre 2008 la Banca del Giappone ha deciso di abbassare di 40 punti base (allo 0,1 per cento) il tasso obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti dopo averlo mantenuto invariato dal febbraio 2007.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha gradualmente rallentato durante il 2008. Con l'estendersi del rallentamento

Figura 2b Principali andamenti delle maggiori economie emergenti



economico e la presenza di condizioni finanziarie restrittive, la crescita delle esportazioni è molto diminuita nella seconda metà dell'anno, in particolare nelle economie piccole e aperte quali Singapore, Taiwan e Hong Kong. La generale decelerazione dell'attività economica è stata trainata anche dall'indebolimento della domanda interna conseguente al calo di fiducia dei consumatori e delle imprese e alla flessione degli investimenti nel settore immobiliare.

L'aumento dei prezzi delle materie prime e dei prodotti alimentari ha fatto salire l'inflazione al consumo in molti paesi nella prima metà del 2008. In alcuni casi questo ha provocato un'erosione del potere di acquisto dei consumatori e un lieve indebolimento della spesa per consumi. Le spinte inflazionistiche hanno tuttavia iniziato ad attenuarsi nella seconda metà dell'anno, per il calo significativo delle quotazioni del petrolio e dei prodotti alimentari. Data la relativa solidità del contesto macroeconomico e la contenuta esposizione diretta di questi paesi ai derivati connessi ai mutui ipotecari *subprime*, fino a metà settembre la trasmissione della turbolenza finanziaria all'attività economica è stata limitata. Da allora, tuttavia, l'improvviso cambiamento verso l'avversione al rischio e la forte riduzione della leva finanziaria a livello mondiale hanno dato origine a una significativa ondata di vendite sui mercati azionari e a un brusco deprezzamento delle valute locali in gran parte delle economie emergenti dell'Asia. La volatilità dei mercati finanziari ha seguito andamenti piuttosto diversi nei vari paesi. Di impatto più contenuto in Cina (per la natura relativamente chiusa e meno sviluppata del sistema finanziario cinese), è stata invece maggiore in Corea e in Indonesia, in presenza di timori sul livello elevato del debito interno, nel primo caso, e sul calo dei prezzi delle materie prime, nel secondo.

Per quanto concerne l'economia cinese, fattori sia esterni sia interni hanno fatto scendere la crescita del PIL al 9 per cento dal 13 per cento del 2007. Come riflesso dell'avanzo commerciale e degli afflussi di capitali indotti dalle attese di un costante apprezzamento del cambio e un differenziale di interesse positivo

fino a settembre, le riserve ufficiali hanno continuato ad aumentare fino a raggiungere i 1.900 miliardi di dollari statunitensi. L'inflazione al consumo ha raggiunto in febbraio il massimo dell'8,7 per cento, ma è poi calata notevolmente allo stabilizzarsi dei prezzi interni dei prodotti alimentari. A settembre, in presenza di un calo dell'inflazione e dell'aggravarsi della crisi finanziaria a livello mondiale, le autorità cinesi hanno modificato l'orientamento di politica economica a favore di misure volte a favorire la crescita. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha iniziato ad allentare la politica monetaria: i tassi di riferimento sui depositi e i prestiti a un anno sono stati abbassati rispettivamente cinque e quattro volte, per un totale di 216 e 189 punti base, mentre l'aliquota di riserva obbligatoria è stata ridotta di 200-400 punti base a seconda dell'istituzione. Inoltre, il costante apprezzamento del renminbi cinese rispetto al dollaro statunitense si è arrestato nel quarto trimestre.

AMERICA LATINA

In America latina la crescita economica è stata robusta nella prima metà del 2008 (circa il 5 per cento in Sud America, ma appena il 2,1 per cento in Messico) e le spinte inflazionistiche si sono mantenute elevate e in crescita nel corso dell'anno: nel 2008 l'inflazione è salita all'8,7 per cento (dal 6,1 del 2007) nell'insieme dell'area ed è risultata superiore nei paesi con regimi di cambio fissi o quasi fissi che in quelli con regimi di *inflation-targeting*. Il miglioramento dei fondamentali macroeconomici, gli alti prezzi delle materie prime e il vigore della domanda interna hanno continuato a sostenere le prospettive economiche nella prima metà del 2008, ma hanno anche accentuato le spinte inflazionistiche. Tuttavia, da metà settembre con il procedere della crisi finanziaria mondiale le condizioni di accesso ai mercati finanziari internazionali si sono deteriorate. In particolare, i differenziali sui CDS (*credit default swap*) sul debito sovrano dell'America latina si sono notevolmente ampliati, soprattutto in Argentina e Venezuela (di circa 4.000 e 3.000 punti base, rispettivamente, a fine anno). Inoltre, le valute si

sono deprezzate rispetto al dollaro statunitense, i mercati azionari hanno registrato una flessione significativa (pari a circa il 50 per cento nell'anno) e sono emersi problemi di liquidità. Questi ultimi hanno riguardato particolarmente il Brasile e il Messico, il cui panorama finanziario ha risentito degli ingenti deflussi di capitali.

BRUSCHI CALI NEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME NELLA SECONDA METÀ DEL 2008

Gli andamenti dei prezzi delle materie prime hanno richiamato notevole attenzione in tutto il 2008. I corsi petroliferi hanno continuato a crescere a ritmo sempre più sostenuto nella prima metà dell'anno e l'11 luglio il greggio di qualità Brent ha raggiunto il massimo di 147,5 dollari statunitensi al barile (cfr. figura 3). Nel periodo successivo hanno invece seguito una tendenza calante, esacerbata dalla turbolenza nei mercati finanziari, e alla fine dell'anno il Brent è sceso a 39,5 dollari al barile (espresso in euro, un livello all'incirca corrispondente a quello di dicembre 2004). Nell'anno, il prezzo medio del greggio di qualità Brent è stato pari a 98,3 dollari, superiore del 35 per cento alla media dell'anno precedente.

La prima metà del 2008 è stata contraddistinta da condizioni di mercato estremamente tese. Dal lato dell'offerta, i dati sulla produzione dei paesi non appartenenti all'OPEC sono stati ripetutamente inferiori alle attese. Tale andamento ha costretto l'OPEC ad aumentare la propria produzione per far fronte alla domanda, con ciò causando livelli eccezionalmente bassi di capacità inutilizzata tra i membri dell'organizzazione e amplificando i timori di possibili interruzioni delle forniture per eventi di natura geopolitica. Dal lato della domanda, la crescita è rimasta vigorosa. L'aumento dei prezzi ha avuto come conseguenza una moderazione della domanda nei paesi dell'OCSE ma non in quelli emergenti, nei quali le importazioni di petrolio hanno evidenziato una dinamica sostenuta grazie alla robusta crescita economica e ai sussidi pubblici. Su questo sfondo, le scorte dei paesi dell'OCSE sono diminuite e i prezzi si sono mostrati estremamente reattivi a qualunque notizia o voce che indicasse un peggioramento delle condizioni per l'equilibrio tra domanda e offerta.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Da metà luglio le scorte degli Stati Uniti hanno registrato un aumento contro-stagionale, che ha innescato la successiva correzione dei prezzi. Tale diminuzione è stata esacerbata dalla turbolenza nei mercati finanziari e dall'impatto della stessa sulle prospettive per l'economia mondiale. Ciò ha determinato una nuova revisione pesantemente al ribasso delle proiezioni per la domanda, anche nelle economie emergenti. Su tale sfondo, l'OPEC è intervenuta per stabilizzare i prezzi riducendo sensibilmente la produzione.

Anche i corsi delle materie prime non energetiche hanno mostrato una notevole volatilità per tutto l'anno (cfr. figura 3). L'indice ha registrato un forte aumento nel primo trimestre del 2008, trainato principalmente dalle derrate agricole, mantenendosi successivamente sugli stessi livelli. Non appena i prezzi dei prodotti energetici hanno cominciato a diminuire, i prodotti non energetici li hanno seguiti; la successiva turbolenza nei mercati finanziari ha colpito in particolare le quotazioni dei metalli. In termini aggregati, nel 2008 i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche sono aumentati in media del 14 per cento circa rispetto all'anno precedente.

2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

NEL CORSO DELL'ANNO L'ESPANSIONE DI FONDO DELL'AGGREGATO MONETARIO AMPIO È DIMINUITA, PUR RIMANENDO VIGOROSA

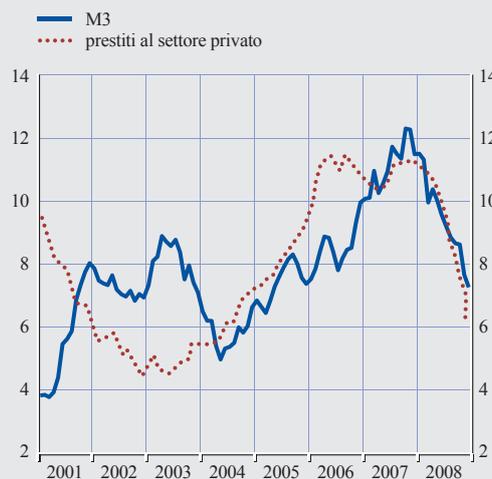
Dopo il picco osservato nel quarto trimestre del 2007, nel corso del 2008 la dinamica di fondo dell'aggregato monetario ampio e del credito nell'area dell'euro è diminuita. Tale andamento si è riflesso nella diminuzione dei tassi di crescita sul periodo corrispondente sia dell'aggregato monetario ampio M3 sia dei prestiti delle IFM al settore privato, scesi in dicembre rispettivamente al 7,3 e al 5,8 per cento, su livelli notevolmente inferiori all'11,5 e all'11,2 per cento di un anno prima (cfr. figura 4).

Nonostante il calo costante, la crescita di M3 è rimasta sostenuta nel 2008. Tale andamento ha riflesso in parte l'effetto di stimolo derivante dal profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti dell'area dell'euro, che ha favorito riallocazioni da attività a più lungo termine a favore di strumenti monetari a breve scadenza (in particolare depositi a termine presso le IFM), i quali offrivano livelli analoghi di remunerazione con minori rischi. È improbabile che tali effetti si protraggano quando l'inclinazione della curva dei rendimenti tornerà su valori normali. Tuttavia, una volta presi in considerazione questi e altri effetti di natura temporanea ricorrendo a un'analisi di ampio respiro dei dati monetari, il tasso tendenziale di espansione dell'aggregato monetario ampio è rimasto elevato alla fine dell'anno, come si evince ad esempio dalla crescita vigorosa dei depositi delle famiglie.

La moderazione della crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito nel corso del 2008 è riconducibile in larga misura all'impatto dei

Figura 4 M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

passati rialzi dei tassi di interesse, al generale irrigidimento delle condizioni di finanziamento e al rallentamento dell'attività economica. Benché talvolta le tensioni finanziarie in atto abbiano esercitato un impatto significativo su specifiche componenti e contropartite di M3 più strettamente connesse alla natura delle turbolenze (come le detenzioni di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari), le tensioni finanziarie non hanno, nel complesso, dato origine a brusche interruzioni nel calo tendenziale della crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito. Nel contempo, i risultati dell'indagine condotta dall'Eurosistema sul credito bancario suggeriscono un progressivo irrigidimento dei criteri di concessione del credito durante l'anno. Per un'analisi più dettagliata dell'impatto che le turbolenze finanziarie hanno avuto sull'analisi monetaria dell'area dell'euro cfr. il riquadro 1.

L'IMPATTO DELLE TENSIONI DEL MERCATO FINANZIARIO SUGLI ANDAMENTI MONETARI

Le tensioni finanziarie cominciate nell'agosto del 2007 hanno avuto un impatto profondo sulle dinamiche a più breve termine di alcune voci del bilancio delle IFM, provocando in vari casi un aumento significativo della volatilità e inversioni di rotta nell'andamento della crescita. Questo riquadro analizza alcuni esempi degli effetti che si sono manifestati nelle diverse fasi del periodo di tensione. Come punti di riferimento vengono prese tre fasi generali: la prima, di inizio delle tensioni, dall'agosto del 2007 al febbraio del 2008 (che copre il periodo di prevalente incertezza alla fine del 2007), la seconda dal marzo del 2008 a metà settembre del 2008 e la terza da metà settembre del 2008 in avanti, quando le tensioni si sono intensificate.

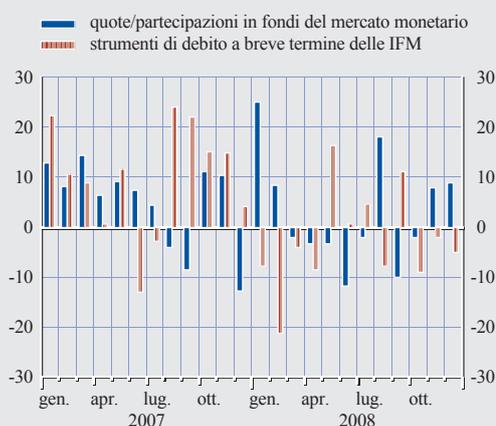
Effetti palesi sulle componenti di M3

Le tensioni finanziarie hanno ad esempio prodotto un impatto evidente sulle componenti dell'aggregato monetario M3 per quanto riguarda gli strumenti negoziabili quali le quote e le partecipazioni in fondi comuni monetari o i titoli di debito a breve termine delle IFM. La volatilità dei flussi mensili in entrata/uscita verso questi strumenti è aumentata, sebbene siano individuabili periodi distinti di deflussi e afflussi (cfr. figura A). L'incremento della volatilità è coinciso con considerevoli diminuzioni dei tassi di crescita sui dodici mesi di questi strumenti.

Gli aumenti dell'incertezza osservati nella prima fase delle tensioni sui mercati si sono riflessi in consistenti deflussi dai fondi comuni monetari al momento dello scoppio delle turbolenze nell'agosto del 2007 e ancora nel dicembre del 2007, a causa dei timori riguardo alle esposizioni di alcuni fondi dell'area dell'euro verso titoli assistiti da attività (*asset-backed securities*). Nei mesi successivi, tuttavia, i flussi sembrano aver invertito la propria direzione, e nel gennaio del 2008 si è registrato l'afflusso maggiore dall'avvio dell'Unione monetaria. Durante la seconda fase i flussi mensili sono risultati per gran parte negativi ma contenuti, sebbene questi deflussi siano stati più o meno compensati da un forte afflusso in agosto, poco prima dell'intensificarsi delle tensioni. Nel corso della terza fase si sono registrati deflussi in settembre e ottobre, riconducibili – diversamente da quelli della prima fase – a una più generale crescita dell'avversione al rischio nei confronti dei fondi comuni monetari innescata dal tracollo di Lehman Brothers e dalle perdite subite dai fondi del mercato monetario statunitensi che avevano investito nella carta commerciale emessa dalla banca di investimento americana. La situazione è stata esacerbata dal fatto che le politiche di provvista delle banche hanno indotto il reindirizzamento di capitali dai fondi del mercato monetario ai depositi bancari, i quali offrivano una remunerazione vantaggiosa. Ciò nonostante, negli ultimi due mesi del 2008, benché gli interventi

Figura A Flussi mensili da/verso quote/partecipazioni in fondi comuni del mercato monetario e strumenti di debito a breve termine delle IFM

(in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

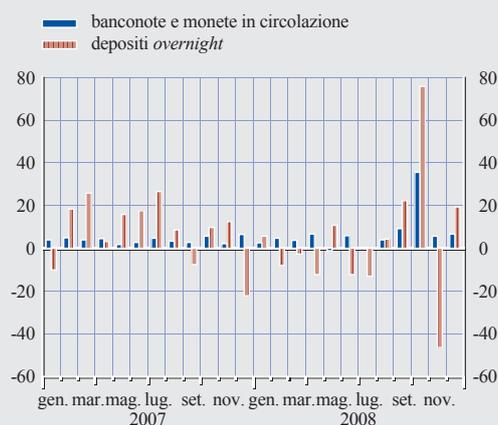
di potenziamento degli schemi di garanzia dei depositi, annunciati dalle autorità, non riguardassero i fondi del mercato monetario, questi ultimi hanno registrato ancora una volta flussi positivi, a indicare che i timori di un loro eventuale fallimento, nutriti dai residenti dell'area dell'euro, erano andati scemando.

Gli andamenti dei titoli di debito a breve termine con scadenza fino a due anni hanno rispecchiato in certa misura quelli dei fondi del mercato monetario, in modo che l'effetto complessivo sull'evoluzione di più breve periodo degli aggregati monetari ampi fosse limitato. Tale andamento può essere spiegato dalla remunerazione attraente di questi titoli, che potrebbe aver indotto soprattutto gli investitori istituzionali a detenerli, inizialmente come sostituti delle quote di fondi comuni monetari nel momento in cui si è ritenuto che questi ultimi fossero esposti al rischio di credito della controparte. Durante la seconda fase le percezioni del rischio di credito della controparte si sono gradualmente spostate sugli istituti di credito e hanno dato luogo ad un calo considerevole degli acquisti di titoli di debito a breve termine delle IFM da parte dei settori detentori di moneta. Nella terza fase, sebbene in settembre si sia registrato un ingente flusso positivo, negli ultimi tre mesi del 2008 i flussi mensili verso i titoli di debito sono ritornati negativi, riflettendo la riluttanza dei settori detentori di moneta ad accrescere le proprie consistenze di questi strumenti.

Contrariamente a quanto osservato per gli strumenti negoziabili, l'impatto sulle altre componenti di M3 è stato piccolo. Solo nella terza fase della crisi si è potuto osservare un impatto su M1, allorché l'insolvenza di Lehman Brothers ha dato luogo a preoccupazioni più diffuse riguardo alla stabilità dei sistemi bancari, portando al prelievo di un ammontare considerevole di liquidità dalle banche dell'area dell'euro (cfr. figura B). Nell'ottobre del 2008 le banconote e monete in circolazione risultavano cresciute di 35 miliardi di euro rispetto ai mesi precedenti. In novembre e dicembre i flussi sono tornati a normalizzarsi, ma l'incremento di ottobre non è stato riassorbito, a indicare che l'ingente quota addizionale di banconote e monete in circolazione potrebbe riflettere la domanda dei non residenti. Un simile andamento si è osservato per i depositi *overnight*, i quali hanno registrato forti afflussi in ottobre, quando l'elevato livello di incertezza ha indotto i detentori di moneta a mantenere i propri fondi nelle forme di deposito altamente liquide. Al riguardo, i depositi *overnight* sono stati utilizzati temporaneamente per collocare fondi provenienti da altre forme di deposito o dalla vendita di titoli di debito a lungo termine e di titoli azionari. Tali afflussi hanno invertito la tendenza in novembre, in linea con le misure di sostegno ai sistemi bancari annunciate dalle autorità e con il ritorno all'allocazione dei fondi sulla base di considerazioni di remunerazione. Nuovi afflussi sono stati registrati a dicembre, sebbene questo potrebbe semplicemente indicare la volontà dei detentori di moneta, in particolare degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (altri intermediari finanziari, AIF), di detenere attività liquide alla fine dell'anno.

Figura B Flussi mensili da/verso banconote e monete in circolazione e depositi *overnight*

(in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

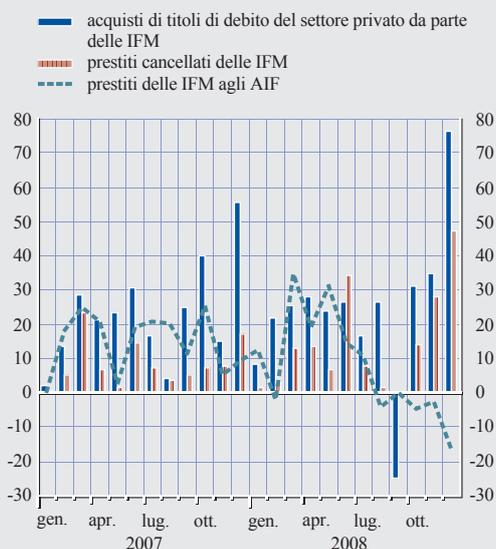
Effetti palesi sulle contropartite di M3

Per quanto riguarda le contropartite di M3, le dinamiche del credito complessivo al settore privato non hanno subito variazioni di rilievo dovute alle tensioni finanziarie, ma lo stesso non può dirsi per le sue singole componenti.

In particolare, nella prima fase delle tensioni il flusso di prestiti agli AIF è stato sostenuto, poiché le società veicolo create dalle banche e classificate fra gli AIF, di fronte all'accresciuta riluttanza degli investitori a finanziarli, hanno utilizzato le linee di credito accordate loro dalle banche sponsor (cfr. figura C). Il flusso di prestiti è rimasto elevato per gran parte della seconda fase; tuttavia, è probabile che tale andamento abbia riflesso sempre più l'esigenza di ottenere finanziamenti e costituire scorte di liquidità da parte dei fondi comuni di investimento. Mentre nella prima fase della crisi le IFM hanno finanziato le rispettive società veicolo del settore degli AIF direttamente attraverso l'erogazione di prestiti, nella seconda fase esse hanno privilegiato l'acquisto di titoli di debito emessi da questi veicoli. Sempre più spesso queste dinamiche si sono manifestate come operazioni di *retained securitisation*, nel contesto delle quali le IFM hanno ceduto parte del loro portafoglio prestiti alle società veicolo e riacquisito le attività create mediante la cartolarizzazione di questi ultimi per stanziarle come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Tale dinamica ha determinato una riduzione del contributo dei prestiti all'espansione del credito complessivo delle IFM e un corrispondente aumento del contributo imputabile ai titoli di debito. Nella terza fase delle tensioni, l'importanza delle operazioni di *retained securitisation* e del loro impatto sui bilanci delle IFM è stata ancora maggiore, poiché le IFM hanno accresciuto il ricorso ai titoli di debito cartolarizzati per ottenere liquidità dall'Eurosistema. Contemporaneamente i prestiti agli AIF sono diminuiti, riflettendo il calo dell'attività di intermediazione collegato con il rallentamento dell'attività economica reale.

Figura C Flussi mensili di prestiti agli AIF, titoli di debito acquistati dalle IFM e prestiti cancellati delle IFM

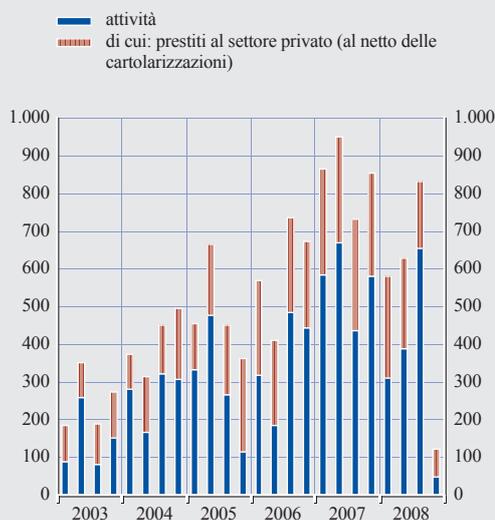
(in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura D Attività degli istituti di credito e prestiti al settore privato

(flussi trimestrali; in miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

L'elevato numero di operazioni di cartolarizzazione, specie nella seconda e terza fase delle tensioni, hanno avuto un impatto anche sulle dinamiche dei prestiti al settore privato (in particolare su quelle dei prestiti alle famiglie), in quanto la rimozione dei prestiti cartolarizzati dai bilanci ("*derecognition*") ha ridotto i flussi netti di prestiti fino a 35 miliardi di euro per mese. Nel complesso, queste dinamiche hanno indotto una sovrastima del calo effettivo della disponibilità di finanziamenti al settore privato non finanziario. Nonostante la diminuzione del tasso di crescita dei prestiti al settore privato, il loro contributo alle variazioni nei flussi da e verso le attività totali delle IMF è rimasto tipicamente stabile. La volatilità registrata nei flussi nel periodo è imputabile soprattutto all'andamento delle attività diverse dai prestiti cartolarizzati al settore privato (cfr. figura D). La situazione è tuttavia cambiata negli ultimi due mesi dell'anno, quando le attività degli istituti di credito hanno registrato un deflusso, mentre in dicembre i flussi di prestiti al settore privato – anche tenendo conto degli effetti delle operazioni di cartolarizzazione – sono risultati negativi. Tale andamento potrebbe essere riconducibile all'aumento del processo di riduzione della leva finanziaria al termine dell'anno finalizzato al "*window-dressing*" dei bilanci.

Conclusioni

Il periodo di tensioni finanziarie ha dato luogo a considerevoli variazioni di breve periodo in determinate sottocomponenti degli aggregati monetari e creditizi ampi. Ciò rende più difficile l'individuazione delle tendenze di fondo che rilevano ai fini della politica monetaria, ma offre al tempo stesso indicazioni importanti sulle condizioni del settore finanziario e sulla disponibilità dei finanziamenti al settore non finanziario.

L'ACUIRSI DELLE TENSIONI FINANZIARIE A METÀ SETTEMBRE HA INCISO SUGLI ANDAMENTI MONETARI

Gli andamenti nei mercati finanziari successivi al fallimento di Lehman Brothers a metà settembre hanno innescato cambiamenti nel comportamento del settore bancario e dei settori detentori di moneta. Poiché l'acuirsi delle turbolenze finanziarie potrebbe esercitare un impatto sui prezzi delle attività, sulla ricchezza, sulle istituzioni finanziarie e sul clima di fiducia, è verosimile che il bilancio delle IMF ne risenta in vari modi con diversi gradi di intensità e con differenti sfasamenti temporali. Per esempio, l'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari potrebbe determinare riallocazioni di portafoglio tra attività monetarie e non monetarie nonché tra singoli strumenti monetari. Di conseguenza, è difficile prevedere l'impatto complessivo.

I dati disponibili fino a dicembre 2008 suggeriscono che, con l'inasprirsi delle tensioni finanziarie, si sono avute significative riallocazioni fra le varie componenti dell'aggregato monetario

ampio. Ad esempio, i flussi verso M1 sono aumentati considerevolmente in settembre e ottobre, per effetto di un'accresciuta preferenza per le attività liquide in presenza di incertezza finanziaria (fra cui quella relativa alla solidità del settore bancario), dando luogo a un'inversione della complessiva tendenza alla diminuzione di M1. Tuttavia, l'impatto complessivo sull'aggregato M3 nel suo insieme è stato relativamente contenuto, soprattutto se si osserva la volatilità sul mese precedente. Inoltre, sebbene le banche siano dovute ricorrere a diversi meccanismi di finanziamento (rispecchiati nell'emissione e nelle consistenze detenute di titoli di debito), vi sono scarse indicazioni di una brusca interruzione dell'offerta di prestiti bancari dopo la metà di settembre tale da comportare il prosciugamento dei prestiti al settore privato non finanziario, sebbene gli andamenti mensili abbiano evidenziato una diminuzione da allora. I risultati dell'indagine condotta dall'Eurosistema sul credito bancario indicano tuttavia un progressivo irrigidimento dei criteri per la concessione del credito applicati ai prestiti.

L'ANDAMENTO DELLE COMPONENTI DI M3 HA RISENTITO PRINCIPALMENTE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI PIATTA

Dal lato delle componenti, il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 ha continuato a diminuire fino al terzo trimestre del 2008, collocandosi in agosto allo 0,2 per cento, un livello notevolmente inferiore al tasso del 6 per cento circa osservato nel quarto trimestre del 2007. Questo rallentamento è riconducibile prevalentemente agli andamenti dei depositi *overnight*, per i quali nel terzo trimestre si è osservato un flusso negativo rispetto allo stesso

periodo dell'anno precedente. Nel complesso, la crescita di M1 nel 2008 ha continuato a risentire soprattutto dell'effetto frenante esercitato dall'aumento del costo opportunità di detenere M1 associato agli incrementi dei tassi di interesse a partire da dicembre 2005. Questo effetto è stato probabilmente compensato in parte dal desiderio di detenere M1 come scorta di liquidità nel contesto di turbolenza nei mercati finanziari. Da metà settembre, tuttavia, le consistenze detenute di M1 avrebbero ripreso un certo vigore a seguito dell'acuirsi delle tensioni finanziarie (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

ANDAMENTI DEL MERCATO MONETARIO DELL'AREA DELL'EURO NEL CONTESTO DELLA TURBOLENZA FINANZIARIA

La turbolenza finanziaria scoppiata nell'agosto del 2007 è proseguita anche nel 2008, intensificandosi in autunno e provocando considerevoli difficoltà per il funzionamento del mercato monetario interbancario e per la gestione della liquidità dell'Eurosistema. Questo riquadro descrive gli andamenti nei segmenti principali del mercato monetario dell'area dell'euro nel 2008, li mette in relazione a quelli di fondo dei mercati finanziari internazionali e spiega le decisioni di gestione della liquidità prese dall'Eurosistema in risposta alle tensioni.

Origini della crisi

Nell'agosto del 2007 il sistema finanziario internazionale è entrato in un periodo di notevole turbolenza innescato principalmente dall'impatto che l'aumento dei tassi di morosità relativi ai mutui ipotecari subprime statunitensi ha avuto sulla valutazione di un'ampia gamma di titoli assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*). La complessità e la scarsa trasparenza dei titoli della finanza strutturata e la mancanza di un prezzo di mercato per molti di questi strumenti ne rendeva difficile la valutazione, con ripercussioni avverse per la valutazione dei bilanci complessivi delle banche. Più precisamente gli investitori si sono disimpegnati dai veicoli di investimento strutturato (*structured investment vehicles*, SIV) e dalle società veicolo che si fondavano sui titoli assistiti da attività, creati tramite la cartolarizzazione dei mutui ipotecari *subprime* statunitensi, e sono divenuti restii a detenere o a rinnovare la carta commerciale garantita da attività (*asset-backed commercial paper*, ABCP) emessa da tali veicoli. Di conseguenza, le banche si sono trovate di fronte al rischio di dover reintegrare i SIV nei propri bilanci e/o di erogare finanziamenti ai SIV e ai veicoli emittenti di ABCP. Con l'aumentare dei timori per gli effetti che ciò avrebbe prodotto sui bilanci e la liquidità, la disponibilità delle banche a finanziarsi vicendevolmente è diminuita. La riluttanza delle banche a prendere parte a operazioni interbancarie era aggravata dalla complessità e dalla scarsa trasparenza di molti di questi prodotti, che portava le banche a dubitare sia del merito di credito delle eventuali controparti, sia (con riferimento alla situazione patrimoniale e di liquidità) delle proprie esposizioni collegate con società veicolo e SIV. Di

conseguenza, le banche hanno cercato di costituire riserve di liquidità. La liquidità del mercato monetario interbancario è quindi diminuita, pregiudicando in particolare il funzionamento dei mercati dei depositi a più lungo termine privi di garanzia (data la preoccupazione delle banche circa le potenziali esposizioni al rischio delle controparti), di quelli dei pronti contro termine con controparti private, dei mercati della carta commerciale e di quelli degli *swap* valutari.

Sebbene da allora siano stati compiuti notevoli progressi nell'individuazione e nella valutazione delle esposizioni ai titoli complessi al centro delle turbolenze di mercato, sussiste ancora incertezza riguardo alle perdite che dovranno sopportare gli investitori e le istituzioni finanziarie del mondo intero. Per questo motivo i mercati monetari sono rimasti sottoposti a tensioni durante tutto il 2007 e il 2008.

Evoluzione della crisi nel 2008

Al fine di passare in rassegna gli sviluppi sui mercati monetari nel 2008 è utile dividere l'anno in quattro periodi, ossia gennaio-febbraio, marzo-giugno, giugno-settembre e da settembre in poi. Per ciascuno di questi periodi vengono di seguito descritti gli eventi principali, le reazioni del mercato e le misure adottate dalla BCE.

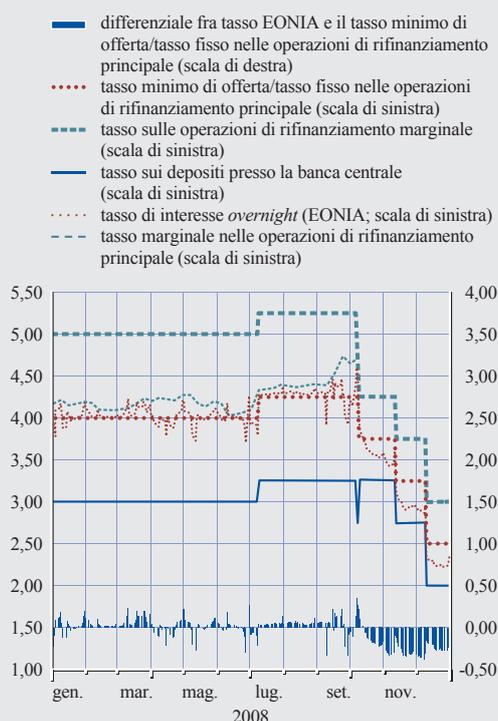
Gennaio-febbraio 2008

Il primo periodo copre i due mesi iniziali del 2008, durante i quali non si sono verificate importanti turbative nel mercato monetario dell'area dell'euro. I mercati degli strumenti monetari privi di garanzia sono tuttavia rimasti volatili e i tassi di interesse sono in genere scesi dai massimi di fine 2007, al venir meno degli effetti di fine anno (cfr. figura 9). I tassi sugli strumenti garantiti sono rimasti sostanzialmente stabili, in assenza di modifiche alla politica monetaria della BCE. Di conseguenza, il differenziale tra i tassi sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti sono per lo più calati (cfr. figura 10).

Nel 2008 la BCE ha continuato a porre l'enfasi sulla separazione che attua fra le decisioni di politica monetaria e la gestione della liquidità necessaria al fine di assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati. La BCE ha proseguito nella politica di aggiudicare un volume di liquidità superiore a quello di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, pur continuando a perseguire il raggiungimento di condizioni di liquidità equilibrate al termine del periodo. Essa ha inoltre allungato la scadenza delle sue

Figura A Tassi di interesse della BCE e il tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

operazioni aumentando gli importi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a scapito di quelle di rifinanziamento principali per temperare le condizioni nei mercati monetari a termine e ha condotto operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento allo scopo di riequilibrare gli sbilanci di liquidità. Nel complesso, la BCE ha fatto pieno uso della flessibilità accordata dal quadro di attuazione della politica monetaria, senza apportare modifiche allo schema di gestione della liquidità fino a settembre. Di conseguenza, l'Eonia è rimasto su valori abbastanza prossimi al tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali, pur evidenziando una certa volatilità (cfr. figura A).

Marzo-giugno 2008

A metà marzo il tracollo di Bear Stearns, una delle maggiori banche di investimento e società di intermediazione mobiliare e di brokeraggio negli Stati Uniti, ha innescato un periodo di rinnovata tensione dei mercati che si è protratto fino a circa metà giugno ed è stato caratterizzato dalla preoccupazione per le continue perdite delle banche, per il deterioramento del contesto macroeconomico e l'aumento dei corsi petroliferi. In questo periodo i tassi sui depositi del mercato monetario privi di garanzia sono aumentati considerevolmente, specie quelli a più lungo termine. Tale andamento è in parte scaturito dalle accresciute tensioni sui mercati monetari, in particolare sulle scadenze più lunghe, e in parte dalle attese di uno spostamento verso l'alto della curva dei tassi di interesse di riferimento futuri della BCE; tali aspettative all'epoca erano più pronunciate per l'ultima parte del 2008 e hanno quindi avuto un impatto maggiore sui tassi a più lungo termine. I tassi sui depositi garantiti sono rimasti sostanzialmente stabili, sicché il differenziale rispetto a quelli sui depositi privi di garanzia è stato determinato principalmente dall'andamento di questi ultimi. In questo periodo la volatilità dei tassi Eonia è cresciuta ed è aumentata la richiesta di liquidità offerta dall'Eurosistema, come indicato dai più elevati tassi marginali nelle operazioni di rifinanziamento principali. Il proseguimento delle misure di liquidità adottate dall'Eurosistema ha contribuito a soddisfare in larga parte tali richieste.

Giugno-settembre 2008

Nel periodo fra metà giugno e metà settembre del 2008 i mercati hanno attraversato nel complesso un periodo di stabilità. I nuovi sviluppi rilevanti ai fini della stabilità finanziaria in altre importanti economie (quali l'acquisizione delle agenzie di emanazione governativa Fannie Mae e Freddie Mac da parte del governo federale statunitense il 7 settembre) non hanno provocato disordini nei mercati monetari. I mercati degli strumenti privi di garanzia, sebbene ancora in stato di tensione, hanno evidenziato una maggiore stabilità, mentre i tassi di interesse nei mercati garantiti sono in media aumentati leggermente, in linea con la decisione del Consiglio direttivo di innalzare al 4,25 per cento il tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali il 3 luglio. Di conseguenza, il differenziale di tasso fra i depositi garantiti e quelli privi di garanzia a tre mesi è calato, senza tuttavia tornare sui bassi livelli di gennaio e febbraio. I tassi Eonia hanno evidenziato una bassa volatilità da luglio all'inizio di settembre, quando le condizioni sono tornate ad agitarsi alla vigilia degli eventi di metà settembre.

Da settembre 2008 in poi

A metà settembre ha avuto inizio un periodo più turbolento che ha influito profondamente sul comportamento dei mercati monetari sino a fine anno. Le tensioni sono riemerse acquistando un vigore senza precedenti allorché, nello spazio di pochi giorni, si è assistito alla vendita di Merrill

Lynch e al fallimento di Lehman Brothers (due delle quattro banche di investimento globali restanti), alla concessione di liquidità di emergenza da parte del governo americano ad AIG, la maggiore compagnia di assicurazione negli Stati Uniti, e l'amministrazione straordinaria per Washington Mutual, la più grande cassa di risparmio e prestito statunitense, decisa da parte delle autorità di regolamentazione federali. In ottobre i primi segni di contagio si sono avvertiti in maniera più ampia nell'area dell'euro. Sempre nello stesso mese, inoltre, i mercati monetari subivano ulteriori tensioni a causa di un brusco ribasso dei mercati azionari, in un contesto macroeconomico in peggioramento.

Le tensioni di mercato si sono intensificate in misura significativa e i premi per il rischio di credito sono saliti su livelli superiori a quelli già registrati durante le turbolenze finanziarie. I tassi sui depositi privi di garanzia, specie nel segmento a breve scadenza, sono decisamente aumentati dopo il fallimento di Lehman Brothers, che ha prodotto effetti a cascata sul sistema bancario dell'area dell'euro. La volatilità implicita ricavata dalle opzioni sui *future* sull'Euribor a tre mesi, che fra marzo e settembre aveva attraversato un periodo di prostrato calo, è aumentata a metà settembre, toccando in ottobre livelli senza precedenti (cfr. figura B).

L'Eurosistema ha risposto in modo rapido e deciso di fronte al nuovo acutizzarsi delle turbolenze. Il Consiglio direttivo ha deciso alcune modifiche temporanee allo schema di gestione della liquidità, finalizzate in particolare a rafforzare la sua funzione di intermediazione e a rassicurare i mercati circa i rischi di liquidità. Nello specifico, l'8 ottobre l'Eurosistema ha deciso in via eccezionale di condurre temporaneamente le operazioni di rifinanziamento principali mediante aste a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di rifinanziamento principale, e di ridurre da 200 a 100 punti base il corridoio intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (quest'ultima misura è poi stata revocata il 18 dicembre, con effetto dal 21 gennaio 2009). In aggiunta, il 15 ottobre l'Eurosistema ha stabilito di potenziare ulteriormente l'offerta di liquidità a lungo termine fino al primo trimestre del 2009, ampliando contestualmente la gamma di attività stanziabili in garanzia. Nello stesso periodo i governi nell'insieme dell'area dell'euro hanno intrapreso iniziative concertate a sostegno della solvibilità delle banche.

Di conseguenza, a partire dall'ottobre 2008 i tassi sui depositi privi di garanzia sono nuovamente diminuiti a livelli inferiori a quelli osservati precedentemente nell'anno, aiutati anche dalle

Figura B Volatilità implicita derivata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2009

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



Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: la misura in punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in percentuale per il tasso di interesse corrispondente (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 del Bollettino mensile della BCE).

aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi di riferimento della BCE nei mesi successivi. La volatilità implicita ricavata dalle opzioni sui *future* sull'Euribor a tre mesi è anch'essa tendenzialmente calata, pur rimanendo su valori ben più elevati di quelli registrati prima di settembre.

Nelle settimane successive al fallimento di Lehman Brothers il differenziale di tasso di interesse fra i depositi garantiti e privi di garanzia a tre mesi ha segnato un aumento sbalorditivo e senza precedenti. In questo periodo i tassi sulle due tipologie di depositi si sono infatti mossi in direzione opposta, con una rapida flessione di quelli garantiti dovuta alle attese di tagli ai tassi di interesse di riferimento. Tale pronunciato calo dei tassi sui depositi garantiti si è protratto da fine ottobre sino alla fine dell'anno, in linea con le riduzioni effettive e attese dei tassi guida della BCE. La diminuzione simultanea dei tassi sui depositi sia garantiti sia privi di garanzia a partire dalla fine di ottobre ha mantenuto il differenziale relativamente ampio e volatile.

Infine, per quanto concerne i tassi sulle scadenze brevissime, le turbolenze del periodo settembre-ottobre hanno drasticamente accresciuto la domanda di liquidità da parte delle banche, come mostra il significativo differenziale creatosi tra il tasso marginale e quello minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali. Ciò ha portato all'offerta di abbondante liquidità da parte dell'Eurosistema, con l'effetto di spingere l'Eonia tendenzialmente al di sotto del tasso di interesse delle operazioni di rifinanziamento principali. Prima che fosse modificato l'assetto di gestione della liquidità, l'Eonia risaliva alla fine di ciascun periodo di mantenimento. A seguito dell'introduzione delle modifiche a metà ottobre e novembre, l'Eonia si è mantenuto inferiore al tasso fisso delle operazioni di rifinanziamento principali, coerentemente con l'offerta di abbondante liquidità ai mercati.

Nell'insieme, durante il 2008 i mercati monetari dell'area dell'euro sono stati piuttosto volatili e hanno dovuto far fronte a sfide considerevoli. In particolare, nel quarto trimestre dell'anno le tensioni nei mercati finanziari si sono notevolmente acuite rispetto al 2007, per effetto di vari shock avversi che hanno colpito il sistema bancario e finanziario. Nel contempo, le condizioni macroeconomiche sono andate costantemente peggiorando, infliggendo un onere supplementare ai mercati finanziari, già fragili. Di conseguenza, nel quarto trimestre del 2008 le tensioni del mercato monetario sono risultate molto più forti e hanno avuto un impatto più duraturo sui tassi del mercato monetario. L'Eurosistema ha nondimeno intensificato le iniziative volte ad assicurare agli operatori l'accesso alla liquidità, le quali, unitamente alle misure adottate dai governi, hanno contribuito ad evitare un ulteriore deterioramento della situazione del settore bancario. Al riguardo, nell'arco dell'intero anno la BCE ha fatto pieno uso della flessibilità accordatale dal quadro di attuazione della politica monetaria, continuando a sottolineare nelle proprie comunicazioni l'importanza di mantenere separate le decisioni di politica monetaria dalla politica di gestione della liquidità volta ad assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati. Mentre l'orientamento della politica monetaria mirava al raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, le misure di gestione della liquidità sono state finalizzate a favorire la continuità operativa e l'ordinato funzionamento dei mercati monetari.

Nel 2008 i depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1) sono rimasti la componente più dinamica di M3. Tuttavia, dopo il sostenuto rafforzamento a metà del 2004, che è proseguito, sebbene a un ritmo più contenuto, nella prima metà del 2008, il tasso di crescita

sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è diminuito nella seconda metà dell'anno, collocandosi al 13,3 per cento in dicembre (cfr. figura 5). Il contributo di questi depositi all'espansione sul periodo corrispondente di M3 ha continuato ad

Figura 5 Principali componenti di M3

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

- M1
- altri depositi a breve termine (M2-M1)
- - - strumenti negoziabili (M3-M2)



Fonte: BCE.

Figura 6 Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno)

- depositi a vista
- depositi con durata prestabilita fino a un anno
- - - depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- depositi con durata prestabilita da uno a due anni
- Euribor a 3 mesi



Fonte: BCE.

aumentare nel corso del 2008, raggiungendo i 7,4 punti percentuali nel terzo trimestre, compensando in parte le flessioni osservate nelle altre componenti di M3. Nel quarto trimestre dell'anno, esso è però diminuito in linea con il calo del tasso di incremento. Nondimeno, questa robusta crescita cela andamenti differenziati fra le singole componenti, in quanto agli ingenti afflussi verso i depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), i quali sono cresciuti a un tasso sul periodo corrispondente del 40 per cento circa nel 2008, si è associata una costante diminuzione delle consistenze detenute di depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, calate in media di oltre il 2 per cento nel corso dell'anno.

Fino al quarto trimestre dell'anno la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha seguito in larga misura l'aumento dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Il differenziale rispetto ai rendimenti dei depositi a risparmio a breve termine e a quelli dei depositi *overnight* si è quindi ampliato,

in quanto la remunerazione di queste forme di deposito solitamente aumenta più lentamente e in misura più contenuta (cfr. figura 6). Tutto questo ha favorito riallocazioni all'interno di M3, in particolare da M1 e dai depositi a risparmio a favore dei depositi a termine. Al contempo, in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta, i depositi a termine a breve scadenza offrono un tasso di remunerazione analogo a quello delle attività a più lungo termine. Dal momento che queste ultime sono meno liquide e comportano in genere un rischio in qualche misura maggiore per chi le detiene, un profilo piatto della curva dei rendimenti tende ad aumentare l'appetibilità di una riallocazione di capitali a favore delle attività monetarie da altre attività non comprese in M3. L'acuirsi delle tensioni finanziarie nel quarto trimestre dell'anno ha accresciuto ulteriormente l'appetibilità dei depositi a termine, mentre le banche compivano ulteriori sforzi per attrarre tali depositi in un momento in cui era difficile ottenere finanziamenti nei mercati monetari all'ingrosso e aumentavano le garanzie sui depositi bancari.

Dopo i sostenuti incrementi del 2007, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili (M3-M2) è diminuito significativamente nel corso del 2008, toccando un minimo dell'1,7 per cento in novembre. Esso ha poi recuperato lievemente, collocandosi in dicembre al 3,0 per cento, in calo dal 20,0 per cento del dicembre 2007. Gli andamenti di questi strumenti sono ascrivibili prevalentemente ai mercati caldi registrati nei tassi di crescita sul periodo corrispondente delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e delle obbligazioni con scadenza fino a due anni. Di conseguenza, il contributo degli strumenti negoziabili al tasso di crescita di M3 è diminuito, collocandosi a 0,6 punti percentuali nel quarto trimestre del 2008, rispetto ai 2,7 del quarto trimestre del 2007.

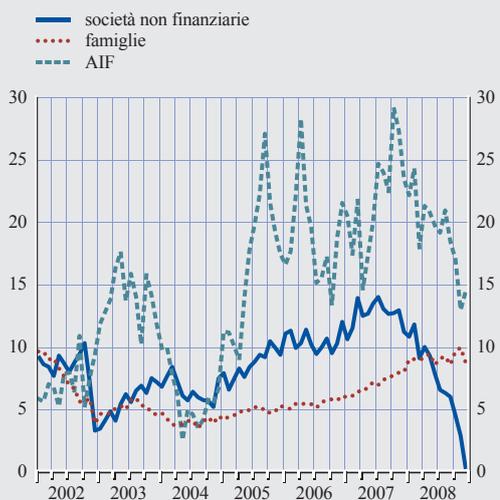
LA CRESCITA DELLE DISPONIBILITÀ MONETARIE DELLE FAMIGLIE È RIMASTA VIGOROSA

L'aggregazione più ampia delle componenti di M3 per la quale siano disponibili dati attendibili per settore detentore è costituita dai depositi a breve termine e dalle operazioni pronti contro termine (in seguito denominati "depositi di M3"). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie ha raggiunto in dicembre l'8,8 per cento (cfr. figura 7), fornendo così il maggiore contributo all'espansione complessiva dei depositi di M3. È quindi proseguita nel 2008 la tendenza al rialzo osservata dalla metà del 2004 nel tasso di incremento dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie, nonostante essa abbia mostrato segnali di stabilizzazione in linea con l'indebolimento dell'attività economica. Il protrarsi della vigorosa crescita dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie (la componente settoriale che rappresenta la maggior parte dei depositi bancari tradizionali, quelli meno interessati dalle innovazioni finanziarie) supporta la tesi secondo la quale l'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio sarebbe rimasta vigorosa alla fine del 2008.

Per contro il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie, dopo essersi stabilizzato a metà

Figura 7 Depositi per settore

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



Fonte: BCE.

Nota: il settore segnalante comprende le IFM esclusi l'Eurosistema e le amministrazioni centrali.

del 2007 ed essere lievemente diminuito nella seconda metà di tale anno, è sceso ulteriormente nel corso del 2008, collocandosi allo 0,3 per cento in dicembre, in calo dall'11,3 di fine 2007. Tale andamento potrebbe riflettere un marcato peggioramento in atto nei flussi di cassa delle società non finanziarie, a causa della natura ciclica della domanda di moneta di questo settore. Esso segnalerebbe anche che le società non finanziarie avrebbero usato i propri flussi di cassa per fronteggiare un rallentamento dei prestiti. Analogamente, il tasso di incremento dei depositi di M3 detenuti dagli AIF ha mostrato un elevato grado di volatilità nel corso dell'anno ed è diminuito di oltre 5 punti percentuali nel 2008 collocandosi al 17,5 per cento sui dodici mesi terminanti in dicembre. Il tasso di incremento dei depositi di M3 degli AIF è rimasto però significativamente più elevato di quello osservato negli altri settori. Ciò è probabilmente imputabile al fatto che, dato il contesto finanziario attuale, i fondi comuni di investimento avevano bisogno di mantenere riserve di liquidità per far fronte a eventuali rimborsi. Queste scorte sarebbero state anche sostenute dai prestiti dalle IFM capogruppo.

LA CRESCITA DEL CREDITO AL SETTORE PRIVATO È DIMINUITA

Dopo il rafforzamento del 2007, nel corso del 2008 il tasso di crescita sui dodici mesi del credito erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è diminuito, dal 10,1 per cento di dicembre 2007 al 6,5 dello stesso mese del 2008 (cfr. figura 8). Tale andamento ha riflesso un calo significativo del tasso di incremento del credito al settore privato, mentre quello relativo al credito erogato alle amministrazioni pubbliche è tornato ad essere positivo. I tassi di crescita sui tre mesi in ragione d'anno, un indicatore degli andamenti di breve periodo, sono diminuiti in misura più marcata, calando dal 12,0 per cento di dicembre 2007 al 6,9 di settembre 2008 e al 3,9 di dicembre 2008.

In particolare, i prestiti delle IFM alle amministrazioni pubbliche sono aumentati lievemente, soprattutto nella seconda metà dell'anno, mentre l'ammontare di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche nei portafogli

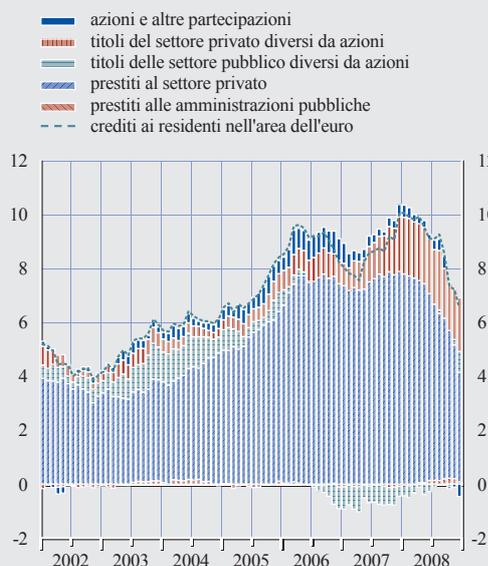
delle IFM, sebbene ridottosi agli inizi dell'anno, è cresciuto vigorosamente nell'ultimo trimestre. A tale riguardo occorrerebbe anche segnalare che si è osservata una certa volatilità alla fine dell'anno, con una diminuzione registrata in settembre e ottobre dei titoli pubblici detenuti dal settore delle IFM. Questo calo è connesso al ridimensionamento della leva finanziaria degli enti creditizi data la liquidità nei mercati dei titoli di Stato e la favorevole evoluzione dei prezzi. Tale calo può essere considerato un'indicazione del fatto che gli enti creditizi hanno usato le attività più liquide come riserve per assorbire le pressioni sulle posizioni patrimoniali e sui finanziamenti, al fine di difendere la loro attività principale, basata sulle relazioni, in particolare la concessione di prestiti alle imprese e alle famiglie. I dati di novembre e dicembre, invece, mostrano un incremento sostanziale delle consistenze di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato è rimasto sostenuto agli inizi del 2008, continuando la tendenza osservata nel 2007, per poi diminuire nella seconda metà dell'anno. I prestiti al settore privato, nonostante la marcata decelerazione, sono rimasti la forma prevalente di credito erogato dalle IFM nel 2008, ancorché il contributo degli acquisti da parte delle IFM di titoli diversi dalle azioni sia moderatamente aumentato. Quest'ultimo incremento ha rispecchiato in larga misura gli acquisti da parte delle IFM di titoli emessi dagli AIF nel contesto delle attività di cartolarizzazione.

Il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato, la componente più importante dei finanziamenti erogati a questo settore, è diminuito per collocarsi al 7,3 per cento nel quarto trimestre del 2008 e al 5,8 in dicembre, dopo aver oscillato attorno all'11 per cento all'inizio dell'anno. Il rallentamento è risultato in linea con l'impatto atteso degli incrementi osservati nei tassi sui prestiti bancari a partire dalla fine del 2005, con la moderazione in atto nel mercato immobiliare, con l'irrigidimento osservato nei criteri di

Figura 8 Crediti ai residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: il settore segnalante comprende le IFM escluso l'Eurosistema.

concessione del credito nel corso dell'anno e con l'andamento dell'attività economica più in generale. Il tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno nel corso ha registrato un netto calo alla fine del 2008, dal 6,8 per cento di settembre al 2,7 di dicembre, se corretto per l'impatto delle operazioni di cartolarizzazione.

Il complessivo rallentamento dei prestiti al settore privato è stato generalizzato fra i vari settori detentori di moneta, benché il livello di correzione sia stato diverso da un comparto all'altro. Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha mostrato una marcata diminuzione, proseguendo l'andamento osservato nel 2007, mentre i cali registrati nei tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie e agli intermediari finanziari non monetari sono stati lievemente più contenuti. Infatti, la ripresa osservata alla fine del 2007 nei prestiti alle società non finanziarie e agli intermediari finanziari non monetari si è protratta nel primo trimestre del 2008 e non si è registrato un rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie fino al secondo trimestre dell'anno.

La decelerazione dei prestiti alle famiglie è stata trainata principalmente dalla diminuzione del tasso di incremento sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni, il quale ha riflesso la moderazione in atto nella dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerose economie dell'area dell'euro, nonché l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento, l'impatto dei passati aumenti dei tassi di interesse e l'indebolimento delle prospettive sull'economia. Allo stesso tempo, l'attività di cartolarizzazione ha continuato a determinare alcune distorsioni sulla crescita di questi prestiti. Di fatto, l'impatto che le attività di cartolarizzazione *pro soluto* hanno avuto sui flussi annuali ha ridotto il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato di circa 1,7 punti percentuali in dicembre (valore lievemente superiore alla media dell'anno). Tuttavia, la natura di queste attività di cartolarizzazione differiva da quella osservata prima dell'insorgere delle turbolenze

nei mercati, in quanto le IFM hanno mantenuto nei propri bilanci le attività cartolarizzate per costituirle in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Ciò nonostante, considerata questa correzione, la crescita dei prestiti si è considerevolmente ridotta nel corso dell'anno.

Il tasso di espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è diminuito nel 2008, pur rimanendo elevato in una prospettiva storica. La domanda di prestiti da parte di queste società è rimasta robusta nella prima metà dell'anno, benché l'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema ne abbia indicato una lieve moderazione. Il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie ha cominciato a diminuire nella seconda metà del 2008, ma è rimasto sostenuto. Vari fattori potrebbero aver sostenuto il perdurante dinamismo di questi prestiti. In primo luogo, il fatto che i prestiti a più lunga scadenza siano la componente con maggiore capacità di tenuta può indicare che vi sia stata un'anticipazione dell'indebitamento in previsione di un futuro deterioramento della disponibilità di credito. Inoltre, tale andamento potrebbe anche riflettere una riallocazione dai titoli di debito ai prestiti nelle forme di finanziamento delle IFM alle società non finanziarie. I dati per il quarto trimestre del 2008 indicano un'ulteriore moderazione della dinamica di breve periodo dei prestiti alle società non finanziarie, in linea con la fase ciclica e con l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento, sebbene è impossibile escludere la possibilità di un ruolo svolto da fattori dal lato dell'offerta.

In conclusione, l'andamento dei prestiti nel 2008 sembra riflettere ancora un flusso considerevole, sebbene in diminuzione, di finanziamenti dalle banche alle società non finanziarie e alle famiglie, con poca evidenza riguardo a una significativa compromissione dell'accesso di tali settori ai prestiti bancari anche dopo l'acuirsi delle tensioni finanziarie a metà settembre. Tuttavia, si è osservato un significativo indebolimento della crescita del credito alle imprese alla fine dell'anno. Inoltre, i risultati dell'indagine dell'Eurosistema sul credito bancario segnalano

un notevole irrigidimento dei criteri per la concessione del credito.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta è notevolmente diminuito, collocandosi all'1,0 per cento nel quarto trimestre del 2008 e a -0,1 per cento in dicembre, dopo aver segnato l'8,5 per cento alla fine del 2007. Tale andamento è particolarmente rilevante nel caso di due componenti, ovvero i depositi a più lungo termine e i titoli di debito delle IFM. La riduzione osservata nel tasso di crescita delle consistenze di depositi a più lungo termine potrebbe riflettere una riallocazione a favore delle scadenze più vicine dato il profilo della curva dei rendimenti e l'acuirsi delle tensioni finanziarie, mentre l'andamento dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM segnala la difficoltà di ottenere finanziamenti attraverso questa fonte.

La posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha mostrato due diverse tendenze nel corso del 2008. Nella prima metà dell'anno si sono osservati considerevoli deflussi di capitali, pari in media a oltre 30 miliardi di euro al mese, cui sono seguiti afflussi più contenuti nella seconda metà. I deflussi probabilmente sono ascrivibili in larga misura alla vendita di attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (riallocazioni a scapito delle attività dell'area dell'euro), mentre gli afflussi riflettono il fatto che le passività sull'estero sono diminuite in misura maggiore rispetto alle attività sull'estero. Di conseguenza, gli afflussi annui osservati nelle attività nette sull'estero delle IFM nel corso del 2007 sono diventati deflussi annui agli inizi del 2008. Tali deflussi annuali hanno raggiunto un massimo di quasi 300 miliardi di euro in luglio per poi diminuire successivamente. I protratti deflussi riflettono probabilmente il riequilibrio in atto dei portafogli internazionali, soprattutto in relazione al deterioramento delle prospettive economiche nell'area dell'euro e alla necessità di ottenere liquidità. La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti rivela che i deflussi annui osservati nella posizione netta sull'estero

delle IFM riflettono principalmente un calo degli investimenti netti di portafoglio in titoli azionari.

LE TENSIONI NEL MERCATO MONETARIO SI SONO ACUITE NEL CONTESTO DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE

I mercati monetari dell'euro hanno continuato a mostrare gravi tensioni in tutto il 2008, dopo l'emergere delle turbolenze finanziarie mondiali nell'agosto del 2007. I volumi di scambio interbancario sono rimasti molto modesti, soprattutto nelle scadenze più lunghe, e i differenziali fra i tassi sui depositi garantiti e quelli non garantiti sono rimasti molto elevati in termini storici.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati per l'intera gamma delle scadenze fra gennaio e ottobre, per diminuire considerevolmente in seguito. Dopo essere stato prossimo al 4 per cento in gennaio, il tasso Eurepo a tre mesi ha raggiunto un massimo del 4,35 per cento circa tra la fine di luglio e gli inizi di agosto ed è rimasto attorno a questo livello fino a metà settembre, per poi scendere e collocarsi allo 0,94 per cento alla fine di febbraio del 2009. L'andamento ha rispecchiato prevalentemente l'evoluzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e le aspettative del mercato riguardo a tali tassi (cfr. la sezione 1 di questo capitolo).

Oltre alla dinamica dei tassi di riferimento, le variazioni sia nell'intensità delle tensioni in atto sui mercati finanziari sia nell'impatto delle stesse sui premi per il rischio di credito e la liquidità hanno svolto un ruolo importante nel determinare i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia (cfr. il riquadro 2). Più specificatamente, l'Euribor a tre mesi è aumentato da un minimo del 4,29 per cento il 29 gennaio a un massimo del 5,39 per cento il 9 ottobre. L'aumento è stato particolarmente marcato a seguito del fallimento di Lehman Brothers a metà settembre (cfr. figura 9). L'Euribor a tre mesi è poi sceso per collocarsi al 2,89 per cento alla fine del 2008, non solo in seguito alle attese di riduzione

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario su operazioni prive di garanzia

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

dei tassi di riferimento, ma anche in ragione dell'annuncio da parte degli Stati membri di piani statali a sostegno delle istituzioni finanziarie. Alla fine di febbraio l'Euribor a tre mesi si collocava all'1,83 per cento.

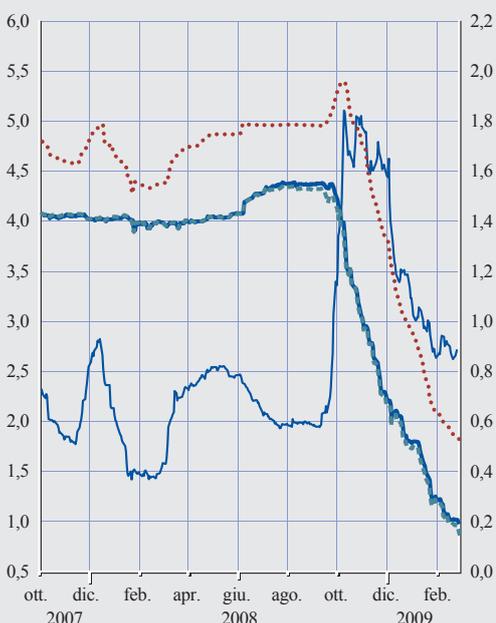
L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dal differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese, ha mostrato una certa volatilità nel corso del 2008, aumentando da un minimo di 12 punti base alla fine di gennaio del 2008 a un massimo di 97 punti base in giugno, per poi diminuire e stabilizzarsi a circa 50 punti base a fine febbraio del 2009.

Anche il differenziale fra i tassi del mercato monetario per operazioni garantite e non garantite è stato molto volatile nel 2008, rimanendo elevato in termini storici e superando

Figura 10 Eurepo, Euribor e swap sui tassi di interesse overnight a tre mesi

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

- Euribor a tre mesi (scala di sinistra)
- ... Euribor a tre mesi (scala di sinistra)
- - - swap a tre mesi sui tassi di interesse overnight (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor e Eurepo a tre mesi (scala di destra)



Fonti: BCE e Reuters.

i livelli osservati nella seconda metà del 2007 nella fase iniziale delle turbolenze finanziarie. Il differenziale fra l'Euribor e l'Eurepo a tre mesi è aumentato da 40 punti base a metà gennaio del 2008 a circa 70 punti base a marzo dopo l'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase; ha toccato un massimo di 184 punti base agli inizi di ottobre, per poi scendere a circa 90 punti base a fine febbraio del 2009 (cfr. figura 10).

Anche la volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi ha oscillato in misura significativa nel 2008, riflettendo la volatilità delle condizioni del mercato monetario e l'incertezza che caratterizza le prospettive macroeconomiche e quindi il corso della politica monetaria. Sospinta dai livelli elevati di incertezza seguiti al fallimento di Lehman Brothers, questa misura della volatilità

dei tassi di interesse (ossia la volatilità implicita nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2009) ha toccato un massimo il 10 ottobre.

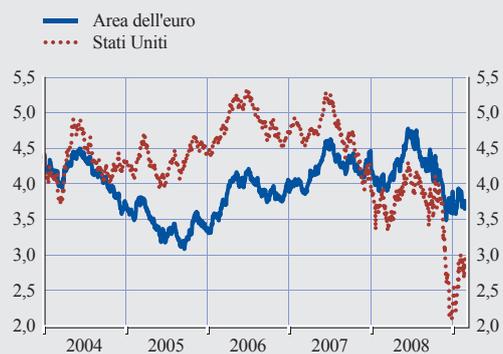
NEL 2008 I RENDIMENTI SUI TITOLI DI STATO SONO DIMINUITI IN UN CONTESTO DI ELEVATA VOLATILITÀ

Nel 2008 i mercati dei titoli di Stato nell'area dell'euro nonché nel resto del mondo sono stati caratterizzati da ampie oscillazioni dei rendimenti, per effetto principalmente di conseguenze dirette e indirette dell'intensificarsi della crisi finanziaria. In un contesto di elevata volatilità giornaliera, nel complesso, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono nettamente diminuiti nel 2008, in larga misura di riflesso all'attuale preferenza degli investitori per titoli molto liquidi e sicuri, a notevoli riduzioni dei tassi di politica monetaria e, infine, a brusche revisioni al ribasso delle prospettive per l'attività economica e l'inflazione. La straordinaria incertezza, circa gli effetti finali della crisi finanziaria sulle future condizioni dell'economia mondiale e le conseguenti reazioni di politica monetaria, si è riverberata negli accresciuti livelli di volatilità effettiva e attesa dei mercati obbligazionari; l'incertezza degli investitori ha registrato un'impennata soprattutto verso la fine dell'anno con l'intensificarsi delle tensioni finanziarie dopo il fallimento di Lehman Brothers. Inoltre, i differenziali fra i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro e quelli sui corrispondenti titoli tedeschi hanno continuato ad ampliarsi nel 2008, rispecchiando le differenze dei premi per il rischio di credito e la liquidità (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 6). Alla fine del 2008 i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si sono collocati rispettivamente al 3,6 e al 2,2 per cento circa, registrando un valore inferiore di 75 e 184 punti base rispetto a quelli osservati un anno prima (cfr. figura 11).

Gli eventi connessi alle turbolenze finanziarie in atto, l'acuirsi delle stesse a partire da settembre e il loro impatto sull'economia reale può, almeno

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: Bloomberg, EuroMTS, Reuters e BCE.

Nota: prima di gennaio 2007, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina a 10 anni. A partire da gennaio 2007, il rendimento dei titoli a 10 anni dell'area dell'euro è rappresentato dal tasso di parità a dieci anni desunto da titoli sovrani con rating AAA.

in parte, spiegare l'andamento dei principali mercati obbligazionari. Per tutto il 2008 il panorama finanziario ha subito una profonda ridefinizione nel contesto di avvenimenti straordinari. Di conseguenza, i governi sia degli Stati Uniti sia dell'area dell'euro hanno annunciato una serie di misure volte a sostenere il sistema finanziario, migliorare il clima di fiducia dei consumatori, favorire l'attività economica e assicurare l'offerta di credito alle famiglie e alle imprese. Negli Stati Uniti, a incominciare con l'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase in marzo, è scomparso il modello di attività della banca che opera solamente come banca di investimento. La crisi finanziaria si è intensificata tra la fine dell'estate e l'autunno quando, fra l'altro, sono state nazionalizzate le agenzie statunitensi di emanazione governativa Fannie Mae e Freddie Mac, Lehman Brothers ha dichiarato fallimento e la Federal Reserve ha erogato un prestito straordinario al gruppo assicurativo AIG a fronte di una partecipazione dell'80 per cento. Alla fine di settembre le gravi tensioni finanziarie si erano estese anche all'area dell'euro, ponendo sotto pressione varie istituzioni finanziarie. Di conseguenza, nell'area dell'euro si sono avuti numerosi interventi tesi ad alleviare le

pressioni sul sistema finanziario. Come riferito dalla Commissione europea riguardo alla dichiarazione su un piano d'azione europeo concertato dei paesi dell'area dell'euro, formulata al vertice del 12 ottobre, con tali interventi si intendeva "coordinare gli sforzi nazionali per risollevare il sistema bancario, proteggere i risparmiatori e aumentare il flusso del credito. Il piano prevede l'assunzione da parte dello Stato di partecipazioni negli istituti di credito in difficoltà per rimpinguare le loro finanze e garanzie statali sulle operazioni di rifinanziamento bancario, così da ridurre la rarefazione del credito". In tale contesto e a fronte del deterioramento delle prospettive macroeconomiche, sia la Federal Reserve sia la BCE hanno intrapreso una serie di iniziative per rafforzare le rispettive operazioni di liquidità e fornire sostegno ai mercati finanziari. Inoltre, le due banche centrali hanno ridotto ripetutamente i tassi di riferimento, influenzando così sui rendimenti obbligazionari. In particolare, il 16 dicembre 2008 gli interventi della Federal Reserve sono culminati in una riduzione dei tassi di riferimento a un minimo storico. Il tasso obiettivo sui *federal funds* è stato mantenuto in un intervallo, anziché su un livello, fra lo zero e lo 0,25 per cento. Inoltre la Federal Reserve ha annunciato, fra l'altro, la possibilità di acquistare titoli del Tesoro a più lungo termine e anche questo fattore potrebbe aver contribuito al calo dei rendimenti obbligazionari.

Su questo sfondo, fino all'inizio della primavera del 2008 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno proseguito su entrambe le sponde dell'Atlantico il calo tendenziale iniziato a metà 2007, con il progressivo intensificarsi dei timori circa le condizioni del mercato immobiliare statunitense. Tale evento ha determinato una pronunciata flessione della propensione al rischio, determinando riallocazioni di portafoglio da azioni e altre attività rischiose a favore delle obbligazioni sovrane e una conseguente contrazione dei rendimenti. I rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati fra la primavera e la fine dell'estate per poi diminuire bruscamente. Mentre l'aumento dei rendimenti può ricondursi alla percezione

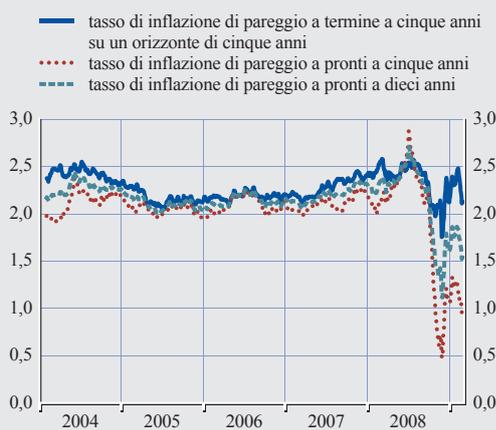
di un aumento dei rischi di inflazione a livello mondiale, in un contesto di marcate pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime e dei beni alimentari, il loro successivo calo può spiegarsi con fenomeni di fuga verso la qualità e verso la liquidità, a causa dei rinnovati timori relativi al settore finanziario e più specificatamente all'ulteriore intensificarsi delle turbolenze finanziarie. Inoltre, in autunno devono aver contribuito a questa flessione dei rendimenti obbligazionari i dati macroeconomici più recenti che indicavano un marcato rallentamento della crescita mondiale e una variazione dei rischi di inflazione percepiti, rivisti al ribasso. Non sorprende il fatto che negli Stati Uniti, dove la crisi finanziaria è diventata alquanto grave, la diminuzione dei rendimenti obbligazionari sia stata più pronunciata che nell'area dell'euro. Più in generale i titoli di Stato statunitensi erano anche considerati in media più liquidi rispetto ai titoli di Stato dell'area dell'euro e anche questo fattore ha concorso a un ulteriore calo dei rendimenti di tali titoli negli Stati Uniti.

Dall'inizio dell'anno fino approssimativamente a metà settembre i rendimenti reali dei titoli di Stato hanno oscillato attorno al 2 per cento nell'area dell'euro. Successivamente, fino a fine ottobre circa, i rendimenti reali sono aumentati. Dopo aver raggiunto un massimo del 3 per cento circa in ottobre, il rendimento reale a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è diminuito e, alla fine dell'anno, si è collocato su un valore lievemente inferiore al 2 per cento. Sebbene tra settembre e ottobre i rendimenti reali siano aumentati per effetto della scarsa liquidità e di fattori tecnici che causano tensioni nei mercati delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, l'andamento ha registrato in seguito un'inversione di tendenza nel contesto dei timori per le prospettive economiche.

Durante il 2008 anche l'evoluzione nel tempo del tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che misura le attese di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato e i relativi premi al rischio, ha risentito degli andamenti nei mercati finanziari e delle prospettive macroeconomiche.

Figura 12 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Benché questa misura delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato e dei relativi premi al rischio nell'area dell'euro sia salita collocandosi a circa il 2,5 per cento fino all'estate, rispecchiando le crescenti pressioni sui prezzi delle materie prime e dei beni alimentari, in autunno è significativamente diminuita (cfr. figura 12). Alla fine del 2008 questo tasso si è collocato al 2 per cento circa. A questo calo hanno contribuito sia le attese di una diminuzione dell'inflazione nel contesto delle

prospettive di un indebolimento dell'economia sia fattori tecnici che esercitano un effetto di distorsione sulla quotazione relativa dei titoli nominali tradizionali rispetto a quelli, generalmente molto meno liquidi, indicizzati all'inflazione. Pertanto, l'interpretazione dei tassi di inflazione di pareggio come indicatori delle attese di inflazione degli operatori di mercato e dei relativi premi al rischio è stata gravemente compromessa da fattori di mercato particolari, soprattutto con l'acuirsi della crisi finanziaria in settembre.

L'incertezza percepita dagli operatori di mercato sui titoli di Stato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita, ha continuato ad aumentare nell'intero arco dell'anno, registrando un'impennata da settembre in un contesto di forte nervosismo dei mercati finanziari mondiali. In questo periodo dell'anno, dopo il rapido declino di numerosi protagonisti del sistema finanziario e la conseguente fuga verso la sicurezza e la liquidità, la volatilità dei mercati obbligazionari ha toccato livelli particolarmente elevati negli Stati Uniti. Alla fine di settembre, tuttavia, quando l'instabilità finanziaria si è fatta più grave anche in Europa, la volatilità dei mercati obbligazionari è aumentata anche in questo continente (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 3).

Riquadro 3

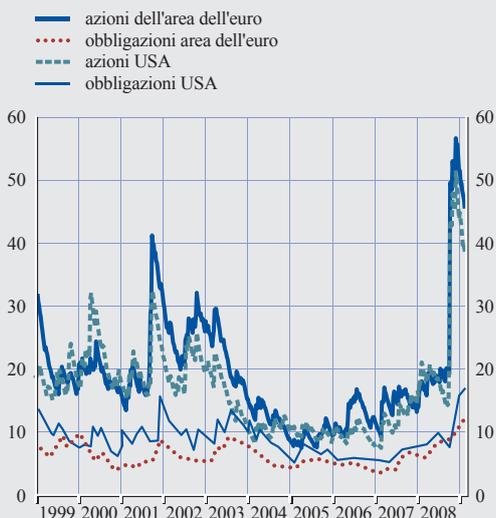
VOLATILITÀ E LIQUIDITÀ NEI MERCATI AZIONARI E DEI TITOLI DI STATO

Nel corso della crisi finanziaria i mercati azionari e obbligazionari si sono caratterizzati per una crescente volatilità, come mostra la figura A¹. Essa ha tratto origine dal concorso di vari fattori, ossia la liquidazione di posizioni ad alto grado di leva finanziaria, l'elevato numero di shock informativi che hanno colpito i mercati, la grande incertezza e la considerevole avversione al rischio degli operatori di mercato. L'accresciuta avversione al rischio ha probabilmente esacerbato l'impatto degli shock informativi e dell'incertezza sull'evoluzione dei prezzi, con il risultato che le oscillazioni di questi ultimi sono risultate più pronunciate.

¹ Cfr. il riquadro. *Volatilità anomala nei mercati azionari mondiali* nel numero di novembre 2008 del Bollettino mensile.

Figura A Volatilità effettiva dei rendimenti settimanali di titoli azionari e obbligazionari

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

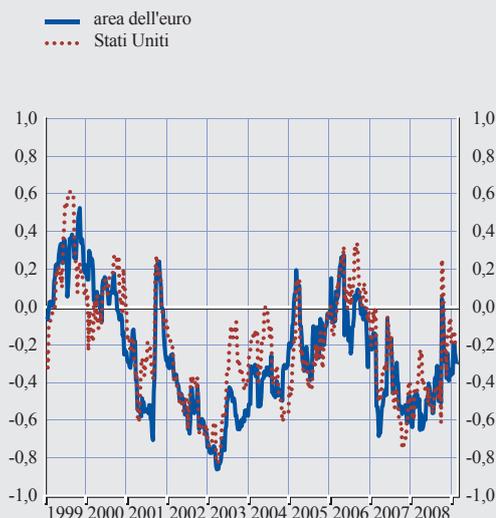


Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: i rendimenti azionari per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti sono calcolati rispettivamente in base agli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500. I rendimenti obbligazionari sono calcolati a partire dai dati sui rendimenti dei titoli a cedola zero statunitensi e tedeschi forniti da Bloomberg. La volatilità è calcolata in base a medie mobili ponderate esponenzialmente.

Figura B Correlazione fra i rendimenti settimanali dei titoli azionari e obbligazionari

(dati settimanali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: i rendimenti sono calcolati come indicato nella figura A. Le correlazioni sono calcolate in base a medie mobili ponderate esponenzialmente.

Durante la crisi si sono osservati prolungati periodi di forte correlazione negativa fra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari (cfr. figura B). Essa potrebbe essere interpretata come indicativa di flussi di capitali dai mercati azionari verso i segmenti più liquidi dei mercati dei titoli di Stato alla ricerca di investimenti sicuri. L'ultimo periodo di correlazione negativa così pronunciata si era avuto nel 2003, quando gli indici del mercato azionario avevano toccato un punto di minimo. Negli ultimi mesi del 2008 la correlazione negativa si è fatta meno marcata, a fronte di un aumento della volatilità anche nei mercati obbligazionari. Ciò si è verificato sulla scia di indicazioni sempre più chiare che gli andamenti dei mercati finanziari stavano avendo ripercussioni significative sull'economia reale. È probabile che oltre alla maggiore variabilità delle aspettative di inflazione e dei premi al rischio anche le ampie revisioni delle aspettative degli operatori riguardo all'evoluzione futura dei tassi ufficiali abbiano contribuito all'aumento della volatilità dei rendimenti obbligazionari a lungo termine.

L'accresciuta volatilità del mercato dei titoli di Stato ha reso gli operatori generalmente più restii a fornirsi vicendevolmente liquidità in via continuativa tramite la formulazione di quotazioni negoziabili per importi elevati nei mercati a ordini con limite di prezzo. Benché i titoli di Stato più liquidi, come quelli emessi dalle amministrazioni federali di Stati Uniti e Germania, abbiano svolto la funzione di "approdi sicuri" durante la crisi finanziaria, le pressioni non hanno risparmiato neanche questa categoria di attività². I titoli di Stato, diversamente dalle azioni, sono negoziati diffusamente al di fuori delle borse regolamentate, il che comporta inevitabilmente una maggiore frammentazione degli scambi. In base alle indicazioni rilevabili dalle piattaforme di

² Con riferimento al mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro, per un'ulteriore analisi dell'impatto dei flussi di portafoglio diretti verso attività considerate più sicure, cfr. il riquadro 6.

contrattazione elettronica dei titoli di Stato europei, anche per i titoli più liquidi si sono verificate considerevoli flessioni sia nei volumi negoziati sia negli importi che gli operatori si impegnavano a scambiare al prezzo indicato. Segnali di un deterioramento della liquidità di mercato si sono ravvisati anche nei differenziali denaro-lettera quotati, che si sono significativamente ampliati. Come in precedenti episodi di tensione legata alla liquidità, quale la turbolenza del 1998, il peggioramento delle condizioni di liquidità è stato più pronunciato per quei titoli che risultavano già relativamente illiquidi prima dello scoppio della crisi finanziaria. Ad esempio, i rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione sembrano aver risentito fortemente dei premi per la liquidità in alcuni mercati³.

Stando agli operatori di mercato, le transazioni – in particolare quelle di maggiori dimensioni – vengono sempre più spesso eseguite fra intermediari per il tramite di *broker*, per cui è probabile che il calo dei volumi scambiati sulle piattaforme di contrattazione elettronica sovrastimi quello dell'attività di negoziazione complessiva. Il livello delle contrattazioni di titoli del Tesoro dell'area dell'euro può tuttavia essere quantificato anche a partire dai mercati dei *futures*. I *futures* sui titoli di Stato sono fra gli strumenti più negoziati al mondo e rappresentano uno dei pochi mercati nei quali la liquidità è rimasta pressoché intatta. Nella misurazione dell'attività di mercato i *futures* presentano inoltre l'ovvio vantaggio di essere negoziati in mercati regolamentati, per i quali sono prontamente disponibili dati sull'attività complessiva.

Le evidenze aneddotiche indicano che i *dealer* di obbligazioni hanno significativamente ridotto le dimensioni dei propri bilanci in risposta all'accresciuta volatilità dei rendimenti e all'aumento dei costi di rifinanziamento. Poiché i contratti *futures* sono uno degli strumenti privilegiati per la copertura del rischio di tasso di interesse all'interno dei portafogli obbligazionari dei *dealer*, è possibile che il numero di *futures* scambiati a questo scopo sia diminuito. La figura C mostra che il volume delle contrattazioni di *futures* è effettivamente calato a partire dallo scoppio delle turbolenze finanziarie a metà 2007. In particolare, da allora il numero dei contratti più comunemente scambiati, ossia i *futures* sul titolo di Stato decennale, è calato di oltre due terzi negli Stati Uniti e di oltre la metà in Germania. Contrazioni leggermente inferiori si sono osservate negli scambi dei *futures* sui titoli a cinque anni.

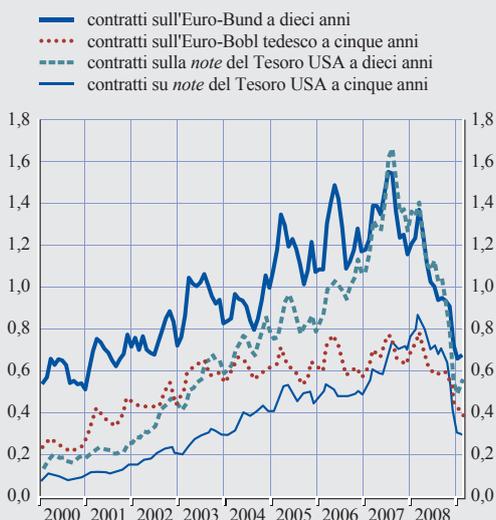
La figura D mostra che il volume delle contrattazioni nei mercati azionari – misurato come numero medio di contratti scambiati mensilmente – ha dato prova di una capacità di tenuta relativamente buona sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, nonostante la lieve flessione registrata, in particolare nell'area dell'euro, all'inizio del 2009. Come già notato, l'attività di negoziazione relativamente robusta nei mercati azionari potrebbe riflettere la presenza di numerosi shock informativi. A parità di altre condizioni, infatti, i prezzi di mercato dovrebbero aggiustarsi all'arrivo di nuove informazioni, e una frequenza di shock informativi superiore alla norma dovrebbe far aumentare gli scambi. Nel caso dei mercati azionari, gli shock informativi possono riflettere sia la revisione delle aspettative circa i dividendi futuri sia le variazioni del fattore di sconto. Per contro, i flussi monetari collegati ai titoli di Stato tradizionali sono fissi in termini nominali, per cui le relative valutazioni varieranno unicamente in funzione di variazioni del fattore di sconto.

L'aumento considerevole dell'incertezza macroeconomica nel corso del 2008, unitamente alla riduzione delle dimensioni dei bilanci da parte degli operatori di mercato, ha dato luogo

³ Cfr. il riquadro dal titolo *Recenti incrementi dei rendimenti reali e relative implicazioni per l'analisi delle aspettative di inflazione* nel numero di novembre 2008 del Bollettino mensile.

Figura C Volumi degli scambi di contratti future su titoli del Tesoro

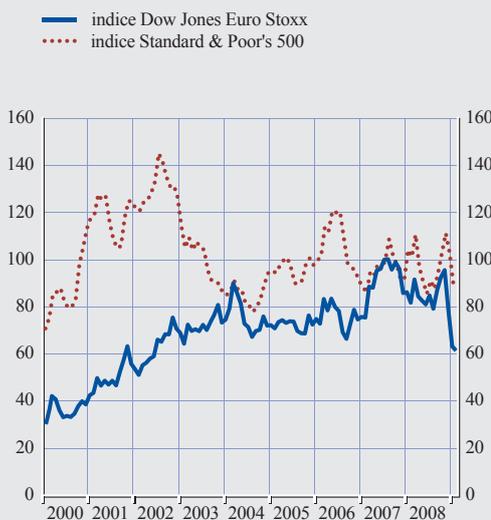
(in milioni di contratti; media mobile di tre mesi di dati giornalieri)



Fonti: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade e Eurex Deutschland.
Nota: l'importo nozionale unitario è di 100.000 euro per i contratti sull'Euro-Bobl e sull'Euro-Bund e di 100.000 dollari per i contratti sulle note del Tesoro USA.

Figura D Volume degli scambi nei mercati azionari

(indice: luglio 2007 = 100; media mobile di tre mesi di dati mensili)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.
Nota: il volume degli scambi è misurato in termini di numero totale dei titoli scambiati per le società ricomprese negli indici.

a impennate della volatilità e a un grave deterioramento della liquidità in molti segmenti del mercato finanziario. Questi eventi non hanno risparmiato neppure quei mercati che di norma sono considerati altamente liquidi e si caratterizzano per livelli minimi di rischio, quali i mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro. Con la riduzione dell'incertezza macroeconomica e il venir meno del processo di ridimensionamento della leva finanziaria, la volatilità dovrebbe attenuarsi, portando a una normalizzazione della situazione di liquidità del mercato.

Nei primi due mesi del 2009 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono moderatamente cresciuti di circa 10 punti base mentre l'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi è stato più pronunciato e di circa 80 punti base. Il 27 febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni si collocavano a circa 3,7 e 3,0 per cento rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Su entrambe le sponde dell'Atlantico gli andamenti dei rendimenti a lungo termine sono stati influenzati da prospettive economiche in rallentamento, avversione al rischio in aumento, i connessi fenomeni di fuga verso la liquidità e le preoccupazioni crescenti circa le necessità di finanziamento degli emittenti sovrani. Se i primi due fattori tendevano a spingere al ribasso i rendimenti, il terzo, che

sembra aver predominato sugli altri due negli Stati Uniti, li portava al rialzo. Nello stesso periodo anche i rendimenti a lungo termine dei titoli indicizzati all'inflazione crescevano riflettendo presumibilmente le tensioni sui mercati di tali titoli.

NEL 2008 I CORSI AZIONARI HANNO REGISTRATO UNA FORTE FLESSIONE

L'anno 2008 è stato caratterizzato da un'elevata volatilità e da forti diminuzioni dei corsi azionari in tutto il mondo, nel quadro di numerosi eventi che hanno ridefinito il panorama finanziario, soprattutto negli Stati Uniti, nonché di condizioni macroeconomiche mondiali in peggioramento. Nel complesso, alla fine del 2008 le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, negli Stati Uniti

Figura 13 Principali indici dei corsi azionari

(indici: riportati in base 100 il 31 dicembre 2007; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

Nota: 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.

e in Giappone, misurate rispettivamente dagli indici Dow Jones Euro Stoxx, Standard & Poor's 500 e Nikkei 225, sono state inferiori del 46, 39 e 42 per cento circa rispetto alla fine del 2007 (cfr. figura 13). Le oscillazioni dei corsi azionari sono diventate particolarmente pronunciate in marzo e a partire da settembre, per effetto delle tensioni nei mercati finanziari mondiali. Inoltre, ai risultati negativi dei mercati azionari ha concorso anche la minore crescita degli utili effettivi e attesi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Questo andamento dei valori di borsa ha avuto luogo in un contesto di elevata volatilità, che in ottobre e novembre ha raggiunto livelli eccezionali.

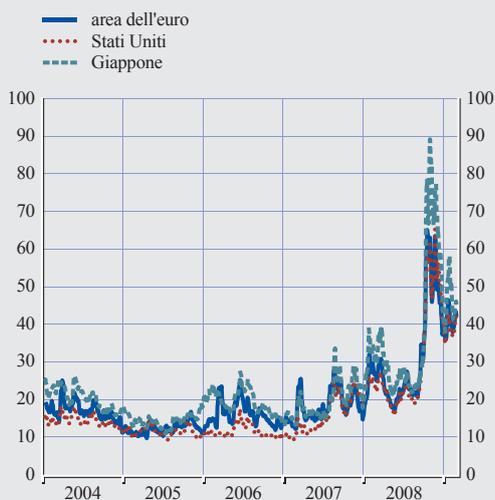
Dall'inizio dell'anno fino a metà marzo, i corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone hanno seguito un andamento al ribasso, che ha registrato una parziale inversione di tendenza quando JPMorgan Chase ha acquisito Bear Stearns dopo aver ricevuto uno specifico finanziamento dalla Federal Reserve (del tipo *non-recourse loan*). Il piano di salvataggio di Bear Stearns è stato percepito favorevolmente

dagli operatori di mercato, che hanno modificato le proprie percezioni di rischio, contribuendo pertanto a sostenere i mercati azionari. In questo scenario, da metà marzo ai primi di giugno l'indice Dow Jones Euro Stoxx è aumentato di quasi il 10 per cento, l'indice Standard & Poor's 500 di circa l'8,5 per cento e l'indice Nikkei 225 del 22,5 per cento.

Durante l'estate, tuttavia, le quotazioni azionarie sono diminuite in misura significativa per effetto dei rinnovati timori relativi al settore finanziario e alle prospettive per l'economia mondiale. In questo periodo la pressione è aumentata sulle agenzie statunitensi di emanazione governativa (*government-sponsored enterprises*, GSE), Fannie Mae e Freddie Mac, nonché sugli assicuratori specializzati nell'offerta di garanzie sui titoli di debito e altri finanziamenti. Inoltre, nella prima metà dell'estate i prezzi delle materie prime hanno registrato rapidi incrementi, aggravando le prospettive economiche mondiali. Il mese di settembre ha visto un susseguirsi di importanti eventi nei mercati finanziari, con la nazionalizzazione delle suddette GSE, il salvataggio del gruppo assicurativo AIG da parte della Federal Reserve e del Tesoro statunitense e la virtuale scomparsa del modello di banca d'investimento indipendente dovuta al fallimento di Lehman Brothers, all'acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America e alla trasformazione di Goldman Sachs e Morgan Stanley in holding bancarie. In seguito a questi eventi straordinari e in risposta al dilagare delle turbolenze all'esterno del sistema finanziario statunitense, sono stati avviati piani di salvataggio governativi anche per istituzioni finanziarie europee. Su entrambe le sponde dell'Atlantico governi e istituzioni pubbliche hanno attuato una serie di interventi volti alla stabilizzazione del sistema finanziario, fra cui le garanzie sui depositi ai titolari di conti privati, le misure di ricapitalizzazione bancaria e le azioni per rafforzare la liquidità del sistema bancario. Inoltre, le principali banche centrali hanno ridotto i tassi di riferimento nel contesto di un intensificarsi delle turbolenze finanziarie e del deterioramento delle prospettive macroeconomiche.

Figura 14 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonte: Bloomberg.

Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei corsi azionari su un periodo fino a tre mesi, derivata dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferisce la volatilità implicita sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

Il ribasso dei mercati azionari è stato aggravato da un decremento della crescita degli utili effettivi e attesi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Fra il dicembre 2007 e il dicembre 2008, la crescita degli utili effettivi, calcolati in termini di utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, è divenuta negativa con un valore pari al -16 per cento. Analogamente, anche gli utili attesi sono stati drasticamente rivisti al ribasso. Il tasso di crescita atteso degli utili per azione sull'orizzonte a dodici mesi è sceso dal 9 per cento circa della fine di dicembre 2007 a pressoché l'1,6 per cento alla fine dello stesso mese del 2008. La diminuzione della redditività delle imprese dell'area dell'euro e le notizie negative sull'andamento degli indicatori macroeconomici hanno influito negativamente sulle quotazioni nei mercati azionari.

In un contesto di perduranti tensioni nei mercati finanziari e di deterioramento delle condizioni

macroeconomiche, i mercati azionari sono stati caratterizzati da un grado elevato di incertezza, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni. La volatilità delle azioni è stata particolarmente elevata durante i principali episodi che hanno scosso i mercati finanziari, ovvero in marzo e a partire da settembre (cfr. figura 14). Su questo sfondo, è probabile che i premi al rischio azionario siano aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, concorrendo così a deprimere i corsi delle azioni.

In una prospettiva settoriale, fra dicembre 2007 e dicembre 2008 sono stati i prezzi delle azioni del settore finanziario a subire le perdite maggiori sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, diminuendo rispettivamente del 57 e 51 per cento circa. Anche i corsi azionari del settore non finanziario sono scesi significativamente, pressoché del 41 per cento nell'area dell'euro e del 36 per cento negli Stati Uniti.

Agli inizi del 2009 il deteriorarsi delle prospettive dell'economia mondiale e il rinnovarsi dei timori circa le condizioni del sistema finanziario hanno provocato un ulteriore ribasso dei corsi azionari. Fra la fine del 2008 e il 27 febbraio 2009 gli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500 hanno subito una flessione del 17 e del 19 per cento rispettivamente.

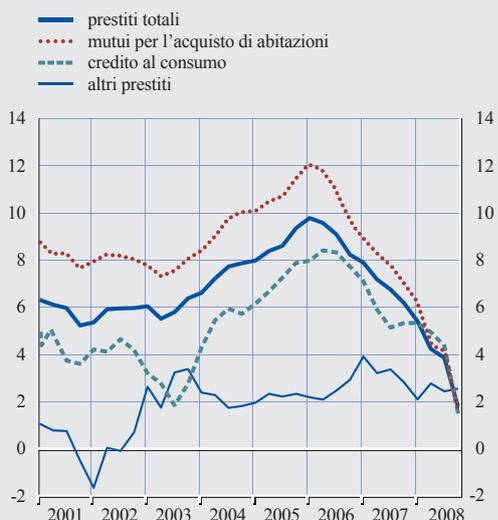
IL RITMO DI CRESCITA DELL'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE È SCESO ANCORA

L'indebitamento delle famiglie ha continuato a rallentare nel corso del 2008, rispecchiando l'impatto di fattori come l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, l'indebolimento delle prospettive economiche e la moderazione in atto nella dinamica del mercato immobiliare.

Il tasso annuale di crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie, principale fonte di indebitamento di queste ultime nel 2008, è sceso dal 6,2 per cento della fine del 2007 all'1,8 per cento del dicembre 2008. Allo stesso tempo il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie da parte di istituzioni diverse dalle IFM (ovvero AIF, società di assicurazione e fondi pensione) ha continuato a essere superiore a quello dei prestiti delle IFM

Figura 15 Prestiti delle IFM alle famiglie

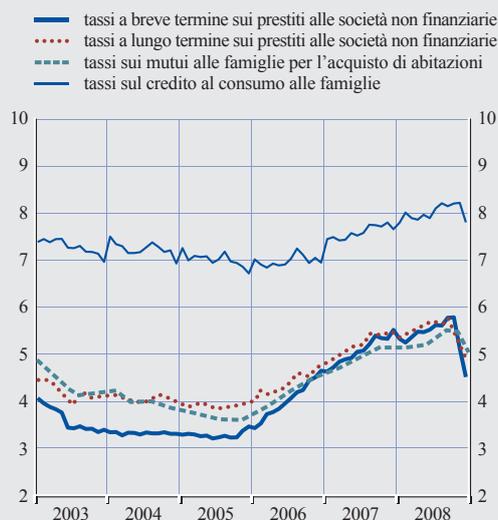
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Figura 16 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)



Fonte: BCE.

alle famiglie, collocandosi al 10,4 per cento nel terzo trimestre del 2008. L'andamento riflette in parte l'effetto delle attività di cartolarizzazione *pro soluto*, nell'ambito delle quali i prestiti vengono cancellati e quindi rimossi dai bilanci delle IFM per essere successivamente iscritti come prestiti erogati da AIF.

La scomposizione dei prestiti delle IFM alle famiglie per finalità indica che la principale determinante della moderazione è stata la diminuzione del tasso di espansione dell'indebitamento per l'acquisto di abitazioni. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato pari all'1,7 per cento nel dicembre 2008, dopo essersi collocato al 7,1 per cento nello stesso mese del 2007 (cfr. figura 15). La flessione è stata in linea con i rallentamenti osservati nei prezzi delle abitazioni e nell'attività del mercato degli immobili residenziali in diverse economie dell'area dell'euro. I risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema confortano questa valutazione, in quanto nel corso del 2008 le banche hanno individuato nel peggioramento delle prospettive del mercato

immobiliare e nel deterioramento del clima di fiducia dei consumatori i principali fattori che hanno contribuito al rallentamento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. Inoltre, al peggioramento delle prospettive del mercato immobiliare è in parte imputabile anche l'inasprimento dei criteri applicati dalle banche per la concessione di credito, che ha svolto un ruolo importante nella moderazione della crescita dei prestiti.

La diminuzione del tasso annuale di crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha rispecchiato anche l'impatto frenante dei rialzi apportati dalla BCE ai tassi di interesse di riferimento a partire dal dicembre 2005. Proseguendo l'andamento osservato nel 2006 e nel 2007, ancorché a un ritmo inferiore, i tassi sui prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 31 punti base fra dicembre 2007 e settembre-ottobre 2008, per poi diminuire di 10 punti base nel quarto trimestre (cfr. figura 16). L'incremento ha interessato tutte le scadenze fino a settembre-ottobre, pur essendo lievemente maggiore per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e tra uno e cinque anni.

Anche il tasso annuale di crescita del credito al consumo è diminuito, scendendo all'1,5 per cento in dicembre, un livello inferiore di circa 4 punti percentuali rispetto alla fine del 2007. Nei recenti trimestri questo tasso è sceso in linea con il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e la graduale moderazione dei consumi privati nell'area dell'euro. Inoltre, i risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema indicano che i criteri per la concessione del credito applicati ai prestiti al consumo hanno continuato a inasprirsi nel 2008, in linea con gli andamenti del quarto trimestre del 2007, a causa delle aspettative negative riguardo all'attività economica in generale e al deterioramento osservato nel merito di credito dei prenditori. I tassi di interesse delle IFM sul credito al consumo, rimasti nel 2008 su livelli alquanto più elevati rispetto a quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni, sono aumentati di 56 punti base tra il dicembre 2007 e il novembre 2008, esercitando così un ulteriore effetto frenante sulla domanda di tale forma di finanziamenti. I tassi di interesse sul credito al consumo sono poi diminuiti, attestandosi nel dicembre 2008 a un livello superiore di 15 punti base rispetto a quello del dicembre 2007.

IL DEBITO DELLE FAMIGLIE SI È STABILIZZATO

La perdurante moderazione del tasso di incremento dei prestiti alle famiglie associata all'aumento del reddito disponibile ha indotto nella seconda metà del 2008 una leggera flessione del rapporto fra debito delle famiglie e reddito disponibile, stimato a circa il 92 per cento nel quarto trimestre del 2008 (cfr. figura 17). Si può osservare lo stesso andamento per il rapporto fra debito e PIL che, in base ai dati ricavati dai conti integrati dell'area dell'euro, è sceso al 60 per cento circa nel quarto trimestre del 2008. Il livello del debito delle famiglie è, tuttavia, relativamente modesto rispetto a paesi come gli Stati Uniti o il Regno Unito. Il contenimento del livello di debito delle famiglie dell'area dell'euro ha contribuito a stabilizzare l'esposizione delle stesse alle variazioni dei tassi di interesse, dei redditi e dei prezzi delle attività. È altresì

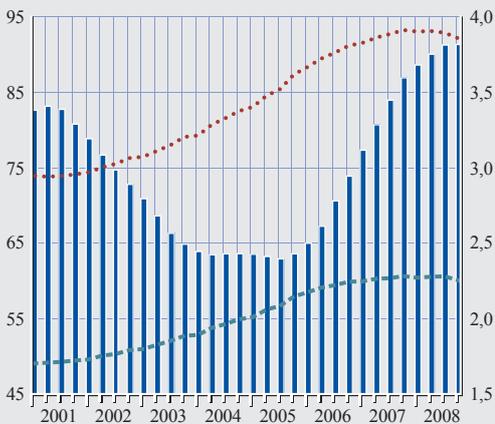
degno di nota il fatto che vi è un elevato grado di eterogeneità del livello di debito nell'area dell'euro. In particolare, i più elevati livelli di rischio concernono famiglie nelle zone dell'area dell'euro dove il rallentamento economico è più marcato o vi sono ancora segnali di sopravvalutazione nei mercati degli immobili residenziali.

Al contempo, benché il livello di debito delle famiglie si sia stabilizzato nel 2008, i passati incrementi dei tassi sui prestiti alle famiglie hanno indotto un ulteriore aumento dell'onere per il servizio del debito, misurato dai pagamenti per interessi sommati al rimborso del capitale in percentuale del reddito disponibile. Secondo le stime, infatti, l'onere per interessi sui debiti sarebbe passato dal 3,6 per cento della fine del 2007 al 3,8 per cento nella seconda metà del 2008, collocandosi su un livello superiore al massimo precedente osservato nel 2001.

Figura 17 Debito e pagamenti per interessi delle famiglie

(valori percentuali)

- oneri per pagamento di interessi in percentuale del reddito lordo disponibile (scala di destra)
- rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile (scala di sinistra)
- - - rapporto fra debito delle famiglie e PIL (scala di sinistra)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari. I dati per l'ultimo trimestre riportato sono stati parzialmente stimati.

NEL 2008 È CONSIDEREVOLMENTE AUMENTATO IL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO PER LE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

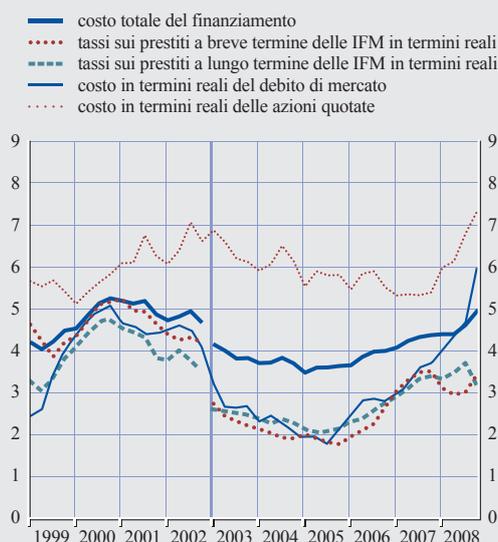
Nel contesto delle turbolenze nei mercati finanziari, nel 2008 il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro è considerevolmente aumentato rispetto agli anni recenti. Pur avendo dato prova di una buona tenuta nella prima parte del 2008, la redditività delle imprese ha mostrato segnali di un rapido deterioramento nel resto dell'anno, soprattutto nell'ultimo trimestre. Dopo il picco del primo trimestre ascrivibile principalmente alla vigorosa dinamica dei prestiti delle IFM, la crescita del finanziamento esterno delle società non finanziarie è diminuita. Nel 2008, tuttavia, sarebbe ulteriormente aumentata la leva finanziaria di tali società.

Con l'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari e del credito, il costo complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro è bruscamente aumentato nel 2008 (cfr. figura 18). Nell'ultimo trimestre il palese deterioramento delle condizioni e delle prospettive macroeconomiche ha contribuito a un netto incremento del costo del finanziamento esterno delle imprese, in quanto le accresciute attese di insolvenze e le revisioni al ribasso degli utili hanno influito sulla valutazione degli investitori relativa al rischio di credito e di mercato. Nel corso dell'intero anno l'aumento è stato sospinto prevalentemente da un brusco incremento del costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione sul mercato di titoli di debito e la raccolta di capitale di rischio.

Per quanto riguarda le componenti del costo del finanziamento esterno, i tassi di interesse sui prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie sono diminuiti in termini reali (cfr. figura 18) rispetto alla fine del 2007. Il raffronto puntuale fra la fine dei due anni cela una dinamica infrannuale più diversificata. I tassi di interesse nominali a breve termine sono sostanzialmente aumentati per gran parte dell'anno, seguendo da vicino l'andamento al rialzo dell'Euribor a tre mesi, sebbene l'effetto

Figura 18 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 comportato una discontinuità strutturale nella serie.

sia stato frenato in termini reali dall'incremento delle attese di inflazione a breve termine fino a settembre. In novembre e dicembre i tassi a breve sono considerevolmente diminuiti, per effetto delle riduzioni apportate nei tassi di politica monetaria e del decremento dei tassi di mercato monetario. Di conseguenza, i tassi nominali sui prestiti a tasso variabile e con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono scesi di 70 e 106 punti base sui prestiti rispettivamente di piccola e grande entità.

I tassi di interesse sui prestiti delle IFM a lungo termine, aumentati fino a settembre, nell'ultimo trimestre dell'anno hanno registrato un calo, che è stato più marcato per i prestiti di importo notevole. Rispetto alla fine del 2007, i tassi delle IFM a lungo termine per i prestiti di piccole dimensioni sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli sugli importi

considerevoli sono diminuiti di 72 punti base. Anche i rendimenti sui titoli di Stato con analoga scadenza hanno mostrato tendenze contrastanti nell'arco dell'anno, dapprima aumentando ed evidenziando successivamente un netto calo. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato quinquennali si sono collocati in dicembre su un livello inferiore di 85 punti base rispetto a fine 2007. In seguito a questi andamenti, i differenziali fra i tassi sui prestiti bancari a lungo termine e i corrispondenti tassi di mercato hanno mostrato la tendenza ad ampliarsi nella seconda metà dell'anno. L'ampliamento dei differenziali è avvenuto in concomitanza con il rialzo del costo per le banche dei finanziamenti raccolti sui mercati finanziari.

Nel 2008 il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato per le società non finanziarie ha subito un brusco aumento, rafforzando l'andamento al rialzo iniziato a fine 2007. A dicembre questo costo si collocava su un livello superiore di 200 punti base rispetto a quello dell'anno precedente e di 420 punti base rispetto al minimo storico registrato nel 2005. Il livello raggiunto alla fine del 2008 rappresenta un massimo storico dall'avvio dell'UEM ed è stato di gran lunga superiore a quello osservato nel 2000. Per contro, come già indicato, i rendimenti sui titoli di Stato con analoga scadenza sono diminuiti. Di conseguenza, i differenziali delle obbligazioni societarie si sono ampliati significativamente nella seconda metà del 2008. L'aumento dei differenziali rispecchia altresì l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito e la percezione fra gli investitori di un rischio di credito più elevato.

Il costo in termini reali delle azioni quotate di società non finanziarie è notevolmente aumentato nel corso dell'anno. Si è avuto un evidente peggioramento nella seconda metà del 2008, quando i prezzi nei mercati azionari (misurati ad esempio dall'indice generale dell'area dell'euro Dow Jones Euro Stoxx) sono crollati e l'avversione al rischio ha toccato livelli eccezionalmente elevati. Dopo aver dimostrato una notevole capacità di tenuta nella prima

metà dell'anno, anche la crescita degli utili delle società quotate ha evidenziato una brusca flessione, diventando in novembre negativa sui dodici mesi.

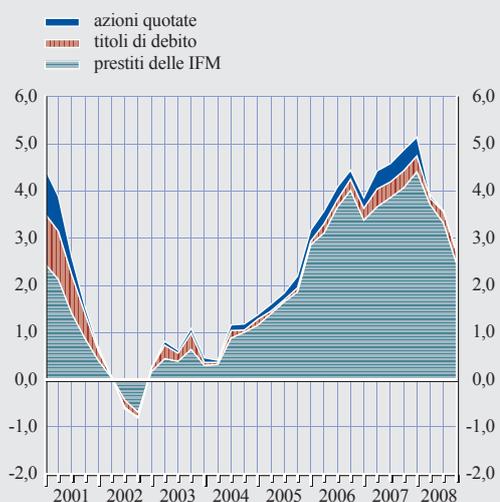
RALLENTAMENTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DA PARTE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il finanziamento esterno delle società non finanziarie si è progressivamente moderato nel corso del 2008. Nel quarto trimestre del 2008 il tasso annuo di crescita reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie si è collocato al 2,7 per cento, in calo dal 4,9 per cento del 2007 e dal 5,1 del primo trimestre del 2008. L'andamento è riconducibile principalmente alla diminuzione, ancorché da livelli elevati, del contributo dei prestiti concessi dalle IFM e, in misura minore, alla minor emissione di azioni quotate, mentre il contributo dei titoli di debito è rimasto sostanzialmente stabile (cfr. figura 19).

Secondo i dati societari aggregati ricavati dai bilanci delle società quotate, gli utili hanno dimostrato una buona capacità di tenuta nella prima metà del 2008 (cfr. figura 20). Le misure

Figura 19 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno 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 incremento sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di variazione del deflatore del PIL.

della redditività delle imprese sono tuttavia diminuite considerevolmente nella seconda metà dell'anno. Parallelamente, gli utili attesi nell'area dell'euro sono stati bruscamente rivisti al ribasso nell'ultimo trimestre. Il numero di revisioni al ribasso degli utili attesi per le società quotate dell'area dell'euro ha registrato un picco senza precedenti verso la fine dell'anno.

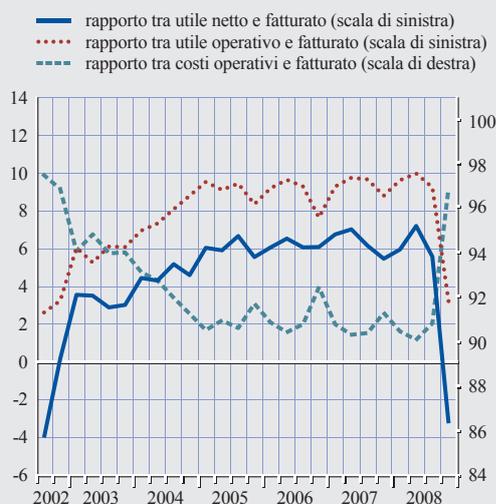
Il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è diminuito nel 2008. Dopo il picco in termini nominali del 15,0 per cento di marzo, esso è sceso al 9,4 per cento in dicembre. Questo valore ancora sostenuto sul periodo precedente cela in parte l'indebolimento della dinamica di fondo della crescita dei prestiti delle IFM al settore societario, a causa di un effetto di trascinarsi della forte espansione nella prima metà del 2008. Infatti, come dimostrano i tassi di incremento a breve termine, il decremento si è accentuato verso la fine dell'anno, soprattutto in dicembre, a causa del deterioramento delle condizioni di

finanziamento. L'andamento è sostanzialmente in linea con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento segnalato nell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema nel corso dell'anno, la ridotta attività di fusione e acquisizione e il rallentamento dell'attività economica. Si potrebbero indicare varie possibili ragioni per cui la crescita dei prestiti delle IFM, ancorché in calo, ha continuato a essere relativamente vigorosa, quanto meno fino a novembre. Gli andamenti delle società nell'area dell'euro hanno dimostrato una capacità di tenuta relativamente buona nella prima parte del 2008, sostenendo così la domanda di prestiti per attività di finanziamento. Un altro fattore che potrebbe aver contribuito è il ricorso a linee di credito negoziate in un periodo più favorevole. La domanda di prestiti bancari potrebbe essere stata sospinta anche da un effetto di sostituzione derivante dal limitato finanziamento nei mercati dei capitali, da una riduzione dei fondi generati internamente e da una contrazione dei crediti commerciali. Inoltre, gli ostacoli a un immediato adeguamento della capacità produttiva e l'attuazione di programmi di riduzione dei costi spesso impediscono una correzione nel breve termine della spesa delle imprese. Ciò può in parte spiegare la tenuta della domanda di credito nella seconda metà dell'anno, nonostante le prospettive di un indebolimento della crescita.

Il ritmo di espansione del finanziamento mediante ricorso al mercato (debito o capitale di rischio) è diminuito, parallelamente al brusco aumento del costo di queste fonti di finanziamento. Il tasso annuale di crescita dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è passato dal 9,0 per cento circa dell'inizio dell'anno al 6,6 di dicembre. Anche l'emissione di titoli di debito a breve termine, che aveva segnato una ripresa dopo l'inizio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, è progressivamente rallentata. Questa dinamica trova conferma nell'andamento di breve periodo dei dati destagionalizzati. Oltre all'incremento dei differenziali delle obbligazioni societarie, tale evoluzione può ulteriormente riflettere il calo dell'attività di fusione e acquisizione. Il tasso annuale di crescita delle azioni quotate emesse dalle società

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

(dati trimestrali; 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 dell'area dell'euro. Il campione è stato depurato dalle anomalie. A differenza dell'utile operativo, definito come fatturato meno costi operativi, l'utile netto si riferisce all'utile operativo e non operativo, al netto di imposte e voci straordinarie.

non finanziarie è considerevolmente diminuito in tutto il 2008, azzerandosi in dicembre. Il contributo trascurabile dell'emissione netta di azioni quotate al finanziamento netto del settore societario dell'area dell'euro è riconducibile al rialzo del costo reale del capitale di rischio e alle condizioni di elevata volatilità dei mercati azionari.

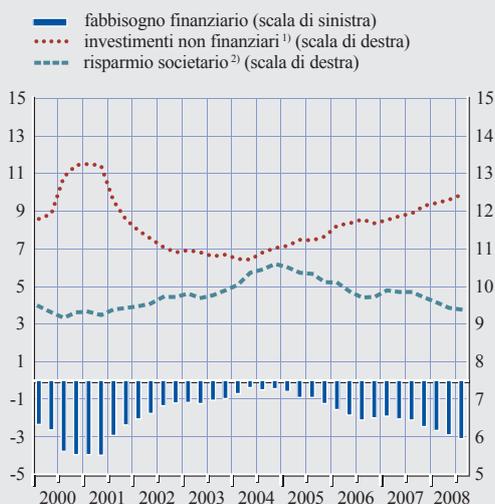
L'incremento del finanziamento esterno alle società non finanziarie, sebbene in diminuzione, può essere connesso all'aumento del fabbisogno finanziario (o *financing gap*), dato dal saldo tra risparmio lordo e investimenti fissi lordi (cfr. figura 21). Il fabbisogno finanziario registrato dalle società non finanziarie dell'area dell'euro nel 2007 e fino al terzo trimestre del 2008 è derivato dal calo del risparmio societario e, in misura minore, dall'aumento degli investimenti reali rispetto al PIL. Durante la prima parte del 2008 la diminuzione del risparmio societario va attribuita principalmente all'incremento dell'onere per interessi.

IL DEBITO SOCIETARIO AUMENTA ANCORA

Per quanto riguarda gli andamenti dei bilanci delle società non finanziarie dell'area dell'euro, il perdurante aumento del finanziamento mediante ricorso al debito ha determinato un ulteriore incremento dei principali indicatori del grado di indebitamento (cfr. figura 22). Nel quarto trimestre del 2008 il rapporto fra debito e PIL e quello fra debito e margine operativo lordo sono saliti all'80,5 e al 403 per cento rispettivamente. Dopo un periodo di risanamento fra il 2002 e il 2004, gli indici di indebitamento delle società non finanziarie sono costantemente saliti nei quattro anni successivi. Il rapporto fra debito e attività finanziarie delle società non finanziarie ha segnato un leggero incremento durante la maggior parte del 2008, interrompendo la tendenza al ribasso seguita dal primo trimestre del 2003. La combinazione di un debito più elevato e di tassi di interesse in aumento si è tradotta in un significativo incremento degli oneri netti per interessi delle società non finanziarie nel corso del 2008.

Figura 21 Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie e sue componenti principali

(in percentuale del PIL; media mobile di quattro trimestri)

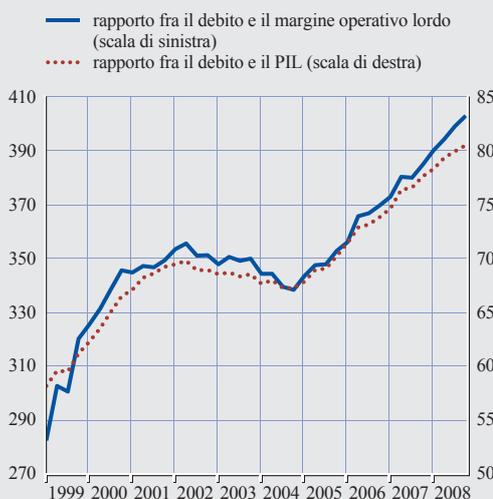


Fonte: BCE.

- 1) Comprende le scorte e l'accumulo di attività non finanziarie.
- 2) Include i trasferimenti netti di capitale.

Figura 22 Indici di indebitamento delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonte: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito è riportato sulla base dei conti trimestrali settoriali europei. Include i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione. I dati ricomprendono le rilevazioni fino al quarto trimestre del 2008.

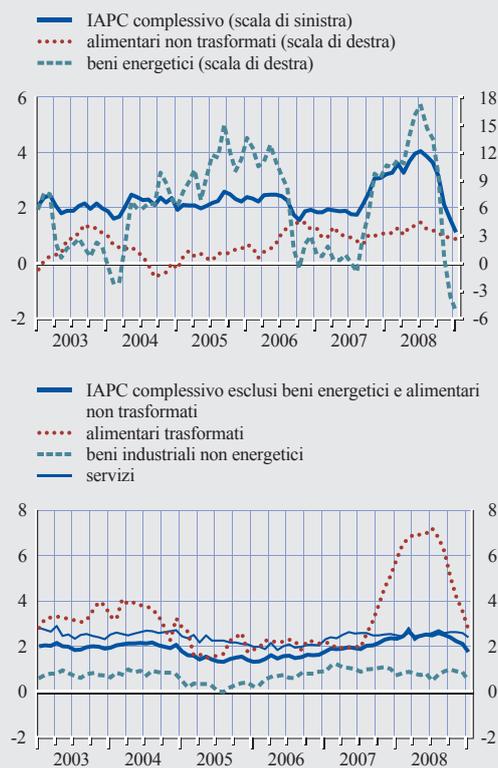
2.3 PREZZI E COSTI

Nel 2008 l'inflazione complessiva misurata sull'indice IAPC è stata pari al 3,3 per cento in media, segnando un netto incremento rispetto agli anni precedenti, quando i tassi di inflazione si erano concentrati intorno al 2,2 per cento, e ben al di sopra della definizione di stabilità dei prezzi nel medio termine adottata dalla BCE (cfr. tavola 1). Tale incremento è il risultato di due andamenti dell'indice nettamente distinti nel corso dell'anno: l'inflazione, già al livello elevato del 3,1 per cento alla fine del 2007, è salita ulteriormente fino a toccare il valore massimo del 4,0 per cento in giugno e luglio 2008, per poi calare rapidamente negli ultimi mesi dell'anno e collocarsi all'1,6 in dicembre.

Gli andamenti nettamente contrapposti dell'inflazione complessiva nel 2008 sono stati determinati dalla dinamica dei prezzi delle materie prime (beni energetici e altre materie prime, fra cui quelle alimentari) a livello internazionale (cfr. figura 23). Nella prima parte dell'anno la consistente crescita della domanda mondiale ha continuato a sostenere le quotazioni delle materie prime, che hanno raggiunto livelli estremamente elevati, mentre il rapido

Figura 23 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Tavola 1 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2009
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	dic.	gen.	
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti											
Indice complessivo	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1	
Beni energetici	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3	
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6	
Alimentari trasformati	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7	
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5	
Servizi	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4	
Altri indicatori di prezzi e costi											
Prezzi alla produzione nell'industria ¹⁾	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6		
Prezzo del petrolio (euro per barile) ²⁾	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3	
Prezzi delle materie prime ³⁾	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7	

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburg Institute of International Economics ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sui prezzi alla produzione nell'industria si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Escluse le costruzioni.

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

3) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

rallentamento dell'attività nel secondo semestre, che a fine anno è divenuto una forte contrazione, le ha spinte bruscamente verso il basso. In particolare, i corsi petroliferi hanno continuato a salire nella prima metà del 2008, dopo i rapidi aumenti nel 2007, toccando un massimo storico all'inizio di luglio, in un contesto caratterizzato dall'inasprirsi delle condizioni della domanda e dell'offerta. Nel secondo semestre dell'anno essi sono calati drasticamente, collocandosi a fine 2008 su livelli ben inferiori a quelli osservati all'inizio dell'anno. L'inflazione degli alimentari trasformati, già su livelli elevati alla fine del 2007, ha seguito un andamento analogo, aumentando in modo marcato nella prima parte del 2008 in seguito alla riduzione delle scorte mondiali di materie prime alimentari, prima di calare a ritmo sostenuto verso la fine dell'anno. Per contro, l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari (sia trasformati che freschi) è rimasta sostanzialmente stabile (all'1,9 per cento nel 2008, rispetto all'1,8 nel 2007).

La dinamica del costo del lavoro è salita nella prima metà del 2008, con forti spinte al rialzo sul costo del lavoro per unità di prodotto in un contesto caratterizzato da un marcato rallentamento ciclico della produttività del lavoro. Ciò ha sollevato gravi e crescenti timori circa l'emergere di significativi effetti di secondo impatto, che hanno toccato il livello

massimo intorno a metà dell'anno. Tali timori sono diminuiti in autunno, quando l'economia è entrata in una fase di forte contrazione.

Di conseguenza, le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori, che erano sensibilmente aumentate nella prima parte dell'anno, raggiungendo i livelli più elevati dall'introduzione dell'euro, hanno cominciato ad attenuarsi verso la fine dell'anno.

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

La volatilità dei prezzi delle materie prime è stata il principale fattore alla base dell'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro durante il 2008. Il costante incremento dei tassi di variazione sui dodici mesi dell'indice misurato sullo IAPC, fino al valore massimo del 4,0 per cento in giugno e luglio, è stato determinato dagli aumenti straordinari dei prezzi delle materie prime energetiche, industriali e alimentari (cfr. riquadro 4). Per contro, il successivo rapido calo dell'inflazione all'1,6 per cento a fine anno è stato trainato dalla forte flessione delle quotazioni del greggio e da riduzioni nei prezzi mondiali di un'ampia gamma di altre materie prime, incluse quelle alimentari, nonché da un effetto base favorevole, in un contesto di rapido deterioramento dell'attività economica.

Riquadro 4

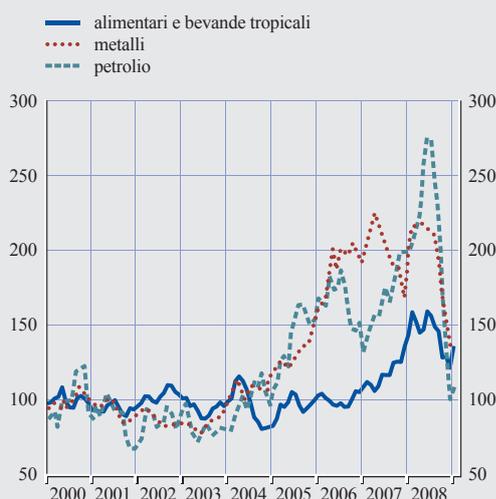
I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E L'INFLAZIONE ARMONIZZATA

Le quotazioni di un'ampia gamma di materie prime sono aumentate significativamente tra l'inizio del 2005 e il luglio 2008 (cfr. figura A). Da allora i prezzi sono calati a ritmo sostenuto, a fronte del rapido deterioramento dell'economia mondiale. Questi andamenti, in particolare del petrolio e dei beni alimentari, hanno influenzato notevolmente la dinamica dei prezzi al consumo nell'area dell'euro e hanno determinato in larga misura l'impennata dell'inflazione complessiva nel 2008. Questo riquadro esamina gli effetti della dinamica dei prezzi delle materie prime sull'inflazione nell'area dell'euro¹.

¹ Cfr. l'articolo *I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro* e il riquadro *Andamento recente dei corsi petroliferi e il loro impatto sui prezzi nell'area dell'euro*, rispettivamente nei numeri di novembre e luglio 2004 del Bollettino mensile.

Figura A Prezzi delle materie prime

(dati mensili in euro; indice: 2000 = 100)



Fonti: Hamburg Institute of International Economics ed elaborazioni della BCE.

Figura B Inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Effetti diretti e indiretti

I rincari delle materie prime si ripercuotono direttamente sull'inflazione perché hanno un effetto immediato sui prezzi al consumo dei beni energetici e alimentari, che rappresentano quasi il 30 per cento nel paniere dello IAPC. Essi inoltre possono influenzare indirettamente i prezzi al consumo attraverso i prezzi alla produzione, in quanto le imprese trasferiscono i rincari degli input ai prezzi di vendita per mantenere o recuperare i margini di profitto.

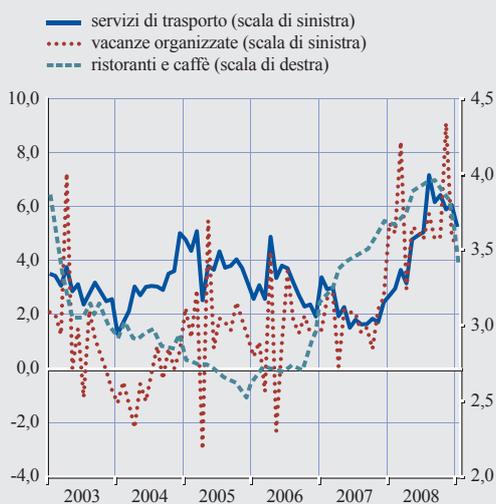
La misura in cui gli incrementi dei costi vengono traslati agli stadi successivi della filiera produttiva e ai consumi dipende da diversi fattori, fra cui le pressioni concorrenziali e la fase del ciclo economico. Poiché è necessario del tempo prima che gli shock sui costi si propaghino lungo la filiera produttiva, si ritiene che gli effetti indiretti si concretizzino in ritardo e durino più a lungo rispetto a quelli diretti.

Passando ai dati, l'incremento dell'inflazione complessiva dall'agosto 2007 è stato determinato in prevalenza dagli effetti diretti e indiretti degli shock sui prezzi delle materie prime. In linea con tale andamento, le quotazioni dei prodotti energetici e degli alimentari trasformati e freschi, le componenti dell'indice più direttamente esposte agli shock, sono aumentate sensibilmente fino al luglio 2008, mentre nello stesso periodo l'inflazione al netto di alimentari e beni energetici è rimasta in larga misura invariata (cfr. figura B).

Sarebbero emersi inoltre anche effetti indiretti in altre componenti dell'indice che utilizzano il petrolio e le materie prime alimentari come input della produzione. Ad esempio, nel settore dei servizi, i prezzi di attività connesse ai trasporti, le vacanze organizzate e i servizi di ristorazione, che utilizzano il petrolio e gli alimentari come input della produzione, sono aumentati sensibilmente nel 2008, nel momento in cui le quotazioni delle materie prime hanno registrato un'impennata (cfr. figura C). Tuttavia, tali incrementi potrebbero rispecchiare anche altri fattori

Figura C Componenti dell'inflazione dei servizi misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Figura D Aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini e il tasso di inflazione di pareggio

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Nota: le aspettative di inflazione a più lungo termine vengono di norma rilevate due volte l'anno da Consensus Economics e trimestralmente dalla Survey of Professional Forecasters e dallo Euro Zone Barometer.

Ultime osservazioni: 27 febbraio 2009 per il tasso di inflazione di pareggio; gennaio 2009 per la Survey of Professional Forecasters e Euro Zone Barometer; ottobre 2008 per Consensus Economics.

oltre ai rincari del greggio e degli alimentari, come la dinamica salariale e una forte domanda di beni di consumo, in particolare nella prima metà dell'anno.

Effetti di secondo impatto

In aggiunta agli effetti diretti e indiretti, comunemente descritti come effetti di primo impatto, uno shock sui prezzi delle materie prime comporta anche il rischio che emergano i cosiddetti effetti di secondo impatto, che possono esercitare ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi al consumo. Gli effetti di secondo impatto si riferiscono normalmente a un innalzamento dei prezzi al consumo nettamente superiore a quello determinato dagli effetti di primo impatto, a causa dell'impatto dello shock sulle negoziazioni salariali e sul processo di determinazione dei prezzi. Un aumento dell'inflazione dovuto agli effetti diretti e indiretti di uno shock sui prezzi delle materie prime può portare a effetti di secondo impatto se gli operatori economici (in particolare quelli che fissano i prezzi e i salari) tentano di compensare la riduzione del reddito reale causata dai precedenti shock sull'inflazione. Ciò a sua volta potrebbe avere un impatto sulle aspettative di inflazione e influenzare ulteriormente il processo di determinazione dei prezzi e dei salari. In tal modo, uno shock transitorio sull'inflazione potrebbe avere effetti pervasivi, diventando quindi più costoso da debellare.

La probabilità che uno shock sui prezzi delle materie prime possa determinare effetti di secondo impatto dipende da diversi fattori, fra cui la fase del ciclo economico, la flessibilità del mercato dei beni e del lavoro (in particolare la presenza di meccanismi di indicizzazione automatica che influenzano le negoziazioni salariali e i processi di fissazione dei prezzi), il meccanismo di formazione delle aspettative di inflazione e, particolarmente importante, la credibilità della banca centrale.

Le aspettative di inflazione e la dinamica del costo del lavoro possono essere utilizzate

per monitorare il rischio di effetti di secondo impatto. Le aspettative di inflazione desunte dai risultati delle *Survey of Professional Forecasters* sono lievemente aumentate tra la metà del 2007 e la metà del 2008. Le aspettative implicite nei tassi di inflazione di pareggio ricavati dai rendimenti obbligazionari hanno mostrato un chiaro andamento al rialzo nel periodo indicato ma, con l'acuirsi delle tensioni finanziarie e il successivo calo dei corsi petroliferi, si è registrata in seguito un'inversione di tale tendenza (cfr. figura D). Anche l'evidenza empirica ricavata dall'andamento delle negoziazioni salariali nel 2008 segnala una forte crescita dei salari in vari paesi dell'area, sebbene sia difficile stabilire in che misura tale accelerazione sia attribuibile a effetti di secondo impatto (informazioni più dettagliate sulla recente dinamica dei salari nell'area sono riportate nel riquadro 5).

Malgrado sia impossibile evitare che uno shock sulle quotazioni delle materie prime abbia effetti "meccanici" diretti sui prezzi al consumo, e possano verificarsi effetti indiretti se lo shock si propaga lungo la catena dei prezzi, è della massima importanza evitare le spinte inflative generalizzate connesse agli effetti di secondo impatto. Lo scopo di una politica monetaria tesa a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine è di impedire che tale shock influenzi le aspettative di inflazione a lungo termine e scateni pressioni generalizzate sui prezzi. Di conseguenza, in un contesto di crescenti spinte inflative, la BCE ha deciso nel luglio 2008 di innalzare i tassi di interesse di riferimento per stabilizzare le aspettative di inflazione. I tassi di interesse sono stati tuttavia abbassati nella parte restante dell'anno, quando è apparso evidente che le spinte inflative si sarebbero sensibilmente attenuate per effetto del brusco calo dei prezzi delle materie prime e del rallentamento dell'economia.

Le rilevanti variazioni della componente energetica, che ha un peso del 9,8 per cento nell'indice complessivo, hanno rispecchiato la combinazione dei bruschi movimenti dei prezzi dei carburanti liquidi (come benzina, gasolio per autotrazione e carburanti per riscaldamento), sospinti dalle quotazioni internazionali del petrolio, e della risposta ritardata delle componenti energetiche non petrolifere (come i prezzi di elettricità e gas), che tendono a seguire con un certo ritardo l'andamento dei corsi del greggio (cfr. figura 24). Nel giugno 2008 le quotazioni in euro del petrolio erano aumentate di circa il 63 per cento rispetto a un anno prima. In dicembre esse erano diminuite del 49 per cento sui dodici mesi, con un calo di circa il 63 per cento rispetto al valore massimo di giugno. Questa marcata variabilità nel profilo annuale è stata amplificata anche da una consistente variazione dei margini di raffinazione. Il tasso di incremento sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC ha toccato il valore massimo del 17 per cento in luglio, dal 9,1 del dicembre 2007, prima di scendere rapidamente e divenire persino

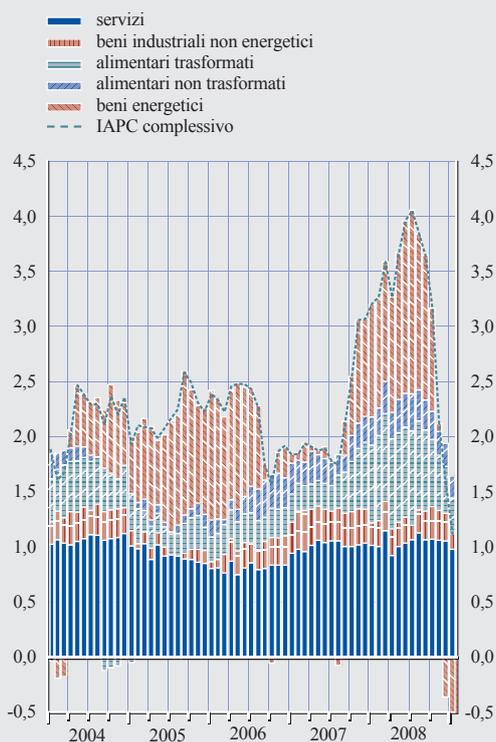
negativo in dicembre, quando ha raggiunto il -3,6 per cento.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati ha seguito un andamento simile a quello della componente energetica, aumentando considerevolmente nell'autunno del 2007 per poi calare fortemente dalla metà del 2008. Il tasso annuale di crescita di tali prezzi ha toccato il valore massimo del 7,2 per cento nel luglio 2008, dal 2,0 registrato dodici mesi prima, prima di scendere al 3,6 in dicembre. Questa impennata e la successiva flessione sono riconducibili soprattutto alle componenti che risentono maggiormente dei prezzi mondiali delle materie prime agricole, come pane e cereali, prodotti caseari, olii e grassi. Nel complesso del 2008 l'inflazione degli alimentari trasformati si è collocata al 6,1 per cento, rispetto al 2,8 nel 2007. Per contro, la dinamica dei prezzi degli alimentari freschi è aumentata del 3,5 per cento nel 2008, rispetto al 3,0 nel 2007.

L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari (trasformati e freschi)

Figura 24 Contributi alla crescita dello IAPC: principali componenti

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



Fonte: Eurostat.

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

è rimasta in larga misura stabile nel 2008. L'impatto dei forti rincari degli input dovuti alle elevate quotazioni delle materie prime (energetiche e non) è stato compensato dall'effetto frenante delle minori pressioni sui prezzi all'importazione, in un contesto caratterizzato dall'apprezzamento dell'euro fino a metà dell'anno e da una vigorosa concorrenza internazionale, nonché dall'effetto base favorevole connesso al fatto che l'aumento del 3 per cento dell'IVA introdotto in Germania il 1° gennaio 2007 non rientra nel calcolo dell'inflazione dall'inizio del 2008.

Nel 2008 i prezzi dei beni industriali non energetici sono aumentati dello 0,8 per cento, con un lieve rallentamento rispetto all'1,0 registrato nel 2007. Nonostante le pressioni

sui costi degli input segnalate dalle imprese manifatturiere e l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, l'inflazione dei beni industriali non energetici si è attenuata nella prima metà del 2008. Da luglio essa ha mostrato una lieve ripresa dovuta, tra l'altro, agli effetti del repentino apprezzamento del dollaro statunitense nella seconda metà dell'anno e di eccezionali ribassi stagionali che hanno influito sui prezzi dei prodotti tessili in estate.

L'inflazione nei servizi si è mantenuta sostanzialmente stabile per gran parte del 2008, pur rimanendo su livelli relativamente elevati intorno al 2,5 per cento, dopo un marcato incremento nel 2007. Anche se gli effetti indiretti connessi ai rincari mondiali delle materie prime, specialmente petrolio e alimentari, possono aver avuto un impatto persistente su alcune componenti dei servizi (come quelli di trasporto e di ristorazione), tale andamento è stato controbilanciato in larga misura dalla dinamica dei prezzi di altre componenti del settore, come le comunicazioni, che hanno registrato flessioni pronunciate.

ELEVATA INFLAZIONE ALLA PRODUZIONE NELLA MEDIA DEL 2008 MA FORTI SPINTE AL RIBASSO VERSO LA FINE DELL'ANNO

Le spinte inflative lungo la filiera produttiva hanno raggiunto livelli estremamente elevati alla fine della primavera, in un contesto caratterizzato da forti aumenti dei prezzi delle materie prime, esacerbando i timori per l'inflazione. Tali spinte tuttavia sono diminuite costantemente nell'estate e a un ritmo più sostenuto negli ultimi mesi dell'anno, con una flessione dei prezzi dell'indice (al netto di energia e costruzioni) a partire da ottobre, a seguito del rapido calo delle quotazioni delle materie prime e dell'attenuarsi delle pressioni sui fattori di produzione (sia capitale che lavoro).

La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro si è collocata al 6,2 per cento nella media del 2008, nettamente superiore rispetto al 2007 (2,8). Dopo aver toccato il massimo storico del 9,2 per cento nel

Figura 25 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria



luglio 2008, l'inflazione alla produzione è calata rapidamente all'1,7 per cento in dicembre, principalmente a causa degli andamenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Il tasso di variazione dei prezzi dei prodotti energetici ha toccato un massimo del 24,9 per cento in luglio, per poi riscendere all'1,6 in dicembre.

Al netto delle costruzioni e dell'energia, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione ha raggiunto il valore massimo del 4,4 per cento in luglio, prima di calare all'1,6% in dicembre. Questa marcata variazione ha influito sui prezzi dei beni intermedi e di consumo, anche se in misura variabile e in momenti diversi, ma ha avuto effetti più contenuti sui prezzi dei beni di investimento (cfr. figura 25).

L'inflazione dei beni intermedi è salita nei primi otto mesi dell'anno, toccando il valore massimo del 6,0 per cento in agosto. Nel primo semestre i prezzi di tali beni hanno risentito ancora delle pressioni esercitate dai crescenti rincari delle materie prime industriali e dei prodotti energetici. Nella seconda metà dell'anno il calo

delle quotazioni mondiali di tali prodotti e il rallentamento dell'attività economica hanno frenato la dinamica dei prezzi dell'output in numerosi sottosectori dei beni intermedi. Alla fine dell'anno numerosi prezzi hanno evidenziato una flessione, in un contesto caratterizzato da una brusca contrazione dell'attività.

I movimenti della dinamica dei prezzi dei beni di investimento sono stati ritardati e più contenuti, con un lieve incremento al 2,2 per cento in settembre (che ha invertito la tendenza al ribasso osservata nel 2007), esauritosi verso la fine dell'anno a seguito dell'intensificarsi della concorrenza in un contesto di rapida flessione della domanda.

Agli stadi successivi della filiera produttiva la brusca accelerazione dei prezzi dei beni di consumo osservata negli ultimi mesi del 2007 si è protratta nella prima metà del 2008. In marzo i prezzi alla produzione dei beni di consumo hanno accelerato al 4,7 per cento, il tasso più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria nel 1999. Su tale dinamica hanno influito principalmente i prezzi dei beni di consumo non durevoli, che hanno risentito delle pressioni delle quotazioni dei prodotti alimentari a livello mondiale. Al netto dei tabacchi e degli alimentari la crescita dei prezzi dei beni di consumo è rimasta invariata per tutto l'anno.

Nel complesso, alla fine dell'anno il generale indebolimento della domanda nell'area dell'euro ha determinato condizioni di mercato nettamente più competitive nelle varie fasi della produzione. Questo contesto più competitivo, insieme al calo delle quotazioni mondiali delle materie prime, si è tradotto in una flessione (o una stabilizzazione) generalizzata dei prezzi, sia degli input che dell'output, nei settori manifatturiero e dei servizi.

IL COSTO DEL LAVORO HA SUBITO UNA FORTE ACCELERAZIONE

Gli indicatori disponibili del costo del lavoro nell'area dell'euro segnalano una forte accelerazione tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008, dopo anni di moderazione salariale.

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2008	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Redditi per occupato	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nei primi tre trimestri dell'anno è stato del 3,3 per cento, nettamente più elevato rispetto ai tassi registrati nel periodo tra il 2005 e il 2007, che oscillavano in media tra l'1,8 e il 2,5 per cento (cfr. tavola 2). L'andamento delle retribuzioni orarie fornisce un quadro simile, anche se nel primo trimestre ha toccato un valore massimo dovuto alla cadenza anticipata delle festività pasquali. Nel 2008 anche la dinamica delle retribuzioni contrattuali è aumentata rispetto all'intervallo tra il 2,1 e il 2,3 per cento entro cui aveva oscillato negli anni precedenti, salendo al 2,9 nella prima metà dell'anno, al 3,4 nel terzo trimestre e al 3,5 nel quarto.

L'incremento della dinamica salariale nella prima metà dell'anno avrebbe rispecchiato, a parte alcune differenze nei tassi di crescita dell'occupazione tra i vari livelli salariali, condizioni spesso tese sul mercato del lavoro e l'impatto diretto o indiretto dei passati andamenti dello IAPC. Considerando la forte impennata delle quotazioni mondiali delle materie prime, le condizioni molto tese sul mercato del lavoro e il lungo tempo necessario prima che le variazioni dell'attività economica abbiano un impatto decisivo sul costo del lavoro, a metà del 2008 esisteva il forte rischio che effetti di secondo impatto, derivanti in particolare dall'indicizzazione dei salari a tassi di inflazione elevati (anche se temporanei), potessero sopravanzare l'eventuale effetto

frenante sulla dinamica salariale esercitato dal graduale rallentamento dell'attività economica previsto in quel momento.

Il rapido attenuarsi delle spinte inflative mondiali, con l'inflazione complessiva scesa al di sotto del 2 per cento nel dicembre 2008, e la contrazione improvvisa e superiore alle attese dell'attività nell'area dell'euro hanno considerevolmente attenuato il rischio che potessero concretizzarsi effetti generalizzati di secondo impatto. Ci si attendeva che le imprese avrebbero attuato misure tese a contenere il costo del lavoro, alla luce delle incerte prospettive per l'area dell'euro; inoltre, un contributo alla moderazione delle spinte salariali è venuto anche dal rapido deteriorarsi delle condizioni sul mercato del lavoro.

I dati a livello settoriale indicano andamenti differenziati tra i vari settori. Nel 2008 i tassi di crescita di tutti gli indicatori del costo del lavoro sono stati particolarmente elevati nel settore delle costruzioni, probabilmente a causa di alcuni effetti di composizione, dal momento che le interruzioni dei rapporti di lavoro hanno interessato prevalentemente i lavoratori a basso reddito, con notevoli differenze a livello regionale. Anche i redditi per occupato nel settore dei servizi sono aumentati sensibilmente, in particolare nei servizi non di mercato (cfr. figura 26). Per contro, la dinamica del costo del lavoro nell'industria è aumentata in media solo moderatamente e ha evidenziato un elevato grado di volatilità nel corso del 2008.

A causa del rallentamento dell'attività e dell'atteso impatto ciclico negativo sulla produttività del lavoro, il costo del lavoro per unità di prodotto ha accelerato rapidamente, riducendo i margini sulla produzione. Nei primi tre trimestri del 2008 la crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è calata in media allo 0,2 per cento, diventando addirittura negativa nel terzo trimestre, mentre nel biennio 2006-2007 si era collocata in media intorno all'1 per cento. Pertanto, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è innalzata dall'1,6 per cento nel terzo trimestre del 2007 al 3,6 nello stesso trimestre del 2008: nei primi tre trimestri del 2008 la crescita sul periodo corrispondente è stata del 3,2 per cento, mentre nel 2007 e nel 2006 era stata in media rispettivamente dell'1,7 e dello 0,9 per cento. L'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto ha compresso i profitti nel 2008, in quanto le imprese non sono riuscite a trasferire per intero gli aumenti dei costi. L'indicatore del margine di profitto complessivo, misurato dalla differenza tra i tassi di crescita del deflatore del PIL e del costo del lavoro per unità di

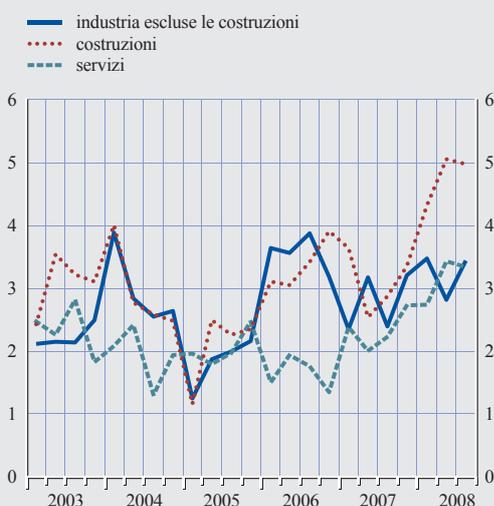
prodotto, segnala una flessione dei margini di profitto dopo diversi anni di crescita. Nei primi tre trimestri del 2008 essi sono calati in media di 0,9 punti percentuali rispetto al periodo corrispondente, dopo un aumento di 0,9 punti percentuali nel 2007.

LA DINAMICA DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI HA REGISTRATO UN ULTERIORE RALLENTAMENTO

Nel primo semestre del 2008 i prezzi degli immobili residenziali (non compresi nel paniere dello IAPC) hanno rallentato, continuando l'andamento moderato osservato dalla seconda metà del 2005. Secondo le ultime stime, nella prima metà del 2008 la crescita dei prezzi nell'intera area dell'euro è calata al 2,7 per cento, dal 3,9 nella seconda metà del 2007 (cfr. figura 27). I dati nazionali confermano che nella prima metà del 2008 la graduale moderazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni è stata relativamente generalizzata, nonostante un certo grado di eterogeneità tra i vari paesi. In Belgio, Spagna e Francia i prezzi delle abitazioni hanno rallentato sensibilmente

Figura 26 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su statistiche nazionali non armonizzate.
Nota: i dati per il 2008 si riferiscono alla prima metà dell'anno.

rispetto al biennio 2006-2007. In Irlanda essi hanno cominciato a calare nella seconda metà del 2007 e a Malta nella prima metà del 2008. Tuttavia, in Italia, Portogallo, Austria e nei Paesi Bassi gli incrementi dei prezzi delle abitazioni nella prima metà del 2008 si sono mantenuti sostanzialmente in linea con quelli osservati nel 2007. In Germania la dinamica dei prezzi è aumentata lievemente nel 2008, dopo un periodo in cui era rimasta su livelli moderati.

ANDAMENTI DELLE PERCEZIONI E DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

Il marcato aumento dell'inflazione complessiva nella prima metà del 2008 ha rafforzato l'attenzione verso le percezioni e le aspettative di inflazione per valutarne l'andamento futuro. Secondo le misure elaborate dalla Commissione europea le percezioni qualitative dei consumatori sull'inflazione nei dodici mesi precedenti hanno continuato ad aumentare, raggiungendo a metà del 2008 livelli nettamente superiori a quelli osservati successivamente al cambiamento del segno monetario nel gennaio 2002 (cfr. figura 28).

Alla fine dell'anno tali percezioni sono lievemente diminuite. Analogamente, le aspettative di inflazione nei dodici mesi successivi sono aumentate (le aspettative segnalate nell'indagine

vanno valutate in rapporto alle percezioni riportate) nei primi mesi del 2008 fino all'estate, per poi convergere su livelli più bassi alla fine dell'anno. L'indagine della Commissione europea tuttavia fornisce una misura delle aspettative a breve termine strettamente legata all'inflazione osservata. Essa non coglie le aspettative a lungo termine, che sono più rilevanti per la politica monetaria. Secondo le informazioni raccolte presso i previsori professionali, le attese di inflazione a lungo termine (su un orizzonte di cinque anni) desunte dalle indagini sono rimaste ancorate intorno al 2,0 per cento, sebbene a metà anno siano emersi segnali di movimenti al rialzo e di rischi crescenti, rientrati successivamente, secondo i dati raccolti da *Consensus Economics*, *Euro Zone Barometer* e dalla *Survey of Professional Forecasters* della BCE. I tassi di inflazione di pareggio derivati da obbligazioni e *swap* indicizzati all'inflazione (utilizzando l'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a un anno per i quattro anni successivi) sono aumentati gradualmente fino a superare il 2,5 per cento a metà del 2008, prima di calare in autunno, scendendo intorno all'1,8 a fine anno. In questo periodo, tuttavia, questi indicatori derivanti dai mercati finanziari (in particolare quelli basati sulle obbligazioni) sono stati affetti da distorsioni dovute alle improvvise variazioni delle preferenze degli investitori e dalle riallocazioni di portafoglio. In sintesi, a metà del 2008 diversi indicatori ricavati dalle indagini e dai mercati finanziari segnalavano chiaramente il rischio che le aspettative di inflazione non rimanessero ancorate, tanto da richiedere un segnale chiaro ma equilibrato da parte della BCE. Alla fine dell'anno le aspettative di inflazione sono state riportate a livelli più consoni.

Figura 28 Misure qualitative dell'inflazione percepita e attesa dai consumatori dell'area dell'euro

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

MERCATO RALLENTAMENTO DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita allo 0,8 per cento nel 2008, dopo i tassi di incremento sostenuti osservati nel 2006 (3,0 per cento) e nel 2007 (2,7 per cento),

Tavola 3 Crescita del PIL in termini reali e sue componenti

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni sul periodo corrispondente ¹⁾								Variazioni trimestrali ²⁾				
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008
				4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.
PIL in termini reali	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
<i>di cui:</i>													
Domanda interna ³⁾	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.
Consumi delle famiglie	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.
Consumi collettivi	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.
Investimenti fissi lordi	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.
Variazioni delle scorte ⁴⁾	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.
Esportazioni nette ³⁾	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.
Esportazioni ⁵⁾	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.
Importazioni ⁵⁾	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.
Valore aggiunto lordo in termini reali													
<i>di cui:</i>													
Industria escluse le costruzioni	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.
Costruzioni	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: 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. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

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

4) Include 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 dei 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 e le riparazioni, i servizi alberghieri e di ristorazione, i trasporti e le comunicazioni, l'intermediazione finanziaria, i servizi immobiliari e di locazione e quelli alle imprese.

cfr. tavola 3. Pur avendo dato prova di una relativa tenuta all'inizio dell'anno, a partire dalla metà del 2008 il ritmo dell'attività si è rapidamente ridotto a fronte dell'indebolimento della domanda interna e della pronunciata decelerazione dell'economia mondiale. L'anno si è concluso con una brusca contrazione dell'attività, in un contesto segnato da nuove turbolenze finanziarie e un crollo pressoché senza precedenti dell'attività e della domanda a livello internazionale.

I tassi di incremento del PIL sul trimestre precedente hanno risentito di alcuni fattori tecnici. La dinamica sostenuta del prodotto nel primo trimestre, cresciuto dello 0,7 per cento, è riconducibile in parte a condizioni climatiche insolitamente miti durante l'inverno in diverse regioni europee, che hanno sospinto l'attività nel settore delle costruzioni e pertanto gli investimenti, nonché al contributo positivo delle

scorte all'inizio dell'anno. Il riassorbimento di questi fattori ha determinato in ampia misura la riduzione del PIL dello 0,2 per cento nel secondo trimestre. Ciò nonostante, nel complesso, durante la prima metà del 2008 si è protratto il lieve rallentamento dell'attività osservato nel corso del 2007, con un calo della crescita trimestrale del PIL da ½ punto percentuale a ¼ di punto. La crescita sul trimestre precedente registrata nella prima parte dell'anno è da attribuire soltanto per metà alla domanda interna, caratterizzata da una particolare debolezza dei consumi e dall'indebolimento degli investimenti residenziali, mentre l'altra metà è provenuta dalle esportazioni nette.

Tuttavia, la domanda estera ha iniziato a mostrare significativi segnali di contrazione durante l'estate, quando l'economia statunitense ha mostrato nuovi elementi di debolezza ed

Figura 29 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

(contributi alla variazione percentuale trimestrale; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.
 2) Definita come domanda interna al netto della variazione delle scorte.

è rallentata l'attività nei mercati emergenti, in precedenza ritenuti al riparo dagli effetti della decelerazione dell'economia mondiale (cfr. figura 29).

A partire da settembre l'improvviso, straordinario inasprimento delle turbolenze finanziarie e il loro propagarsi, con il conseguente aumento dell'incertezza, hanno determinato a una rapida contrazione del PIL dell'area dell'euro (-1,5 per cento sul trimestre precedente). Le imprese hanno cominciato a reagire con forza al repentino esaurimento degli ordini, posticipando i piani di espansione e diminuendo le scorte a fronte dell'aumento dei costi di finanziamento e delle ridotte possibilità di accedervi, mentre le famiglie hanno accresciuto i propri risparmi in risposta alla maggiore incertezza in merito alle prospettive di occupazione a breve termine e agli effetti ricchezza negativi.

RALLENTAMENTO GENERALIZZATO DEL PIL

L'indebolimento della domanda nel corso del 2008 ha interessato tutte le componenti del PIL. La domanda estera si è ridotta, mentre

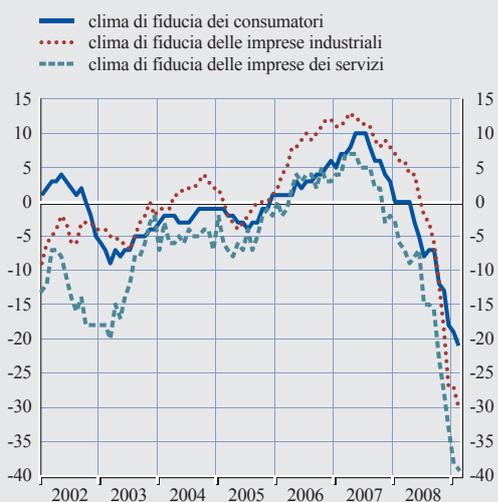
rallentava l'attività nelle economie avanzate e i mercati emergenti venivano influenzati in misura crescente dalle turbolenze finanziarie. Anche la domanda interna ha registrato una moderazione considerevole. Il rincaro delle materie prime ha inciso notevolmente sul reddito reale delle famiglie nella prima metà dell'anno, mentre la diminuzione dell'attività nei mercati degli immobili residenziali ha determinato un rapido calo degli investimenti in tale settore. Il progressivo allentamento della pressione sulla capacità produttiva, la rinnovata incertezza e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento hanno indotto le imprese a ridurre gli investimenti.

A fronte della modesta crescita del reddito reale, del ridursi della ricchezza finanziaria, dell'inasprirsi delle condizioni di offerta del credito e del peggioramento delle prospettive nel mercato del lavoro, la spesa delle famiglie si è notevolmente ridotta nel corso dell'anno. Nell'insieme del 2008 i consumi privati hanno mostrato un'espansione di circa lo 0,6 per cento (rispetto all'1,7 nel 2007) interamente ascrivibile all'effetto di trascinamento sul tasso di incremento annuale, essendo cresciuti solamente in un trimestre dell'anno. Sebbene la crescita del reddito nominale delle famiglie abbia evidenziato una relativa tenuta per la maggior parte dell'anno, dovuta alla dinamica sostenuta della remunerazione del fattore lavoro (riconducibile all'accelerazione dei redditi per addetto e alla perdurante tenuta dell'occupazione), il loro reddito disponibile reale è stato significativamente compresso dall'incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC. I consistenti rincari delle materie prime hanno incrementato il costo del paniere di consumo tipico delle famiglie, mentre la crescita sul periodo corrispondente del loro reddito disponibile reale è scesa al livello più basso dal 2003 (collocandosi in media intorno allo 0,7 per cento nei primi tre trimestri del 2008). Le famiglie hanno reagito con cautela, scegliendo di ridurre la spesa anziché moderare i consumi e diminuire il risparmio.

Sebbene il ciclo recente sia stato caratterizzato in generale da una spesa delle famiglie relativamente

Figura 30 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i dati sono calcolati come deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 per il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali e dall'aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi.

modesta, è probabile che le turbolenze in atto nei mercati finanziari abbiano contribuito alla riluttanza a spendere. La significativa diminuzione della ricchezza finanziaria a seguito del crollo dei mercati azionari ha indotto le famiglie (direttamente, nella misura in cui alcune perdite sono state ritenute permanenti, o indirettamente, accrescendo l'incertezza sulle prospettive economiche) a ridurre la spesa e a risparmiare a scopo precauzionale. Anche il deterioramento delle prospettive per il mercato del lavoro ha contribuito alla diminuzione della fiducia dei consumatori. Gli indicatori relativi a quest'ultima, che avevano toccato un livello massimo a metà del 2007, si sono riportati sulle rispettive medie di lungo periodo nei primi mesi del 2008, per poi evidenziare un ulteriore brusco calo e situarsi su livelli molto bassi alla fine dell'anno (cfr. figura 30).

L'espansione degli investimenti totali è considerevolmente diminuita, portandosi

attorno allo 0,6 per cento nel 2008 dopo due anni di crescita elevata (pari al 5,8 per cento nel 2006 e al 4,2 nel 2007); in particolare, i cali congiunturali registrati negli ultimi tre trimestri hanno compensato l'effetto positivo di trascinamento del 2007 e la dinamica vivace del primo trimestre, sospinta da condizioni meteorologiche insolitamente favorevoli (che hanno esercitato automaticamente un lieve effetto frenante nel secondo trimestre). La decelerazione è stata più pronunciata per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale rispetto ad altri investimenti privati.

Gli investimenti in edilizia residenziale si sono ridotti nel 2008, dopo la fine della fase ciclica espansiva di tale settore nel 2007, a fronte del rallentamento dei prezzi delle abitazioni. La decelerazione è apparsa in generale più pronunciata nei paesi in cui negli anni precedenti si erano osservati tassi di crescita particolarmente elevati. L'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema ha indicato inoltre un calo considerevole della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, riflettendo la contrazione del mercato immobiliare. Allo stesso tempo si è registrato un significativo inasprimento delle condizioni di accesso al credito.

Anche gli investimenti societari, che nel 2007 erano aumentati a ritmo sostenuto per effetto della consistente redditività e dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, hanno mostrato una forte decelerazione nel 2008, riducendosi nella seconda metà dell'anno dopo il dinamismo dei primi due trimestri. Tale inversione è ascrivibile in varia misura all'indebolirsi della domanda e al conseguente calo progressivo della pressione sulla capacità produttiva, alla diminuzione della redditività derivante dalla trasmissione incompleta dello shock sui prezzi delle materie prime nella prima parte del 2008, all'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto nel corso dell'anno, nonché alla restrizione delle condizioni di accesso al credito.

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento, in atto dall'inizio delle turbolenze finanziarie, si è bruscamente intensificato nel settembre 2008, incrementando considerevolmente il costo del finanziamento mediante il ricorso al mercato, nonché il suo costo reale complessivo (una misura aggregata dei costi dell'indebitamento bancario, delle obbligazioni e del capitale di rischio). Nondimeno, la quota di imprese che hanno individuato nel finanziamento un fattore di ostacolo alla produzione è rimasto contenuto nel 2008. Ciò è riconducibile in larga misura al fatto che l'impatto del restringimento delle condizioni di accesso al credito tende a manifestarsi con un certo ritardo, poiché le imprese potrebbero fare affidamento su linee di credito precedentemente concesse, e che i fondi generati internamente si sono mantenuti su un livello elevato. Inoltre, la quota di imprese industriali che hanno identificato la scarsità di spazio o macchinari come un limite per la produzione ha mostrato un netto calo, dopo aver raggiunto il massimo nel terzo trimestre del 2007, e il grado di utilizzo della capacità industriale è ritornato alla sua media di lungo periodo nell'ottobre 2008. Nondimeno, le imprese hanno dovuto far fronte a una maggiore incertezza riguardo alle prospettive economiche, come testimoniano l'eccezionale volatilità dei mercati finanziari, specie negli ultimi mesi dell'anno, e la dispersione insolitamente ampia delle previsioni sul PIL nella *Survey of Professional Forecasters* della BCE relativa al quarto trimestre.

La crescita delle esportazioni dell'area dell'euro si è notevolmente ridotta nel 2008, a circa l'1,8 per cento rispetto al 6,0 nel 2007, segnando una variazione congiunturale negativa negli ultime tre trimestri dell'anno. Il quadro esterno ha subito un notevole peggioramento, aggravato dalla crisi finanziaria, in un contesto caratterizzato da un rallentamento delle economie avanzate e da un crescente deterioramento delle prospettive economiche anche nei mercati emergenti. Negli ultimi mesi dell'anno gli indici di diverse indagini sugli ordini industriali esteri o totali hanno raggiunto livelli storicamente bassi. Anche le importazioni dell'area dell'euro hanno

evidenziato una decelerazione, rispecchiando il ristagno della domanda interna. Nel 2008 l'interscambio commerciale netto ha fornito un contributo nullo alla crescita, dopo l'apporto positivo dei due anni precedenti; in particolare, i risultati negativi della seconda metà dell'anno hanno compensato quelli positivi registrati nei primi due trimestri e l'effetto di trascinamento dal 2007.

In un'ottica settoriale, il rallentamento dell'attività è stato generalizzato, benché più pronunciato nel comparto industriale, che tende a mostrarsi più sensibile alle fluttuazioni cicliche. L'attività nel settore manifatturiero è calata bruscamente nella seconda metà dell'anno, specie per quanto riguarda i beni di investimento, che hanno risentito dell'indebolimento della domanda estera, della rapida contrazione degli arretrati negli ordinativi e del brusco rallentamento nel settore automobilistico. Il comparto delle costruzioni ha seguito a evidenziare una notevole debolezza, nonostante uno slancio temporaneo nel primo trimestre riconducibile alle condizioni climatiche favorevoli, con un costante peggioramento nel settore dell'edilizia residenziale che ha colpito in modo particolarmente grave alcuni paesi. Sebbene abbia dato prova di maggiore tenuta, il settore dei servizi ha registrato il ritmo di crescita più basso dal 2004, in contesto caratterizzato dalla debolezza dei consumi privati e dal rallentamento dell'attività economica.

INVERSIONE DI TENDENZA NEL MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro hanno mostrato un'inversione di tendenza nel 2008, dopo due anni di miglioramenti considerevoli.

Durante gli anni precedenti il mercato del lavoro dell'area dell'euro aveva presentato un'evoluzione molto positiva, con un forte aumento dell'occupazione, crescenti livelli di partecipazione e una bassa disoccupazione, che all'inizio del 2008 aveva raggiunto il minimo dagli anni ottanta (7,3 per cento). Alla fine del 2007 le condizioni erano

Tavola 4 Andamenti del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo precedente; valori percentuali)

	2005	2006	2007	2006			2007			2008			
				2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Forze di lavoro	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Occupazione	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Agricoltura ¹⁾	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Industria ²⁾	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
– escluse le costruzioni	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
– costruzioni	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Servizi ³⁾	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
Tassi di disoccupazione⁴⁾													
Totale	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Meno di 25 anni	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 anni e oltre	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sulla disoccupazione si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Comprende 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.

pertanto particolarmente tese e le pressioni salariali stavano cominciando a intensificarsi. Tuttavia, nel corso del 2008 si è verificata un'inversione di tendenza: l'occupazione è diminuita nella seconda metà dell'anno e il tasso di disoccupazione si è accresciuto a partire dal secondo trimestre, con un'accelerazione verso la fine dell'anno (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 5).

In una prospettiva settoriale, il tasso di espansione sul periodo precedente dell'occupazione nel comparto delle costruzioni si era ridotto al 2,7 per cento nel terzo trimestre del 2008, dopo una vigorosa crescita, pari al 3,9 per cento, nel 2007 (cfr. tavola 4). L'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni è aumentata nella prima parte dell'anno, proseguendo l'andamento anomalo iniziato nel 2007 dopo anni di contrazione dei posti di lavoro, ma ha ripreso la sua tendenza storicamente decrescente nella seconda metà dell'anno. Per quanto riguarda i servizi, la dinamica dell'occupazione ha dato prova di una relativa tenuta, con un tasso di variazione sul periodo corrispondente pari all'1,6 per cento in ragione d'anno nei primi due trimestri del 2008.

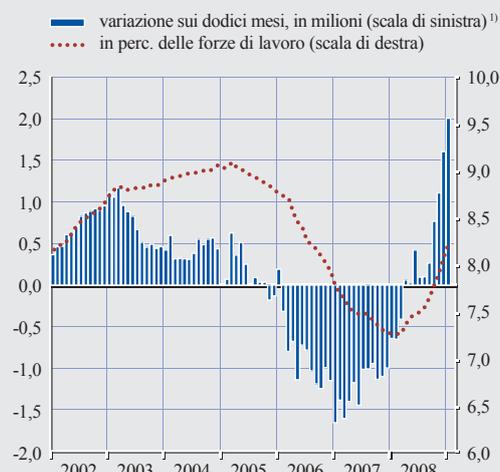
Nel 2008 l'incremento medio sul mese precedente del numero di disoccupati è stato pari a circa 170.000 unità. Alla fine del quarto

trimestre il tasso di disoccupazione aveva raggiunto l'8,1 per cento (cfr. figura 31).

La crescita della produttività del lavoro, misurata dal rapporto tra il PIL e il numero di occupati, è stata in media quasi nulla nel 2008 (evidenziando riduzioni nella seconda metà dell'anno), rispetto all'1 per cento nel 2007. Questa netta flessione è principalmente riconducibile al ciclo economico.

Figura 31 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

L'assunzione e l'allontanamento di collaboratori, soprattutto con contratti a tempo indeterminato, comportano costi elevati per le imprese, in quanto sono spesso associate a notevoli perdite in termini di capitale umano specifico alle imprese stesse. È possibile pertanto che le società conservino il proprio organico nella fase iniziale di un rallentamento, se si attendono che sia lieve o di durata relativamente breve oppure se desiderano attendere per valutarne l'entità.

Riquadro 5

EVOLUZIONE DEL MERCATO DEL LAVORO DELL'AREA DELL'EURO NEL 2008

Dopo tre anni di vigorosa espansione dell'occupazione e di rapido calo della disoccupazione, nel 2008 i mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno mostrato un chiaro rallentamento. La disoccupazione ha iniziato ad aumentare nel secondo trimestre, raggiungendo l'8,1 per cento alla fine del 2008, mentre la crescita dell'occupazione si è ridotta allo 0,8 per cento nel terzo trimestre, oltre un punto percentuale in meno rispetto alla media dell'anno precedente. Questo riquadro esamina i fattori alla base del rallentamento nei mercati del lavoro dell'area.

In generale, gli andamenti delle variabili del mercato del lavoro tendono a mostrare uno sfasamento temporale rispetto all'evoluzione dell'attività economica. Come illustrato dalla figura A, la crescita dell'occupazione segue con un evidente ritardo quella dell'economia. Quando la domanda inizia a diminuire, le imprese non sanno se tale flessione abbia carattere temporaneo o sia destinata a protrarsi nel tempo; pertanto tendono a reagire mantenendo invariati i livelli di produzione e occupazione, determinando un aumento delle scorte di beni invenduti. Qualora la contrazione della domanda divenga più persistente, le imprese devono arrestare l'eccessivo accumulo di scorte e iniziare a ridurre la produzione. Nondimeno, seguitano in generale a mantenere inalterati i livelli di occupazione. Quando i datori di lavoro sono incerti in merito alla probabile profondità o durata di un rallentamento congiunturale, è infatti verosimile che adeguino l'input di lavoro modificando la quantità di ore lavorate anziché il numero di dipendenti. Le ragioni di tale condotta sono chiare: dati gli elevati costi associati alla ricerca, alle assunzioni, ai licenziamenti e alla formazione, le imprese sono riluttanti a "cancellare" semplicemente gli investimenti effettuati in risorse umane fino a quando non sono convinti del probabile persistere del rallentamento nei mercati dei beni e servizi. Preferiscono quindi preservare i livelli di occupazione e diminuire la produzione riducendo il grado di utilizzo della capacità produttiva (ad esempio, in termini di ore lavorate o di prodotto per occupato). Sebbene non risulti con evidenza immediata dai dati trimestrali (a causa dell'effetto distorsivo associato alla cadenza anticipata delle feste pasquali), nel corso del 2008 sembra esservi stata una certa diminuzione della crescita delle ore lavorate (cfr. figura B). Confrontando i valori medi registrati nella prima metà del 2007 e nella prima metà del 2008 emerge infatti una brusca decelerazione del numero di ore lavorate totali, da circa l'1,7 per cento in ragione d'anno nel primo periodo a poco più dell'1,2 per cento nel secondo (linea nera). Dal confronto con gli anni precedenti sembra, inoltre, essere la quantità di ore pro capite, piuttosto che il livello di occupazione, la principale determinante della dinamica delle ore lavorate totali.

Solo nel momento in cui le aspettative indicano che la contrazione della domanda e la necessaria diminuzione della produzione saranno durature e consistenti si osserva una flessione significativa dei livelli di occupazione, poiché le imprese tentano di ridurre il costo del lavoro. È probabile che un pronunciato deterioramento della domanda di lavoro colpisca in primo luogo

Figura A PIL in termini reali e crescita dell'occupazione totale nell'area dell'euro

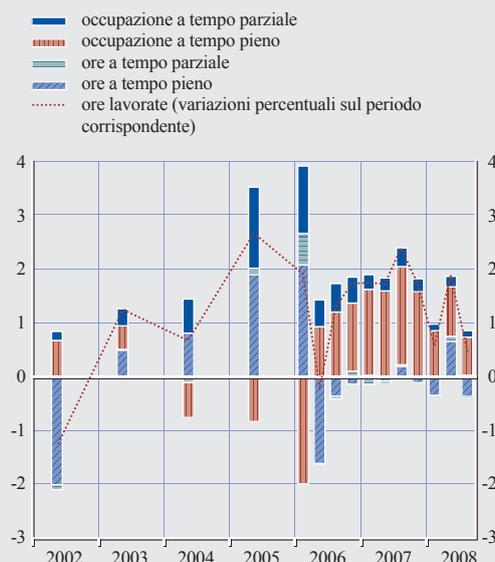
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

Figura B Scomposizione della crescita delle ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)



Fonte: Eurostat.

le categorie con condizioni di impiego più flessibili, come i lavoratori a tempo determinato, il cui allontanamento è meno dispendioso. Considerevoli evidenze empiriche testimoniano che in periodi caratterizzati da un indebolimento dell'attività e da una crisi economica l'occupazione temporanea e quella permanente mostrano andamenti differenti¹. Come spesso accade nei primi stadi di una fase congiunturale negativa, nel 2008 la dinamica dell'occupazione temporanea si è ridotta più rapidamente di quella dell'occupazione permanente (cfr. figura C).

In una fase di rallentamento dell'economia è inoltre probabile osservare un incremento dell'occupazione a tempo parziale per diverse ragioni. In primo luogo, l'indebolimento dell'attività potrebbe indurre mutamenti nella struttura dell'economia, tra cui uno spostamento verso quei settori che di norma fanno maggiore affidamento su posizioni a tempo parziale. In secondo luogo, i datori di lavoro potrebbero adeguare le ore lavorate in base alle variazioni della domanda di produzione, trasformando posizioni a tempo pieno in posizioni a tempo parziale². In terzo luogo, lavoratori che preferirebbero un'occupazione a tempo pieno potrebbero essere costretti ad accettare un lavoro a tempo parziale nell'impossibilità di trovare il tipo di impiego auspicato. Infine, nuovi lavoratori potrebbero entrare nel mercato del lavoro, poiché i membri delle famiglie assumono occupazioni a tempo parziale per compensare la disoccupazione o la sotto-occupazione del lavoratore principale³. Tuttavia, non è sempre facile identificare questi

1 Cfr., ad esempio, Bentolila, S. e G. Saint-Paul (1992), "The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain", *European Economic Review*, vol. 36, pp. 1013-1047; Holmlund, B. e D. Storrie (giugno 2002), "Temporary work in turbulent times: the Swedish experience", *Economic Journal*, vol. 112, pp. F245-F269.

2 Per lo più, l'Indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat distingue l'occupazione a tempo pieno e quella a tempo parziale sulla base della valutazione dei partecipanti.

3 Cfr., ad esempio, Buddelmeyer, H. et al. (febbraio 2008), *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, Working Paper della BCE n. 872.

Figura C Scomposizione della crescita dell'occupazione per tipologia di contratto

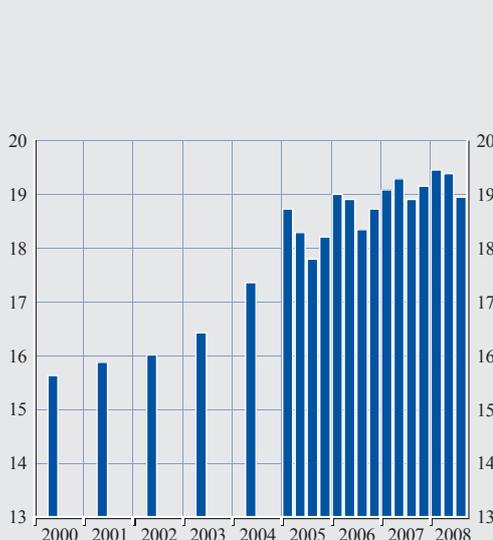
(in punti percentuali, salvo diversa indicazione)



Fonte: Eurostat.

Figura D Lavoro a tempo parziale nell'area dell'euro

(in percentuale dell'occupazione totale)



Fonte: Eurostat.

effetti ciclici nei dati, in quanto la crescita dell'impiego a tempo parziale nell'area dell'euro ha mostrato una chiara tendenza al rialzo a lungo termine, riconducibile in ampia misura a riforme del mercato del lavoro mirate a promuovere una maggiore partecipazione (cfr. figura D).

Al tempo stesso, è probabile che a seguito di un rallentamento economico l'offerta potenziale di lavoro cresca meno rapidamente. Come è noto, la diminuzione del numero di posti di lavoro disponibili scoraggia alcuni individui dalla ricerca di un impiego. Nelle attuali condizioni, lo squilibrio associato in particolare al processo di riallocazione e riqualificazione dei lavoratori in uscita dai settori maggiormente interessati dal rallentamento (come i servizi finanziari, i comparti immobiliare ed edile e il settore automobilistico) potrebbe determinare un calo dell'offerta di lavoro. Nel lungo termine le fasi di rallentamento ciclico possono avere un effetto negativo sulla crescita dell'offerta di lavoro attraverso l'atrofia delle competenze. Il problema diventa particolarmente acuto se gli individui restano disoccupati per lunghi periodi: quanto più permangono in una situazione di disoccupazione, tanto più aumenta il loro distacco dal mercato del lavoro. Poiché per queste persone diventa sempre più difficile trovare un impiego, è probabile che si accresca la disoccupazione di lunga durata.

In tali circostanze, le misure indirizzate al mercato del lavoro devono evitare un deterioramento strutturale dei livelli di disoccupazione e una riduzione del grado di partecipazione nel lungo periodo. Tali misure includono politiche tese a sostenere la flessibilità e la moderazione dei salari, non da ultimo mediante l'abolizione o la revisione dei relativi meccanismi di indicizzazione. Queste politiche ridurrebbero la pressione dei costi sulle imprese, accrescerebbero la competitività e fornirebbero sostegno all'occupazione. Riforme che accrescano l'efficacia e l'efficienza delle politiche attive del mercato del lavoro renderebbero più semplice per i disoccupati (ri)qualificarsi e trovare un nuovo impiego. Per quanto riguarda gli occupati, politiche che consentano una

maggior flessibilità degli orari lavorativi potrebbero offrire alle imprese un margine di manovra per ridurli senza perdere capitale umano a seguito dell'allontanamento di personale. Le riforme del mercato del lavoro devono essere attuate allo scopo di migliorare la tenuta dell'economia dell'area dell'euro di fronte alla crisi e di creare un contesto favorevole per la ripresa nonché per la crescita economica e la creazione di occupazione a lungo termine.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

I CONTI PUBBLICI HANNO REGISTRATO UN'INVERSIONE DI TENDENZA NEL 2008

I risultati relativamente positivi conseguiti negli anni recenti hanno subito una parziale inversione di tendenza nel 2008 con l'evolversi

della crisi finanziaria e il rapido deterioramento del contesto macroeconomico. Secondo le previsioni intermedie di gennaio 2009 formulate dalla Commissione europea, l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è aumentato in media dallo 0,6 per cento del PIL nel 2007 all'1,7 per cento nel

Tavola 5 Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

(percentuale del PIL)

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

	2006	2007	2008
Belgio	0,3	-0,3	-0,9
Germania	-1,5	-0,2	-0,1
Irlanda	3,0	0,2	-6,3
Grecia	-2,8	-3,5	-3,4
Spagna	2,0	2,2	-3,4
Francia	-2,4	-2,7	-3,2
Italia	-3,4	-1,6	-2,8
Cipro	-1,2	3,4	1,0
Lussemburgo	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Paesi Bassi	0,6	0,3	1,1
Austria	-1,5	-0,4	-0,6
Portogallo	-3,9	-2,6	-2,2
Slovacchia	-3,5	-1,9	-2,2
Slovenia	-1,2	0,5	-0,9
Finlandia	4,1	5,3	4,5
area dell'euro	-1,3	-0,6	-1,7

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	2006	2007	2008
Belgio	87,8	83,9	88,3
Germania	67,6	65,1	65,6
Irlanda	24,7	24,8	40,8
Grecia	95,9	94,8	94,0
Spagna	39,6	36,2	39,8
Francia	63,6	63,9	67,1
Italia	106,9	104,1	105,7
Cipro	64,6	59,4	48,1
Lussemburgo	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Paesi Bassi	47,4	45,7	57,3
Austria	62,0	59,5	59,4
Portogallo	64,7	63,6	64,6
Slovacchia	30,4	29,4	28,6
Slovenia	26,7	23,4	22,1
Finlandia	39,2	35,1	32,8
area dell'euro	68,3	66,1	68,7

Fonte: Commissione europea.

Note: i dati sono basati sulle definizioni del SEC 95. Nelle previsioni della Commissione, la media dell'area dell'euro include la Slovacchia, che è entrata nell'area dell'euro il 1° gennaio 2009.

2008 (cfr. tavola 5). La crescita del disavanzo va ricondotta alle minori entrate, su cui hanno influito anche sgravi fiscali, e a una spesa primaria più elevata, nel contesto di un rallentamento dell'attività economica. L'impatto sul disavanzo del 2008 esercitato dagli interventi dei governi per stabilizzare il sistema finanziario è stato trascurabile.

In Irlanda, Grecia, Spagna, Francia e Malta il disavanzo pubblico nel 2008 ha superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL, mentre nel 2007 questa condizione si era verificata solo nel caso della Grecia. Il disavanzo greco del 2007 è stato rivisto al rialzo al 3,5 per cento del PIL in occasione della convalida da parte dell'Eurostat della notifica autunnale, dal 2,8 per cento della notifica di primavera. La revisione è imputabile alla correzione della contabilizzazione dei trasferimenti dall'UE e a un più ampio rilevamento delle transazioni effettuate fuori bilancio nonché di quelle delle amministrazioni locali e degli enti di previdenza. Rispetto agli obiettivi indicati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità pubblicati tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008

il disavanzo medio dell'area dell'euro è risultato superiore di 0,8 punti percentuali del PIL.

A seguito del deterioramento dell'attività economica e dei conti pubblici nonché degli interventi da parte dei governi per stabilizzare il sistema finanziario, il rapporto medio fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro è aumentato dal 66,1 per cento del 2007 al 68,7 del 2008. L'incremento del debito potrebbe risultare ancora più rilevante, a seconda della classificazione statistica da parte dell'Eurostat delle operazioni a sostegno del sistema finanziario, che deve essere ancora finalizzata (cfr. riquadro 7). In particolare, il debito pubblico è aumentato significativamente nei paesi che hanno effettuato interventi considerevoli in favore delle istituzioni finanziarie o che hanno registrato un brusco rallentamento macroeconomico. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2008 è sensibilmente aumentato rispetto al 2007, mentre i differenziali dei rendimenti dei titoli sovrani rispetto alla Germania si sono notevolmente ampliati per taluni paesi (cfr. riquadro 6).

Riquadro 6

ANDAMENTI DELLE EMISSIONI E DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DEI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO

Il tasso di crescita dei volumi in essere dei titoli di Stato dell'area dell'euro si collocava all'8,0 per cento nel 2008. Benché significativamente più elevato del 2,8 per cento registrato nel 2007 (cfr. tavola A)¹, tale tasso è comparabile a quelli osservati in precedenti periodi di rallentamento economico. L'aumento delle emissioni nette di titoli di Stato, unitamente al deciso calo della crescita del PIL nel 2008, trova riflesso anche nel deterioramento del rapporto debito-PIL dell'area dell'euro, salito dal 66,1 per cento nel 2007 al 68,6 per cento nel 2008².

Da una scomposizione delle emissioni nette di titoli di Stato dell'area dell'euro nel 2008 risulta che i collocamenti di titoli a breve scadenza sono stati particolarmente vigorosi. Ciò riflette in parte il

1 I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e, pertanto, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Per maggiori dettagli, cfr. le note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 delle "Statistiche dell'area dell'euro" contenute nel Bollettino mensile della BCE.

2 Si stima che a gennaio 2009 l'impatto diretto potenziale sul debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro prodotto dai programmi di sostegno al settore bancario annunciati dalle autorità fosse pari a 284,6 miliardi (3 per cento circa del PIL dell'area dell'euro).

Tavola A Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(valori percentuali; dati di fine periodo)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Totale delle amministrazioni pubbliche	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
<i>A lungo termine</i>	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
a tasso fisso		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
a tasso variabile		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
<i>A breve termine</i>	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Fonte: BCE.

concomitante aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, che ha reso relativamente più conveniente la raccolta a breve termine. Tale fenomeno si è comunemente riscontrato anche in altri episodi di rallentamento economico e calo dei tassi di interesse a breve termine. In conseguenza di ciò, i titoli a lungo termine rappresentavano l'88,7 per cento circa del totale in essere nel 2008, la quota più bassa dall'avvio della Terza fase dell'Unione monetaria (cfr. tavola B).

La figura A presenta una scomposizione delle variazioni degli esborsi per interessi in: a) un effetto derivante dalla variazione del debito pubblico, b) un effetto derivante dalla variazione dei tassi di interesse, e c) un effetto incrociato residuale³. La spesa per interessi è aumentata di circa 0,2 punti percentuali di PIL nel 2008, soprattutto a causa dell'incremento del livello del debito, mentre l'impatto dei minori tassi di interesse e degli effetti incrociati è stato marginale.

A seguito degli sviluppi innescati dallo scoppio delle turbolenze finanziarie nell'agosto del 2007, nel 2008 i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato a lungo termine tedeschi e quelli degli

3 La variazione degli esborsi nominali per interessi I può essere disaggregata come segue:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

{ Effetto via
variazione
del debito
{ Effetto via
variazione del
tasso di interesse
Effetto
incrociato
(residuo)

dove B è il debito nominale delle amministrazioni pubbliche e i il tasso di interesse implicito medio (I/B).

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

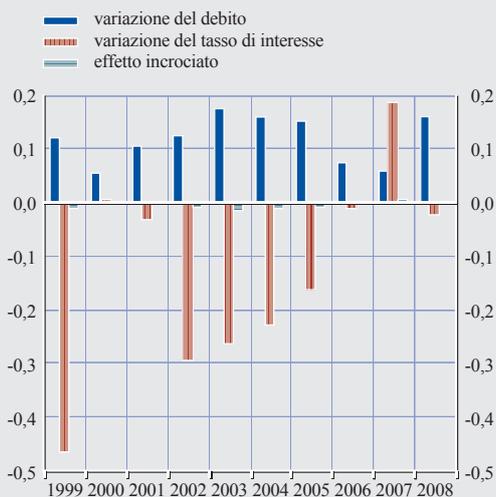
(percentuali del totale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; dati di fine periodo)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Amministrazioni centrali	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Titoli a lungo termine</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Titoli a breve termine</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Altre amministrazioni pubbliche	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Titoli a lungo termine</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Titoli a breve termine</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Totale delle amministrazioni pubbliche										
<i>A lungo termine</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
a tasso fisso	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
a tasso variabile	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>A breve termine</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Totale delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro	3.453,4	3.549,1	3.775,5	3.949,4	4.151,7	4.386,7	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.239,6

Fonte: BCE.

Figura A Scomposizione della variazione dei pagamenti per interessi nel periodo 1999-2008

(in percentuale del PIL; dati annui)



Fonte: Commissione europea (banca dati Ameco).

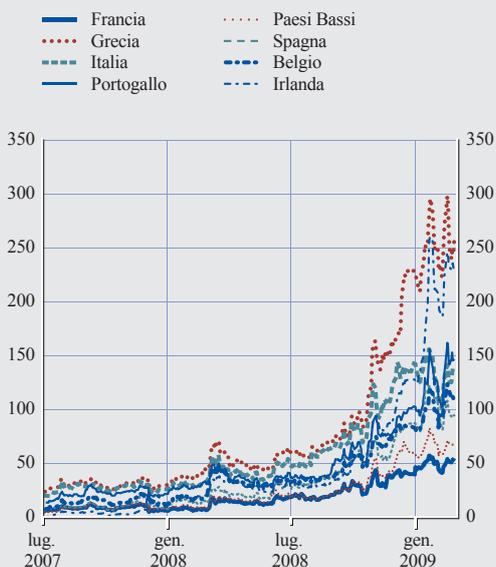
altri paesi dell'area dell'euro si sono ampliati significativamente, specie nella seconda parte dell'anno, come illustrato dalla figura B, che riporta i differenziali rispetto alla Germania per otto paesi dell'area dell'euro (Belgio, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo). Tali differenziali riflettono in ultima istanza discrepanze nei premi per il rischio di credito e il rischio di liquidità.

In primo luogo, in risposta all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nella seconda metà del 2008, il 12 ottobre, a conclusione del vertice di Parigi, i paesi dell'area dell'euro hanno annunciato l'allestimento concertato di pacchetti di salvataggio bancario comprendenti, fra l'altro, l'estensione di garanzie alle emissioni di titoli di debito, iniezioni di capitale e l'acquisto definitivo di attività rischiose. L'onere per i bilanci pubblici derivante in prospettiva da queste misure

potrebbe aver accresciuto la probabilità di insolvenza percepita relativamente ai titoli di Stato. I premi per il rischio di credito sono aumentati in tutti i paesi dell'area dell'euro, sebbene in

Figura B Differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi

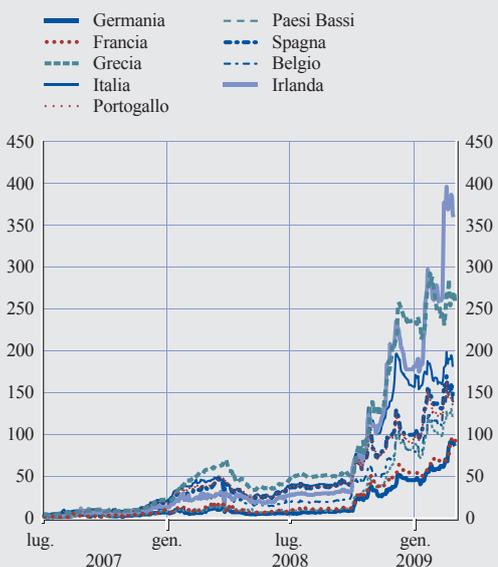
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
Nota: titoli di stato con scadenza a 10 anni.

Figura C Credit default swap sovrani

(dati giornalieri; punti base)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
Nota: credit default swap con scadenza a 5 anni.

misura diversa, come mostra la figura C, dove si possono osservare i differenziali di rendimento dei *credit default swap* riferiti a emittenti sovrani dell'area dell'euro⁴.

In secondo luogo, per gran parte del 2008 le variazioni dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno altresì rispecchiato la ricerca di investimenti sicuri (*flight-to-quality*). Al riguardo, gli investitori hanno peraltro dato prova di crescente selettività: i titoli di Stato tedeschi, generalmente considerati i più liquidi dell'area dell'euro, hanno infatti attratto i flussi maggiori. Ciò contribuisce a spiegare perché i differenziali rispetto a tali titoli si siano ampliati anche nel caso di paesi che si riteneva presentassero prospettive di bilancio identiche o addirittura migliori della Germania⁵.

4 I differenziali di rendimento dei *credit default swap* presentano i seguenti vantaggi: non subiscono distorsioni dovute a variazioni dei titoli di Stato di riferimento dei paesi interessati, non risentono di eventuali discrepanze nelle scadenze e sono tendenzialmente più reattivi alle variazioni del mercato.

5 Cfr. il riquadro *Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 del Bollettino mensile.

Secondo le stime della Commissione, nell'area dell'euro la media del disavanzo strutturale di bilancio (ossia il disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico e al netto di misure *una tantum* e di altre misure temporanee) è aumentata nel 2008 di 0,7 punti percentuali, al 2,3 per cento del PIL. Il deterioramento dei saldi strutturali ammonta a oltre la metà dell'incremento del disavanzo pubblico medio, a indicazione del fatto che le condizioni congiunturali (in media) hanno avuto un impatto più limitato. Inoltre, vi è stato un "effetto di composizione" favorevole. La crescita di salari, stipendi e consumi privati (nominali) a elevata imposizione ha continuato a sostenere in alcuni paesi il gettito fiscale, nonostante il peggioramento complessivo della situazione economica. Va tuttavia osservato che le stime dei saldi strutturali sono caratterizzate da un considerevole grado di incertezza nelle circostanze attuali e, in particolare, potrebbero essere riviste in una fase successiva. Tra i paesi dell'area dell'euro, solo Cipro, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia hanno conseguito risultati in linea con il rispettivo obiettivo di bilancio di medio termine, mentre Spagna e Slovenia nello stesso anno si sono scostate dal proprio.

MISURE ADOTTATE IN RISPOSTA ALLA CRISI FINANZIARIA E AL RALLENTAMENTO DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA

In ottobre i paesi dell'area dell'euro e il Regno Unito hanno concordato un'azione coordinata, successivamente approvata dal Consiglio

europeo, per stabilizzare il settore finanziario che comprendeva la ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie e la concessione di garanzie su prestiti e depositi. Gli effetti di questi interventi sulle finanze pubbliche sono difficili da valutare (cfr. anche il riquadro 7). Al 1° gennaio 2009 il potenziale impatto diretto del sostegno annunciato dai governi al settore bancario sul debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è stato stimato in 284,6 miliardi (pari a circa il 3 per cento del PIL dell'area dell'euro), mentre quello sulle passività potenziali in circa il 19 per cento. Nel 2008 le ripercussioni di questi interventi sul disavanzo pubblico dell'area dell'euro sarebbero state trascurabili secondo le stime.

In risposta al forte rallentamento dell'attività economica, nella riunione dell'11 e 12 dicembre il Consiglio europeo ha approvato il piano europeo di ripresa economica in base al quale i singoli Stati membri dell'UE contribuiranno con 170 miliardi di euro a un pacchetto di stimolo fiscale complessivo pari a 200 miliardi (1,5 per cento del PIL dell'UE), mentre la differenza sarà a carico del bilancio dell'UE e della Banca europea per gli investimenti. Questo sforzo coordinato degli Stati membri intende sostenere la ripresa economica rafforzando la domanda aggregata e incrementando gli sforzi volti all'attuazione delle riforme strutturali prospettate nella strategia di Lisbona. A seconda delle situazioni nazionali, i provvedimenti possono assumere

la forma di un'aumento della spesa pubblica, di sgravi fiscali o di contributi previdenziali e prestazioni a talune categorie di imprese o famiglie. Allo stesso tempo, il Consiglio europeo ha ribadito il suo pieno impegno in favore dell'attuazione del Patto di stabilità e crescita e di finanze pubbliche sostenibili. Gli Stati membri sono stati esortati a ritornare quanto prima possibile ai rispettivi obiettivi di bilancio di medio termine.

Riquadro 7

RIPERCUSSIONI DELLA CRISI FINANZIARIA SULLE STATISTICHE DEL DISAVANZO E DEL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

In risposta alla crisi finanziaria globale e alle sue ripercussioni per le istituzioni finanziarie europee, i governi, le banche centrali e altre autorità pubbliche in Europa stanno attuando varie misure volte a stabilizzare i mercati finanziari e l'economia in generale. Nel caso dei governi, tali misure includono ad esempio nazionalizzazioni (parziali), apporti di capitale (ricapitalizzazioni), l'acquisto e/o lo scambio di attività finanziarie e la concessione di garanzie (sui depositi e sulle nuove emissioni di titoli di debito delle banche, nonché sui prestiti interbancari).

Il disavanzo e il debito delle amministrazioni pubbliche, che rappresentano le variabili fondamentali monitorate nel quadro del Patto di stabilità e crescita, sono contabilizzati in base ai principi di contabilità statistica noti con il nome di Sistema europeo dei conti 1995 (SEC95) e al Manuale del SEC95 sul disavanzo e sul debito pubblico. Sulla base del SEC95 e del Manuale, la Commissione europea (Eurostat) ha elaborato ulteriori linee guida metodologiche per la contabilizzazione delle suddette misure intraprese dai governi per garantire coerenza e uniformità nella compilazione delle statistiche sul disavanzo e sul debito pubblico tra i vari Stati membri. Al riguardo, Eurostat ha consultato il Comitato per le statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (nel quale sono rappresentati gli istituti nazionali di statistica e le banche centrali degli Stati membri dell'UE, nonché la Commissione europea e la BCE), al fine di stabilire le modalità di applicazione dei principi contabili. In ogni singola fattispecie sarà necessario rispondere a una serie di domande per determinare il trattamento contabile appropriato:

- Le entità create per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie o per la fornitura di garanzie a queste ultime sono classificate all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche nei conti nazionali? In caso affermativo, il loro disavanzo e debito saranno inclusi in quelli delle amministrazioni pubbliche.
- Le partecipazioni in istituzioni finanziarie sono state acquistate dai governi ai prezzi di mercato, e vanno quindi considerate in acquisizioni di attività finanziarie (senza ripercussioni sul disavanzo)? Oppure parte dell'apporto di fondi nelle istituzioni finanziarie è da considerarsi come un trasferimento in conto capitale (sussidio)?
- Nel caso di prestiti da parte del governo, le istituzioni finanziarie sono tenute al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale? Qualora non lo siano, l'operazione andrebbe contabilizzata come trasferimento in conto capitale e non come transazione finanziaria.
- Qualora il governo si assuma parte delle passività di un'istituzione finanziaria in contropartita di una partecipazione nella stessa istituzione, la partecipazione ha lo stesso valore delle passività? In caso contrario, l'assunzione delle passività andrebbe considerata (in tutto o in

parte) un trasferimento in conto capitale con effetti sul saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche.

- In quale momento è più probabile che le garanzie offerte dal governo vengano utilizzate? Vi è la possibilità che producano un impatto sul disavanzo e sul debito delle amministrazioni pubbliche al momento della loro concessione? Di norma, le garanzie dovrebbero influire sul disavanzo e sul debito unicamente al momento del loro eventuale utilizzo.
- In caso di completa nazionalizzazione di un'istituzione finanziaria, occorre riclassificarla all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche? In generale, essa diventerà un'impresa pubblica, ma non un ente governativo. Tuttavia, laddove il governo istituisca un ente apposito per acquisire partecipazioni in un'istituzione finanziaria, tale ente potrebbe essere classificato all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche qualora non goda di autonomia o non si ritenga che eserciti attività di mercato.

Eurostat pubblicherà i dati preliminari sul disavanzo e sul debito degli Stati membri dell'UE per il 2008 nella seconda metà di aprile del 2009.

Molti paesi dell'area dell'euro hanno adottato manovre di bilancio volte a stimolare la domanda aggregata. Nell'autunno del 2008 il governo tedesco ha approvato un pacchetto di misure, soprattutto dal lato delle entrate di bilancio, pari all'1,3 per cento del PIL nel 2009 e 2010. Agli inizi del 2009 il governo ha annunciato un secondo pacchetto di stimolo, costituito da ulteriori misure pari al 2 per cento circa del PIL nei medesimi due anni. In Francia, alla fine del 2008 sono state annunciate misure per un valore dell'ordine dell'1,5 per cento del PIL per il periodo 2009-2011, fra cui investimenti pubblici accelerati e sostegno alle piccole imprese e a settori specifici. Nel 2008 il governo italiano ha adottato misure espansive, principalmente dal lato della spesa, pari a mezzo punto percentuale del PIL per i due esercizi 2009 e 2010. Il loro impatto sull'indebitamento netto dovrebbe essere ampiamente controbilanciato da misure compensative. In Spagna, nella prima metà del 2008 è stata approvata una serie di misure dal lato delle entrate per stimolare l'economia e in novembre sono stati annunciati ulteriori piani di investimento pubblico, per un valore superiore al 3 per cento del PIL nel periodo 2008-2010. Anche la maggior parte degli altri paesi ha adottato notevoli misure di stimolo fiscale.

Sebbene per una valutazione più approfondita delle politiche di stimolo si debba attendere di conoscere le misure precise e la loro attuazione, è

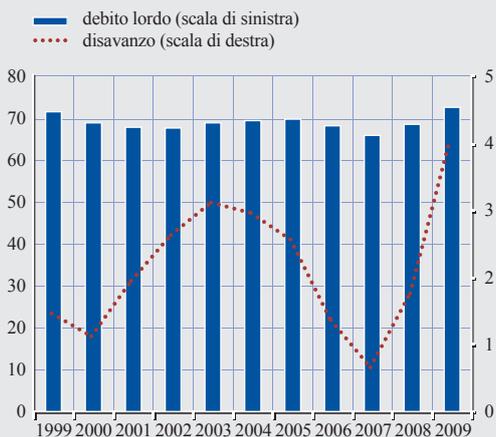
chiaro che i progetti attuali dei governi pongono alcuni rischi (cfr. anche il riquadro 8). L'aumento dei disavanzi può pregiudicare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche, soprattutto perché in molti casi non è contemplata la reversibilità delle misure di stimolo, che potrebbe rivelarsi alquanto difficile. Il brusco incremento dei differenziali dei titoli di Stato rispetto alla Germania sta a indicare che i mercati finanziari osservano l'evoluzione dei potenziali rischi con estrema attenzione. L'efficacia delle misure di stimolo è talvolta dubbia, poiché vi è un'ampia gamma di provvedimenti prospettati. Non tutte le misure sono chiaramente collegate alle cause dei problemi economici attuali e alcune possono riflettere compromessi politici più che considerazioni economiche. L'intervento pubblico comporta anche il rischio di una distorsione del comportamento degli operatori economici.

NEL 2009 È ATTESO UN ULTERIORE DETERIORAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

Le prospettive per le finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro dovrebbero peggiorare ulteriormente nel 2009. Secondo le previsioni intermedie della Commissione europea, che tengono conto degli aggiornamenti dei programmi di stabilità disponibili tra la fine del 2008 e gli inizi del 2009, il disavanzo medio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro aumenterebbe di 2,3 punti percentuali

Figura 32 Andamenti delle finanze pubbliche per il periodo 1999-2009

(percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea (banca dati Ameco).

Nota: La media relativa all'area dell'euro si riferisce a 16 paesi, a partire dal 1° gennaio 2009; definizione SEC 95; sono esclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

al 4,0 per cento del PIL (cfr. figura 32). La spesa pubblica dovrebbe crescere di 2,1 punti percentuali del PIL e le entrate diminuire di 0,1 punti percentuali del PIL. Ci si attende che il rapporto medio fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro aumenti nel 2009 di 4,0 punti percentuali, al 72,7 per cento.

In tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Malta, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dovrebbe diminuire, secondo le previsioni intermedie della Commissione. In Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Portogallo e Slovenia il disavanzo del 2009 dovrebbe superare o rimanere al di sopra del valore di riferimento del 3 per cento del PIL, registrando in alcuni casi un ampio scarto. I disavanzi in Belgio e Austria sarebbero pari al 3 per cento del PIL e in Germania e Slovacchia appena inferiori a tale valore. Vi sono rischi evidenti che i risultati effettivi possano essere anche peggiori delle attese.

LA SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE È INDISPENSABILE

L'inversione di tendenza nei risultati dei conti pubblici e le prospettive alquanto incerte

pongono sfide considerevoli per le politiche di bilancio nell'area dell'euro. Le finanze pubbliche sono entrate sotto pressione a causa di quattro dinamiche. In primo luogo, i disavanzi sono in significativo aumento a seguito del funzionamento degli stabilizzatori automatici nel rallentamento macroeconomico. In secondo luogo, oltre al venir meno delle entrate inattese degli anni recenti, potrebbero concretizzarsi ulteriori riduzioni impreviste delle entrate per effetto, fra altri fattori, di bruschi cali dei prezzi delle attività finanziarie nonché, in alcuni paesi, della debolezza del mercato degli immobili residenziali. In terzo luogo, gli interventi dei governi nel settore finanziario per evitare una crisi bancaria sistemica e ripercussioni macroeconomiche molto più gravi comportano rischi considerevoli per i conti pubblici. In quarto luogo, le misure di stimolo volte a fronteggiare il rallentamento economico mettono sotto pressione le prospettive per le finanze pubbliche.

In questo contesto impegnativo, è indispensabile mantenere la disciplina di bilancio e una prospettiva di medio termine. Un presupposto per preservare la fiducia del pubblico nella sostenibilità delle finanze pubbliche è salvaguardare l'integrità dell'assetto dell'UE per i conti pubblici basato su regole. È pertanto fondamentale che tutte le parti coinvolte si attengano all'impegno assunto di applicare pienamente il Patto di stabilità e crescita, che offre la flessibilità necessaria per fronteggiare circostanze economiche sfavorevoli.

I notevoli pacchetti di stimolo adottati nel 2008 e agli inizi del 2009 accrescono gli squilibri di bilancio nell'area dell'euro. Per evitare una perdita di fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche è necessario un impegno credibile ad abolire le misure di stimolo appena possibile. Nell'attuazione dei pacchetti di stimolo, si deve prestare particolare attenzione alla qualità delle misure per assicurarne l'efficacia. Nei paesi dell'area dell'euro occorre adoperarsi con determinazione per conseguire e mantenere finanze pubbliche solide anche in ragione della necessità di far fronte alle pressioni dal lato della

spesa che, nei prossimi decenni, deriveranno dall'invecchiamento della popolazione. Regole di bilancio di medio termine vincolanti a livello nazionale, se ben delineate e rigorosamente applicate, possono integrare l'assetto europeo

per i conti pubblici contemplato dal Patto di stabilità e crescita favorendo un rapido ritorno agli obiettivi di bilancio di medio termine (cfr. anche il riquadro 8).

Riquadro 8

LA CRISI FINANZIARIA E LA POLITICA DI BILANCIO

Una delle principali sfide che si pongono attualmente per la politica di bilancio è quella di evitare che la crisi finanziaria e il conseguente rallentamento economico pregiudichino la credibilità e la sostenibilità delle finanze pubbliche. Nell'UE il Patto di stabilità e crescita fornisce una cornice idonea alla conduzione e al coordinamento delle politiche di bilancio nelle fasi sia favorevoli sia sfavorevoli della congiuntura. Se da un lato l'osservanza delle prescrizioni del Patto nei suoi primi dieci anni di vita è stata per certi versi disomogenea, dall'altro l'andamento delle finanze pubbliche nell'UE nello stesso periodo è risultato migliore che in passato, essendosi evitati disavanzi elevati e l'accumulo di debito pubblico¹.

Un'opportunità mancata complica inutilmente la conduzione della politica di bilancio

Molti paesi dell'area dell'euro si sono trovati a dover affrontare la crisi finanziaria e il rallentamento economico in condizioni di fragilità dei conti pubblici. Essi non avevano sfruttato l'opportunità offerta dalle entrate inattese degli anni passati per consolidare i propri bilanci. Al riguardo, le considerazioni esposte nel Rapporto annuale della BCE 2007 conservano tutta la loro validità, e sono anzi ancora più pertinenti². All'epoca, la BCE aveva posto l'enfasi su un importante insegnamento derivante dal biennio 2000-2001, ossia che le prospettive delle entrate possono cambiare drasticamente nell'arco di poco tempo. In effetti, l'esperienza dimostra che la volatilità delle entrate tributarie è maggiore non solo di quella delle spese, ma anche di quella del ciclo economico. Ciò, unitamente alla difficoltà di prevedere i punti di svolta della crescita del PIL, costituisce un valido argomento per accrescere la cautela in epoche favorevoli, ossia per impiegare eventuali entrate inattese per accelerare la riduzione del disavanzo e del debito anziché incrementare la spesa³. Un approccio di questo tipo fornirebbe ai singoli paesi un margine di manovra per compensare riduzioni inattese delle entrate e far fronte a maggiori esborsi nel caso che le condizioni mutino. Uno degli errori della politiche di bilancio condotte prima e durante il 2000-2001 è stato quello di considerare i miglioramenti dei conti pubblici in epoche favorevoli come miglioramenti strutturali, che hanno spesso giustificato aumenti della spesa o sgravi fiscali.

Il ruolo degli stabilizzatori automatici

La correzione di bilancio in risposta al rallentamento economico riflette in larga misura l'azione degli stabilizzatori automatici, che contribuiscono ad attenuare le oscillazioni del ciclo

1 Cfr. l'articolo *I dieci anni del Patto di stabilità e crescita*, del numero di ottobre 2008 del Bollettino mensile.

2 Cfr. in particolare il riquadro *Insegnamenti derivanti dalla politica di bilancio del biennio 2000-2001*, nel Rapporto annuale della BCE 2007.

3 Per una rassegna dell'accuratezza delle previsioni e delle difficoltà relative ai punti di svolta, cfr. M. Blix, J. Wadefjord, U. Wienecke e M. Ådahl, "How good is the forecasting performance of major institutions?", *Economic Review*, 2001:3, Sveriges Riksbank, pp. 38-68.

economico. Tale reazione è appropriata, poiché è tempestiva e immune da rischi di natura politica che possono pregiudicare l'efficacia delle misure discrezionali di bilancio. In particolare, gli stabilizzatori automatici non sono soggetti ai ritardi inerenti all'individuazione degli interventi necessari, ai processi di decisione politica e di attuazione. Inoltre, la risposta automatica delle entrate e, in misura minore, delle spese alle variazioni del ciclo economico fa sì che l'azione degli stabilizzatori automatici sia automaticamente reversibile. Infine, l'impatto che i singoli gruppi di interesse possono esercitare per conseguire vantaggi particolaristici è limitato. I paesi dell'area dell'euro che si trovano nel rispetto del Patto di stabilità e crescita possono trarre beneficio dall'azione relativamente più ampia dei rispettivi stabilizzatori automatici.

I rischi di politiche di bilancio discrezionali durante le crisi finanziarie

Per quanto concerne l'impiego di misure discrezionali di bilancio per stimolare la domanda, è ormai opinione comune che esse debbano essere tempestive e mirate per essere efficaci, nonché temporanee, per evitare di creare ulteriori rischi per la sostenibilità del bilancio. In particolare, qualora non sia prevista una loro revoca, le misure con effetti espansivi sul disavanzo potrebbero minare la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti pubblici e indurre un aumento del risparmio a fini precauzionali o reazioni negative del mercato finanziario e un rialzo dei tassi di interesse, contrastando così l'effetto espansivo desiderato. Al riguardo, le esperienze di politiche di bilancio discrezionali attuate durante le crisi petrolifere degli anni settanta rappresentano un monito esemplare: anziché stimolare la domanda, tale attivismo ha finito per contribuire a destabilizzare l'economia reale e ad accrescere le pressioni inflazionistiche e il debito pubblico, apportando nel complesso benefici solo marginali, se non addirittura nulli.

Quanto al carattere mirato degli interventi, sarebbe opportuno agire là dove le elasticità sono maggiori e minore è il costo delle distorsioni agli incentivi. Al riguardo, andrebbe considerata la qualità dello stimolo fiscale, in modo da adottare gli interventi maggiormente idonei a creare fondamenta solide per la ripresa e per la crescita nel lungo periodo. È essenziale agire con tempestività, poiché, come mostra l'esperienza passata, le misure di bilancio spesso finiscono per essere procicliche, risultando efficaci solo dopo un lasso di tempo considerevole.

La qualità della politica di bilancio è importante sotto molti aspetti. Benché sussistano divergenze di opinione riguardo alle dimensioni ottimali del settore pubblico,⁴ i cittadini dei paesi dell'area potrebbero avere un tenore di vita analogo a quello attuale pagando meno tasse, se la qualità della spesa pubblica fosse migliore. Vi è inoltre evidenza che in passato aumenti delle dimensioni del settore pubblico siano avvenuti a spese della crescita economica⁵. Rispettando il Patto di stabilità e crescita, i governi dell'area dell'euro hanno maggiori probabilità di ottenere benefici di lungo periodo per le loro economie e un tenore di vita più elevato per i loro cittadini⁶.

4 Vi sono indicazioni che in molti paesi industrializzati le amministrazioni pubbliche hanno superato le dimensioni necessarie a conseguire gli obiettivi fondamentali. Cfr. ad esempio A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, *Public sector efficiency: an international comparison*, *Public Choice*, vol. 123 (n. 3-4), 2005, pp. 321-347, e A. Afonso e D. Furceri, *Government size, composition, volatility and economic growth*, Working paper della BCE, n. 849, 2008.

5 Cfr. A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne, *Quality of public finances and growth*, Working paper della BCE, n. 438, 2005.

6 I costi di un ridimensionamento del settore pubblico potrebbero essere relativamente contenuti, se il ridimensionamento fosse opportunamente concepito e attuato; cfr. ad esempio S. Hauptmeier, M. Heipertz e L. Schuknecht, *Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach*, Working paper della BCE, n. 364, 2006.

2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'EURO SI È APPREZZATO MODERATAMENTE IN TERMINI EFFETTIVI NEL 2008

La turbolenza finanziaria che ha interessato i mercati monetari e creditizi dall'agosto 2007 e i conseguenti effetti di trasmissione della stessa all'economia reale mondiale hanno influito in misura significativa sugli andamenti valutari del 2008. Più precisamente, nei primi quattro mesi dell'anno l'euro ha continuato nel rafforzamento iniziato alla fine del 2000, sorretto dalle aspettative piuttosto favorevoli circa le prospettive economiche dell'area in termini relativi. Dopo aver raggiunto un massimo storico ad aprile, il tasso di cambio effettivo (TCE) nominale della moneta unica si è poi mantenuto sostanzialmente stabile fino ad agosto. Successivamente l'euro ha subito un brusco calo che, in appena tre mesi, l'ha riportato sui livelli di metà 2007. Tale deprezzamento è stato associato soprattutto a una revisione delle aspettative di mercato circa le prospettive economiche dell'area, in presenza di una prosecuzione della crisi finanziaria e della graduale presa di coscienza della sua portata mondiale, e si è inserito sullo sfondo di un aumento dell'incertezza sui mercati e dell'avversione al rischio a livello mondiale. Verso la fine dell'anno la valuta europea ha messo a segno un robusto rimbalzo e il 18 dicembre ha toccato un nuovo massimo storico. Alla fine del 2008 il suo TCE nominale era superiore di circa il 2,5 per cento al livello degli inizi dell'anno e di circa il 7 per cento alla propria media del 2007. Gran parte dell'apprezzamento in termini effettivi nominali dell'euro nel 2008 è riconducibile al suo consistente rafforzamento sulla sterlina britannica, che è stato solo in parte controbilanciato da un indebolimento nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese.

Rispetto al dollaro statunitense, l'euro ha registrato un forte apprezzamento nei primi otto mesi dell'anno, raggiungendo a metà luglio il massimo di 1,60 dollari. Questo andamento è largamente riconducibile alle aspettative di

un ampliamento del differenziale di interesse a favore delle attività dell'area dell'euro, di riflesso alla convinzione degli operatori che le turbolenze finanziarie avrebbero pesato in misura notevolmente inferiore sull'area dell'euro che sugli Stati Uniti. Successivamente, tuttavia, i dati economici hanno iniziato a mostrare che le turbolenze finanziarie originate nel mercato statunitense dei mutui *subprime* nell'agosto 2007 si stavano trasformando in un rallentamento sincronizzato di tutte le aree economiche principali. Di conseguenza, in agosto l'euro ha iniziato a indebolirsi nettamente rispetto alla valuta statunitense. Durante l'autunno, le rinnovate tensioni sui mercati monetari e creditizi mondiali hanno intensificato le spinte al ribasso sull'euro, che in ottobre è sceso a 1,25 dollari. Questa sensibile flessione è stata in parte associata alla scarsa liquidità in dollari a livello mondiale, che ha imposto un consistente rimpatrio di investimenti esteri e interventi concertati di politica monetaria. In un contesto di avversione al rischio e riduzione della leva finanziaria estremamente accentuate, il dollaro ha tratto sostegno dal suo ruolo internazionale. Lo avrebbero sorretto anche altri fattori tecnici, e forse transitori, come si può dedurre altresì dal minore collegamento tra i differenziali di interesse e i movimenti del cambio euro/dollaro durante questo periodo. L'euro ha tuttavia messo a segno una robusta ripresa in dicembre, all'attenuarsi dei citati fattori non ciclici che avevano favorito il dollaro in autunno e con i mercati che tornavano a concentrare l'attenzione sulle prospettive di crescita e i differenziali di interesse tra le principali aree economiche. Il 31 dicembre l'euro era scambiato a 1,39 dollari, cioè a un livello inferiore di circa il 5 per cento a quello degli inizi dell'anno e superiore di circa il 6 per cento alla media del 2007.

Seguendo un profilo analogo a quello nei confronti del dollaro, nel corso del 2008 l'euro ha registrato forti oscillazioni anche rispetto allo yen giapponese ed è stato scambiato entro un intervallo insolitamente ampio (115,75-169,75 yen). La volatilità del cambio euro/yen avrebbe riflesso non solo il mutare della valutazione degli operatori circa le

prospettive economiche relative, ma soprattutto le aspettative del mercato riguardo alla volatilità dei prezzi delle attività. Tali aspettative hanno di conseguenza influito sui tassi di remunerazione attesi dei *carry trade*, operazioni che consistono nel prendere a prestito fondi in valute a basso rendimento (quali lo yen) per investire in divise molto remunerative. In generale, un aumento della volatilità attesa per il cambio dello yen riduce l'attrattiva di quest'ultimo come divisa di finanziamento dei *carry trade*, tendendo a esercitare pressioni al rialzo sulla moneta nipponica e al ribasso su quelle con rendimenti più elevati. La volatilità implicita del cambio euro/yen – misurata attraverso indicatori basati sui prezzi delle opzioni – ha di fatto subito variazioni sensibili nel 2008, raggiungendo un massimo in ottobre e poi scendendo nel periodo successivo. Queste condizioni estremamente volatili sui mercati valutari sono alla base di gran parte dell'apprezzamento iniziale e del forte deprezzamento successivo dell'euro sullo yen nel 2008. Il 31 dicembre la moneta unica europea era scambiata a 126,14 yen, inferiore del 23 per cento rispetto all'inizio dell'anno e di circa il 22 per cento rispetto alla media del 2007.

Nel 2008 l'euro ha inoltre continuato ad apprezzarsi sulla sterlina britannica, rafforzandosi entro fine anno di un consistente 28,5 per cento dopo il rafforzamento del 9 per cento conseguito nel 2007. Il 29 dicembre la moneta unica europea era scambiata a 0,98 sterline, il livello massimo dalla sua introduzione nel 1999. Il sensibile indebolimento della divisa britannica, soprattutto negli ultimi mesi del 2008, va ricondotto al significativo rallentamento dell'attività economica nel Regno Unito, che ha innescato un consistente allentamento delle condizioni monetarie e il connesso calo dei rendimenti a più lungo termine.

Tra i primi di gennaio e il 31 dicembre il tasso di cambio dell'euro si è rafforzato in misura significativa rispetto alle valute di una serie di partner commerciali dell'area, guadagnando ad esempio il 15,3 per cento sulla corona svedese e lo zloty polacco, il 12,3 per cento rispetto al leu romeno, il 5,3 per cento sul

fiorino ungherese e l'1,9 per cento sulla corona ceca. Un rafforzamento consistente è stato osservato anche nei confronti dello won coreano (33,6 per cento), della corona norvegese (22,1 per cento) e dei dollari australiano e canadese (rispettivamente 21,0 e 17,1 per cento). Tali apprezzamenti sono stati in parte controbilanciati da un indebolimento dell'euro sulle valute di diversi partner asiatici agganciate al dollaro statunitense, nella fattispecie sul renminbi cinese (11,4 per cento) e i dollari di Singapore e di Hong Kong (5,2 e 6 per cento rispettivamente). La moneta unica è arretrata anche nei confronti del franco svizzero (10,2 per cento) in presenza di operazioni di apertura e liquidazione di *carry trade*, poiché la moneta elvetica – al pari di quella nipponica – svolge il ruolo di valuta di finanziamento in questo genere di operazioni finanziarie.

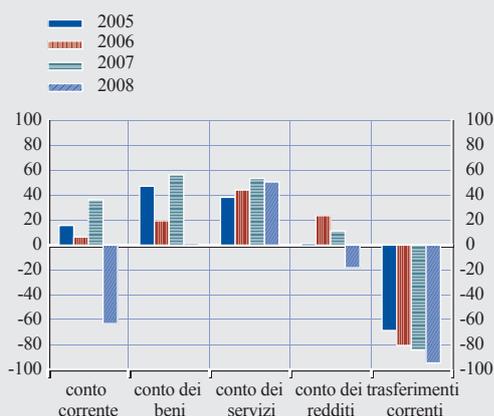
Il TCE reale dell'euro, calcolato con diversi indici di costo e di prezzo, si è rafforzato nei primi quattro mesi dell'anno, per poi mantenersi stabile fino ad agosto. Successivamente ha registrato un calo fino a novembre e una lieve ripresa in dicembre. Nell'ultimo trimestre 2008 il TCE reale dell'euro basato sui prezzi al consumo era inferiore del 2 per cento alla media dell'anno precedente e del 4 per cento a quella del quarto trimestre 2007.

IL CONTO CORRENTE È PASSATO IN DISAVANZO NEL 2008

Nel 2008 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 63,2 miliardi di euro (corrispondenti allo 0,7 per cento del PIL dell'area), contro un avanzo di 36,3 miliardi nel 2007. Ciò è riconducibile soprattutto al saldo delle merci, che è passato in disavanzo (0,6 miliardi), da un avanzo di 56,6 miliardi nel 2007. Tale andamento è stato determinato principalmente dall'indebolimento delle esportazioni (che ha contraddistinto in particolare il secondo semestre) e dalla robusta crescita dei prezzi delle importazioni nei primi otto mesi dell'anno. Anche il maggiore disavanzo nei trasferimenti correnti e il passaggio al disavanzo nei redditi hanno concorso al deterioramento complessivo del saldo corrente. Nel contempo l'avanzo dei

Figura 33 Saldo di conto corrente e sue componenti

(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: I dati del 2008 si riferiscono all'anno fino a ottobre.

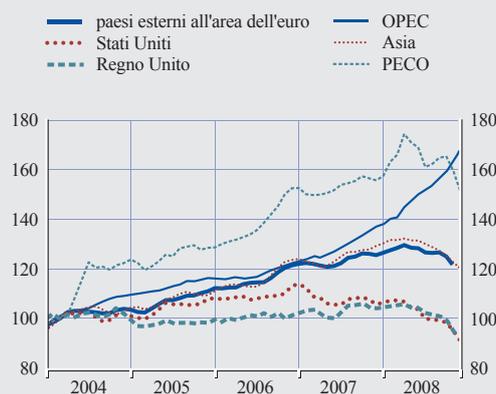
servizi, pari a 50,6 miliardi, si è ridotto soltanto in misura modesta (di 2,6 miliardi) rispetto all'anno precedente (cfr. figura 33).

La contrazione delle esportazioni di beni nel corso del 2008 si spiega in larga misura con il calo della domanda mondiale e presumibilmente anche con il peggioramento a livello globale delle condizioni di finanziamento dell'interscambio. Dopo avere messo a segno una temporanea ripresa nel primo trimestre, le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti e gli altri paesi dell'OCSE – oltre che verso la Cina e il resto dell'Asia – si sono ridotte. Anche le vendite destinate agli Stati membri che hanno aderito all'UE dal 2004 hanno registrato un indebolimento. Le esportazioni verso i paesi dell'OPEC hanno invece continuato a crescere a ritmi vivaci nell'intero anno, in presenza di una forte espansione di queste economie e degli effetti di ricchezza derivanti dai ricavi petroliferi (cfr. figura 34).

Il calo della competitività di prezzo e di costo dell'area dell'euro osservato dal 2001 è stato parzialmente riassorbito dopo la metà del 2008, a causa del deprezzamento della moneta unica. La minore crescita dei prezzi delle esportazioni

Figura 34 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali

(indici: 1° trim. del 2004 = 100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



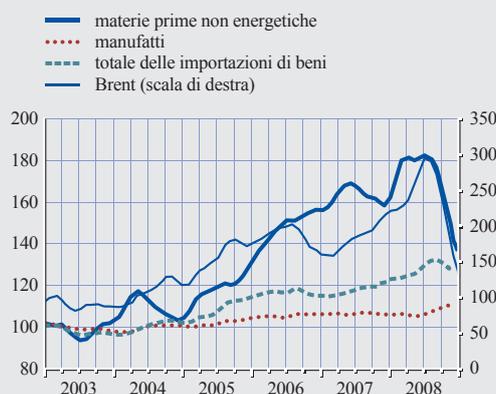
Fonte: BCE. Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a dicembre 2008, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro e per il Regno Unito (novembre). La sigla PECO sta a indicare i paesi dell'Europa centrale e orientale.

dell'area dell'euro nel primo semestre potrebbe indicare che le imprese dell'area hanno ritoccato i margini di profitto per compensare la perdita di competitività di prezzo e di costo (cfr. anche il riquadro 9).

Nel 2008 le importazioni di beni in volume sono diminuite, in particolare nella componente di beni intermedi. I prezzi delle importazioni

Figura 35 Importazioni di beni dall'esterno dell'area dell'euro

(indici: 1° trim. del 2003 = 100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



Fonte: BCE.

hanno invece subito forti incrementi fino al terzo trimestre, per poi moderarsi negli ultimi tre mesi dell'anno. Poiché l'aumento dei prezzi ha più che compensato il calo dei volumi delle importazioni, il valore complessivo di queste ultime è aumentato sensibilmente nei primi tre trimestri del 2008. Da una scomposizione dei prezzi all'importazione per categoria di beni emerge che sia il costante aumento fino

all'estate sia il successivo calo sono per lo più riconducibili alle quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche (cfr. figura 35). Tuttavia, anche se a partire dall'estate i corsi del greggio sono andati calando, in novembre il disavanzo petrolifero cumulato su dodici mesi (223,6 miliardi di euro) era ben superiore al livello già elevato (oltre 170 miliardi) di fine 2007.

Riquadro 9

ANDAMENTI RECENTI DELLA COMPETITIVITÀ DELL'AREA DELL'EURO

Una valutazione della competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, che riflette anche la situazione dei singoli paesi al riguardo, può fornire informazioni importanti per seguire l'evoluzione del contesto economico dell'area. Questo riquadro prende pertanto in esame gli andamenti della competitività dell'area misurati da vari tassi di cambio effettivi (TCE) reali a livello sia aggregato sia di singoli Stati membri. In sintesi, gli indicatori mostrano che nell'ultimo decennio la competitività di prezzo e di costo dell'area dell'euro è diminuita, a causa principalmente dell'apprezzamento della moneta unica in termini nominali nello stesso periodo. Mentre questo risultato è confermato indipendentemente dal deflatore scelto, l'andamento della competitività varia notevolmente a seconda dei paesi considerati.

Esaminando l'insieme dell'area dell'euro, la figura A mette a confronto il TCE nominale dell'euro e una serie di cinque TCE reali basati su deflatori diversi¹. Nell'insieme, le misure basate sui TCE sia reali sia nominali mostrano che tra il 1999 e il 2008 la competitività è scesa di circa il 5-10 per cento. I TCE reali presentano quindi un grado elevato di comovimento con quelli nominali, di riflesso alle analogie tra gli andamenti dei prezzi nell'area dell'euro e nelle economie partner. Il calo complessivo della competitività dell'area è pertanto riconducibile soprattutto ai movimenti del tasso di cambio nominale, che possono essere suddivisi in diversi periodi. Tra il 1999 e il 2001 la competitività è aumentata, di riflesso al concomitante deprezzamento dell'euro. Nel periodo 2002-2004 e di nuovo dal 2006 è invece diminuita, soprattutto a causa dell'apprezzamento della moneta

Figura A Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali

(indice 1° trim. 1999 = 100; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2008.

Per l'ultimo trimestre del 2008 sono disponibili solo i TCE reali basati sull'IPC e sull'IPP.

¹ I cinque deflatori sono: IPC, prezzi alla produzione, PIL, costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero e costo del lavoro per unità di prodotto nell'insieme dell'economia.

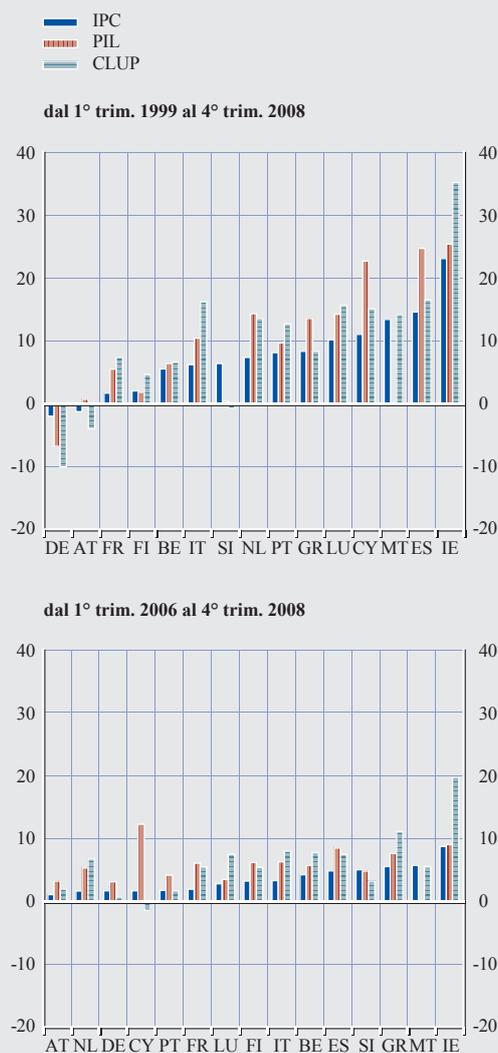
unica. Più di recente è tornata a crescere, per l'indebolimento dell'euro durante la seconda metà del 2008.

L'evoluzione della competitività di prezzo nell'insieme dell'area dell'euro può nascondere andamenti molto diversi nei singoli paesi. La BCE li analizza con una metodologia coerente, compilando per ciascuno Stato membro una serie di indicatori armonizzati della sua competitività rispetto alle altre economie dell'area e a una serie di partner commerciali esterni alla stessa². Gli indicatori di competitività armonizzati (ICA) sono tre, ottenuti dalla media ponderata dei tassi di cambio bilaterali (calcolata utilizzando pesi basati sull'interscambio commerciale che riflettono l'importanza relativa dei principali concorrenti del paese in questione) deflazionata con l'indice dei prezzi al consumo (IPC), il PIL o il costo del lavoro per unità di prodotto. Tra questi indicatori, il più utilizzato sembra essere quello basato sull'IPC, in parte a causa della definizione relativamente omogenea dell'indice dei prezzi al consumo nei vari paesi, oltre che del fatto che i dati sono disponibili con una relativa tempestività e non sono soggetti a revisioni sostanziali. Gli ICA deflazionati con il PIL e il costo del lavoro per unità di prodotto forniscono misure alternative della competitività, focalizzate più sulla produzione che sui consumi.

Nell'interpretazione di tali indicatori occorre tenere presenti diversi motivi di cautela. Gli indicatori di competitività basati su indici non tengono conto delle differenze tra i livelli di prezzo iniziali e non consentono quindi di stabilire quale paese sia più competitivo in termini assoluti. Le conclusioni fondate su questi indicatori dipendono anche dalla scelta dei punti d'inizio e di fine del periodo considerato. Inoltre, gli ICA rilevano soltanto aspetti limitati della competitività. Per ottenere un quadro più completo, un'analisi più

Figura B Variazioni degli indicatori di competitività armonizzati¹⁾ per paesi dell'area dell'euro

(in punti percentuali; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

1) Basati sull'IPC, sui deflatori del PIL del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), incluso il commercio verso l'interno e l'esterno dell'area.

Note: un valore negativo (positivo) sta a indicare un aumento (decremento) delle competitività in termini di prezzo. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2008 (per l'indicatore basato sull'IPC) e al terzo trimestre del 2008 (per quelli basati rispettivamente sui deflatori del PIL e del CLUP). Per il periodo dal primo trimestre del 2006 al quarto trimestre del 2008 gli indicatori di competitività sono stati riscaliati, ponendo il valore del 1° trimestre 2006 = 100. L'indicatore di competitività armonizzato per Malta basato sul deflatore del PIL non viene pubblicato dalla BCE.

2 Per un'analisi più approfondita degli indicatori di competitività armonizzati, cfr. di Mauro, F. e Forster, K., *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 97, settembre 2008, e l'articolo *Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 del Bollettino mensile.

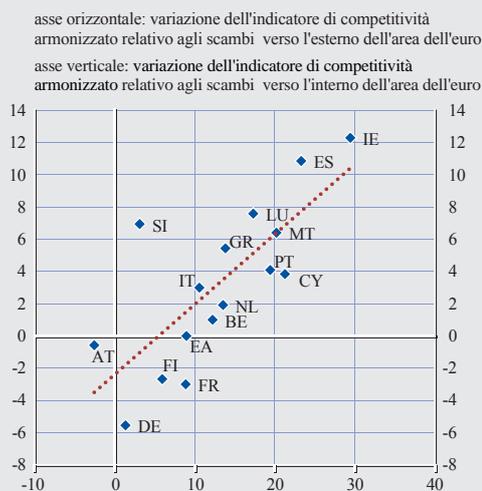
dettagliata potrebbe prendere in considerazione altri fattori, quali la specializzazione commerciale o il contesto economico generale, come pure il grado di *pricing-to-market* e la reattività dei prezzi commerciali alle variazioni di cambio³. Inoltre, allo stato la metodologia utilizzata per questi indicatori non rileva appieno le differenze tra paesi in termini di produttività del settore dei servizi (il profilo dell'interscambio in questo settore non trova riflesso nella ponderazione attribuita ai partner commerciali).

Per quanto concerne gli andamenti passati degli ICA, la figura B rivela una notevole eterogeneità tra i paesi dell'area. L'indicatore deflazionato con l'IPC mostra che dal 1999 la competitività ha subito il calo più sensibile in Irlanda (oltre il 20 per cento), seguita da Cipro, Malta, Lussemburgo e Spagna (10-20 per cento). Durante lo stesso periodo ha registrato la flessione più contenuta – se non addirittura un lieve miglioramento – in Austria, Germania, Finlandia e Francia. Nella fase di più recente apprezzamento dell'euro, vale a dire dagli inizi del 2006, le differenze sono apparse meno pronunciate e la competitività di prezzo è scesa in tutte le economie. Benché i movimenti della competitività nei diversi paesi possano a volte variare in ampiezza a seconda del deflatore utilizzato, le conclusioni qualitative restano inalterate.

Gli ICA consentono inoltre di distinguere, a livello di singola economia, tra l'evoluzione della competitività interna (rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro) ed esterna (nei confronti dei partner commerciali al di fuori dell'area). Si tratta di una distinzione utile in quanto, dall'introduzione dell'euro, i movimenti del tasso di cambio nominale restano importanti solo per la competitività esterna e, di conseguenza, quella interna risente esclusivamente della diversa dinamica dei costi e dei prezzi. La retta di regressione che mette a confronto gli indicatori di competitività interna ed esterna dei singoli paesi dell'area (cfr. figura C) mostra come la seconda abbia registrato in generale un calo più pronunciato della prima. Ciò riflette in larga misura l'apprezzamento complessivo del tasso di cambio nominale dell'euro tra il 1999 e il 2008. Di conseguenza, paesi come l'Irlanda – i cui partner esterni all'area dell'euro rappresentano una quota relativamente elevata dell'interscambio totale – mostrano anche un calo della competitività esterna relativamente maggiore. Tuttavia, in gran parte dei casi l'elevata correlazione tra la competitività interna e quella esterna indica altresì che la posizione competitiva relativa delle singole economie dell'area dipende principalmente dall'evoluzione dei costi e dei prezzi interni. Nell'insieme, l'Austria è l'unico paese che ha registrato un miglioramento della competitività sia

Figura C Indicatori di competitività armonizzati relativi agli scambi verso l'interno e verso l'esterno dell'area dell'euro¹⁾

(variazioni cumulate in punti percentuali dal 1° trim. 1999 al 4° trim. 2008)



Fonte: elaborazioni della BCE.
 1) Basati sull'IPC.

Note: Un valore negativo (positivo) sta a indicare un aumento (decremento) delle competitività in termini di prezzo. Per l'area dell'euro la figura riporta il TCE reale nei confronti dei 22 principali partner commerciali calcolato esclusivamente sulla base del commercio verso l'esterno dell'area.

3 Per un esame di questi aspetti più ampi della competitività, cfr.: Task Force del Comitato per la politica monetaria del SEBC, *Competitiveness and the export performance of the euro area*, Occasional Paper della BCE n.30, giugno 2005; e Baumann, U. e di Mauro, F., *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, Occasional Paper della BCE n.55, marzo 2007.

interna sia esterna. La competitività interna è aumentata anche in Finlandia, Francia e Germania, che tuttavia hanno visto scendere quella esterna. Negli altri paesi appartenenti all'area il calo ha riguardato entrambe.

In sintesi, varie misure dei TCE reali mostrano che negli ultimi dieci anni circa la competitività di prezzo e di costo dell'area dell'euro è diminuita, a causa principalmente dell'apprezzamento dell'euro in termini nominali. I singoli paesi appartenenti all'area evidenziano tuttavia andamenti molto eterogenei, che riflettono per lo più la diversa evoluzione dei costi e dei prezzi interni oltre che le differenze in termini di specializzazione geografica del commercio estero.

GLI AFFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO SONO AUMENTATI NEL 2008

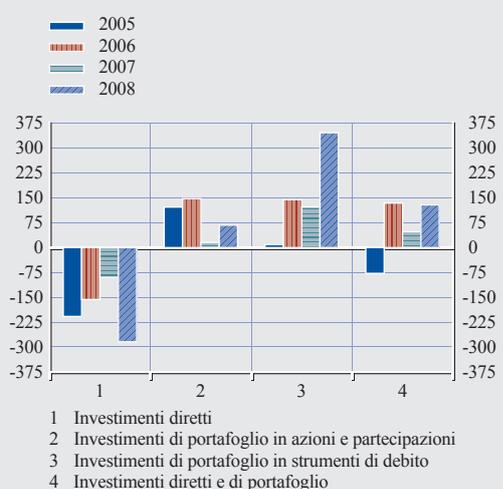
Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato complessivamente afflussi netti per 128,5 miliardi di euro nel 2008, contro afflussi netti per 47,3 miliardi un anno prima. Ciò riflette l'aumento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio in strumenti di debito e in azioni, in parte compensato da un aumento dei deflussi netti per investimenti diretti (cfr. figura 36).

Nel 2008 le turbolenze finanziarie hanno accresciuto la volatilità in tutti i segmenti dei mercati finanziari e, per i loro effetti

di trasmissione all'economia reale, hanno determinato un elevato grado di incertezza riguardo alle prospettive mondiali. In questo contesto le scelte di portafoglio a livello internazionale sono state influenzate dal conseguente drenaggio di liquidità in importanti segmenti di mercato, ripercuotendosi a loro volta sui flussi per investimenti di portafoglio tra l'area dell'euro e il resto del mondo. In particolare, nel 2008 le vendite di strumenti finanziari dell'area da parte di investitori esteri e di azioni estere da parte di investitori dell'area sono state insolitamente consistenti. Gli investitori internazionali sembrano aver ridimensionato i propri investimenti all'estero, riflettendo presumibilmente strategie più caute e la caduta dei valori di borsa su scala mondiale.

Figura 36 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

(dati annuali; miliardi di euro; flussi netti)



Fonte: BCE.

Nota: I dati del 2008 si riferiscono all'anno fino al mese di ottobre.

Sempre a seguito delle turbolenze finanziarie, nel 2008 il conto degli investimenti diretti dell'area dell'euro ha registrato un calo sostanziale dei flussi sia in entrata sia in uscita, a indicare una preferenza per i mercati domestici. I disinvestimenti dall'area effettuati dai non residenti sono stati superiori a quelli effettuati dai residenti sulle attività estere; di conseguenza, vi sono stati maggiori deflussi netti per investimenti diretti.

Infine, la crescita degli afflussi netti per strumenti di debito (saliti a 345,6 miliardi di euro, da 122,8 miliardi nel 2007) ha contribuito all'aumento degli afflussi netti nel conto finanziario. Tale risultato potrebbe essere riconducibile all'accresciuta avversione al rischio, all'aumento del fabbisogno di liquidità e ai differenziali di interesse a breve termine. In particolare, gli strumenti del mercato

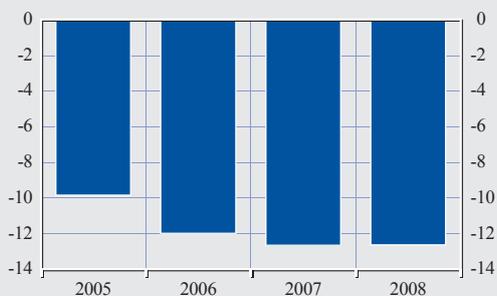
monetario hanno registrato ingenti afflussi netti, raggiungendo in settembre e in ottobre i livelli più elevati dal 1999. Tale andamento potrebbe riflettere i tentativi di accrescere la liquidità, in un periodo di più intense turbolenze finanziarie.

LA POSIZIONE PATRIMONIALE VERSO L'ESTERO NEL 2008

Le statistiche disponibili fino al terzo trimestre del 2008 indicano che l'area dell'euro ha registrato nei confronti del resto del mondo una posizione patrimoniale netta passiva per 1.158 miliardi di euro (12,5 per cento del PIL dell'area), da 1.131 miliardi (sempre uguale al 12,5 per cento del PIL) alla fine del 2007 (cfr. figura 37). Questo lieve incremento va ricondotto in larga misura all'aumento della posizione netta passiva nel conto degli "altri investimenti" (per 191 miliardi) e in quello degli investimenti di portafoglio (per 76 miliardi), quasi interamente compensato dall'aumento della posizione netta attiva nel conto degli investimenti diretti e in quello dei derivati finanziari (salite rispettivamente di 182 e 35 miliardi). Anche le riserve ufficiali sono aumentate in misura modesta, in relazione agli effetti di rivalutazione scaturiti dalle variazioni dei prezzi delle attività e del tasso di cambio dell'euro.

Figura 37 Posizione patrimoniale netta verso l'estero

(percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: dati di fine anno ad eccezione del 2008 (terzo trimestre).

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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel corso del 2008 la crescita economica è decelerata nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, dopo diversi anni di vigorosa espansione (cfr. tavola 6)¹. Sebbene questo andamento decrescente abbia interessato quasi tutti questi paesi, i tassi di crescita del PIL sui dodici mesi e la portata del rallentamento sono stati alquanto differenziati.

I paesi Baltici hanno registrato la decelerazione più marcata: in Lituania, la crescita media annua si è più che dimezzata rispetto all'anno precedente, mentre in Estonia e Lettonia ha assunto valori negativi. Nei tre paesi il rallentamento ha fatto seguito a diversi anni di espansione economica molto robusta, accompagnata da aumenti eccezionali dei salari, del credito e dell'inflazione, nonché da disavanzi di conto corrente molto ampi. Di fatto, gli squilibri macroeconomici nei paesi Baltici sono rimasti ampi nel 2008, nonostante la parziale correzione intervenuta nell'anno.

La decelerazione della crescita del PIL nella maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro va principalmente ricondotta al deterioramento

del contesto esterno e, più avanti nell'anno, all'impatto diretto dell'intensificarsi della crisi finanziaria. L'inasprimento delle condizioni di finanziamento e il calo dei prezzi delle attività finanziarie hanno indebolito la fiducia dei consumatori e delle imprese e depresso la domanda interna.

In Slovacchia la decelerazione della crescita, dal 10,4 per cento nel 2007 al 6,4 per cento nel 2008, è stato in parte un ritorno alla normalità dopo l'eccezionale ritmo di espansione dell'anno precedente. La crescita molto modesta in Ungheria, pari allo 0,5 per cento nel 2008, è imputabile sia agli effetti ritardati del consistente pacchetto di risanamento delle finanze pubbliche del 2007, dal quale l'economia aveva lentamente iniziato a riprendersi nel 2008, sia alle successive ripercussioni della crisi finanziaria. L'impatto di quest'ultima è stato pronunciato anche nei tre Stati membri non appartenenti all'area entrati nell'UE prima del 2004, che nel 2008 hanno registrato tassi di crescita del PIL dello 0,7 per cento nel

1 I paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro di cui si tratta in questa sezione comprendono i 12 Stati membri dell'UE esterni all'area a fine dicembre 2008 (Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia, Svezia e Regno Unito).

Tavola 6 Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 1°trim.	2008 2°trim.	2008 3°trim.	2008 4°trim.
Bulgaria	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Repubblica Ceca	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Danimarca	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estonia	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Lettonia	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Lituania	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Ungheria	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Polonia	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Romania	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slovacchia	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Svezia	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Regno Unito	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
UE9 ¹⁾	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EU12 ²⁾	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
area dell'euro	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Fonti: Eurostat e fonti nazionali.

Nota: i dati non sono destagionalizzati per tutti i paesi.

1) L'aggregato UE9 comprende i nove paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE12 comprende i dodici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2008.

Regno Unito, del -0,2 per cento in Svezia e del -1,3 per cento in Danimarca. L'attività economica in Polonia e nella Repubblica Ceca sembra essere stata colpita in misura lievemente inferiore, decelerando rispettivamente al 5,4 e al 3,2 per cento nel 2008. In Romania e Bulgaria la crescita economica, pur rimanendo robusta con tassi pari rispettivamente al 7,1 e al 6,0 per cento, ha fatto osservare un rallentamento più marcato verso la fine dell'anno, dopo un periodo prolungato di espansione molto vigorosa alimentata dalla vivace domanda interna e dalla sostenuta dinamica del credito e dei salari, nonché sorretta da consistenti afflussi di investimenti diretti esteri.

I PREZZI

Nel 2008 l'inflazione media è aumentata in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (ad eccezione dell'Ungheria), superando in misura significativa gli obiettivi fissati dai paesi con regimi di *inflation-targeting*. L'aumento riflette la tendenza ascendente fatta inizialmente osservare dai tassi di inflazione nella maggior parte dei paesi durante la prima metà dell'anno, tendenza che si è invertita più avanti nell'anno. A dicembre nella maggior parte dei paesi l'inflazione si collocava su livelli inferiori a quelli di inizio anno.

I livelli più elevati di inflazione si sono registrati nei paesi Baltici e in Bulgaria, con tassi annuali di inflazione medi compresi tra il 10,6 e il 15,3 per cento. Nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Romania l'inflazione annuale ha registrato tassi medi compresi tra il 6,0 e il 7,9 per cento, mentre nei restanti paesi (Danimarca, Polonia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito) si è collocata tra il 3,3 e il 4,2 per cento.

Uno dei fattori principali all'origine dell'aumento generalizzato dell'inflazione, comune a quasi tutti i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, è stato il forte rincaro dei prodotti energetici e alimentari a livello internazionale. Altri fattori che hanno contribuito all'aumento dell'inflazione in alcuni paesi del gruppo sono stati il marcato aumento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, in altri il deprezzamento della valuta. Infine, in alcuni casi forti pressioni al rialzo su salari e prezzi sono provenute anche dalla vivace domanda interna, dai crescenti vincoli di capacità produttiva e dagli shock dal lato dell'offerta di prodotti agricoli.

Anche la considerevole moderazione dell'inflazione osservata più avanti nell'anno ha avuto determinanti comuni nella maggior

Tavola 7 Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.
Bulgaria	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Repubblica Ceca	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Danimarca	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estonia	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Lettonia	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Lituania	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Ungheria	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Polonia	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Romania	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slovacchia	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Svezia	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Regno Unito	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EU9 ¹⁾	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EU12 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
area dell'euro	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE9 comprende i nove paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE12 comprende i dodici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2008.

parte dei paesi. In primo luogo, il progressivo attenuarsi degli effetti connessi allo shock dei prezzi internazionali delle materie prime registrato nel 2007 e agli inizi del 2008 e il conseguente significativo calo delle quotazioni del greggio. In secondo luogo, con l'intensificarsi della crisi finanziaria le pressioni dal lato della domanda si sono allentate contestualmente al calo della crescita dell'attività, dapprima nelle economie che in precedenza erano in più rapida espansione, e quindi nella maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Le pressioni salariali tuttavia sono rimaste sostenute in diversi paesi in cui le retribuzioni reali sono cresciute in misura superiore alla produttività, determinando significativi incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto.

POLITICHE DI BILANCIO

La situazione dei bilanci negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro si è evoluta in modo molto eterogeneo nel 2008. Solo la Bulgaria, la Danimarca e la Svezia hanno continuato a registrare avanzi di bilancio; gli altri paesi hanno riportato disavanzi talvolta elevati (cfr. tavola 8). Il rapporto tra disavanzo e PIL è salito al di sopra del 3 per cento in Lettonia, Romania e Regno Unito, mentre si è approssimato a questo livello in Lituania. L'Ungheria ha ridotto l'incidenza del proprio disavanzo sul PIL dal 5,0 per cento nel 2007 al 3,3 nel 2008. Nei paesi Baltici, in Romania, nel Regno Unito e, in misura minore, in Svezia, i risultati di bilancio del 2008 non hanno raggiunto gli obiettivi fissati negli aggiornamenti ai Programmi di convergenza presentati alla fine del 2007 o all'inizio del 2008. Nel caso dei paesi Baltici e del Regno Unito, ciò è in parte imputabile al notevole peggioramento delle condizioni macroeconomiche, che hanno reso il programmato aumento della spesa e quindi il bilancio 2008 insostenibile. Negli altri paesi (Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Ungheria, Polonia e Slovacchia), i risultati di bilancio del 2008 sono stati sostanzialmente in linea o migliori rispetto a quanto previsto nei Programmi di convergenza.

In un contesto economico e di finanza pubblica in generale deterioramento, verso la fine del 2008 la Slovacchia, la Svezia e il Regno Unito hanno previsto o attuato una serie di misure di stimolo fiscale, mentre diversi altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno annunciato per il 2009 piani di riequilibrio dei conti pubblici, in alcuni casi ambiziosi. Nel 2009 la Lettonia e l'Ungheria, che hanno ricevuto finanziamenti di emergenza fra l'altro anche da parte dell'UE e dell'FMI, si sono impegnate ad attuare a partire dal 2009 incisivi programmi di risanamento delle finanze pubbliche.

Alla fine del 2008 risultavano sottoposti alla procedura per disavanzo eccessivo l'Ungheria e il Regno Unito. Il Consiglio Ecofin ha revocato la procedura per disavanzo eccessivo riguardante la Repubblica Ceca e la Slovacchia in giugno, e in luglio quella relativa alla Polonia. Sempre in giugno, la Commissione europea ha impartito alla Romania una "raccomandazione di politica economica", in relazione al rischio che il paese superasse il valore massimo del 3 per cento fissato per il rapporto tra disavanzo e PIL in un contesto di forte espansione del prodotto.

Nel 2008 il rapporto tra debito pubblico e PIL è rimasto sensibilmente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con la sola eccezione dell'Ungheria che ha invece superato tale livello. Gli andamenti nei singoli paesi tuttavia sono stati molto differenziati. Il rapporto è aumentato in Danimarca, Estonia, Lettonia, Ungheria, Polonia, Romania e Regno Unito, mentre nella maggior parte degli altri paesi è diminuito o rimasto sostanzialmente invariato. Gli aumenti del rapporto sono ascrivibili principalmente al rallentamento della crescita del PIL e al deterioramento dei saldi di bilancio; nel caso del Regno Unito tale incremento è dovuto anche in qualche misura all'impatto sul bilancio del sostegno di emergenza fornito alle istituzioni finanziarie. Per quanto concerne la Danimarca, l'aumento riflette l'emissione di obbligazioni in eccesso rispetto al fabbisogno di finanziamento.

Tavola 8 Situazione delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(percentuale del PIL)

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

	2005	2006	2007	Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2007 2008	Previsioni della Commissione europea per il 2009 2008
Bulgaria	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Repubblica Ceca	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Danimarca	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estonia	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Lettonia	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Lituania	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Ungheria	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Polonia	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Romania	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Slovacchia	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Svezia	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Regno Unito	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
EU9 ¹⁾	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
EU12 ²⁾	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
area dell'euro	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	2005	2006	2007	Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2007 2008	Previsioni della Commissione europea per il 2009 2008
Bulgaria	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Repubblica Ceca	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Danimarca	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estonia	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Lettonia	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Lituania	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Ungheria	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Polonia	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Romania	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Slovacchia	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Svezia	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Regno Unito	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
EU9 ¹⁾	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
EU12 ²⁾	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
area dell'euro	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Fonti: per il 2005-2008, Commissione europea; per il 2008, programmi di convergenza aggiornati per il 2007 e previsioni intermedie di gennaio 2009 della Commissione europea; elaborazioni della BCE.

Note: I dati si basano sulle definizioni SEC95. Le cifre per il 2008 riportate nei programmi di convergenza sono stimate dai governi nazionali e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

1) L'aggregato UE9 comprende i nove paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE12 comprende i dodici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2008.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2008 il saldo complessivo dei conti corrente e capitale ha continuato a differenziarsi notevolmente tra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 9). Mentre la Danimarca e la Svezia hanno riportato un avanzo, tutti gli altri paesi hanno registrato

disavanzi. Per molti dei paesi che hanno aderito all'UE nel 2004 o successivamente, tali disavanzi sono una caratteristica abituale del processo di convergenza, poiché rispecchiano opportunità di investimento favorevoli e un livellamento nel tempo dei consumi. Nondimeno, i disavanzi molto ampi di conto corrente e di conto

Tavola 9 Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dell'area dell'euro

(percentuale del PIL; flussi netti)

	Conto corrente e conto capitale				Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgaria	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Repubblica Ceca	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Danimarca	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estonia	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Lettonia	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Lituania	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Ungheria	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Polonia	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Romania	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slovacchia	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Svezia	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Regno Unito	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EU9 ¹⁾	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EU12 ²⁾	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
area dell'euro	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Fonte: BCE.

Nota: I dati per il 2008 sono medie mobili di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2008.

1) L'aggregato UE9 comprende i nove paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE12 comprende i dodici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2008.

capitale in alcuni degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono stati alimentati anche da una vivace domanda interna, da condizioni di finanziamento favorevoli a livello internazionale e dalla sostenuta crescita del credito. La crisi finanziaria mondiale del 2008 e la sua trasmissione all'economia reale hanno determinato un raffreddamento o una contrazione della domanda interna, contribuendo in tal modo a ridurre il disavanzo in diversi paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Fra quelli con disavanzi elevati, l'Estonia e la Lettonia hanno registrato le riduzioni più marcate dei saldi negativi di conto corrente e di conto capitale, che rimanevano tuttavia molto ampi alla fine del 2008. Il disavanzo della Lituania si è ridotto in misura molto minore e in Romania è rimasto pressoché invariato, mentre quello della Bulgaria è ulteriormente aumentato. In tutti questi paesi l'incidenza del disavanzo sul PIL continua a superare il 10 per cento, oltre il 20 per cento nel caso della Bulgaria.

Per quanto concerne i paesi con disavanzi esterni minori, nel solo Regno Unito il disavanzo si è ridotto nel 2008. Nella Repubblica Ceca e

in Polonia il deficit è rimasto sostanzialmente invariato, mentre in Ungheria e Slovacchia è leggermente aumentato. Nella maggior parte dei paesi, gli squilibri esterni sono stati originati da disavanzi nel saldo commerciale, con l'eccezione della Repubblica Ceca, dell'Ungheria e della Slovacchia, dove il fattore principale è stato il disavanzo nel saldo dei redditi.

Rispetto all'anno precedente, nel 2008 gli afflussi netti di investimenti diretti sono diminuiti in alcuni paesi. La maggior parte dei paesi degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ha registrato un disavanzo della bilancia di base (cioè la somma del saldo dei conti corrente e capitale e dei flussi netti di investimenti diretti) che ha superato il 4 per cento del PIL in molte economie. Nel 2008 i flussi netti di investimenti di portafoglio sono stati negativi o nulli in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, ad eccezione del Regno Unito. I flussi netti di "altri investimenti" sono rimasti ampiamente positivi in gran parte dei paesi che hanno aderito all'UE nel 2004 o successivamente, riflettendo principalmente i prestiti da banche capogruppo di proprietà estera alle proprie filiazioni nella regione.

TASSI DI CAMBIO

Gli andamenti dei tassi di cambio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono stati fortemente influenzati nel 2008 dai regimi di cambio dei singoli paesi.

Le valute di Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania 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 che partecipa con una banda più ristretta, pari al $\pm 2,25$ per cento (cfr. figura 38). La partecipazione agli AEC II è, in alcuni casi, accompagnata da impegni unilaterali, da parte dei paesi in questione, al mantenimento di bande di oscillazione più ristrette. Questi impegni unilaterali non determinano obblighi aggiuntivi per la BCE. In particolare, si è convenuto che la corona estone e il litas lituano aderissero agli AEC II mantenendo i preesistenti accordi di *currency board*. Le autorità lettoni hanno deciso di mantenere il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro entro una banda di oscillazione di ± 1 per cento. Tutti gli accordi di partecipazione per i paesi le cui valute hanno aderito agli AEC II dopo il 2004 (ovvero tutti i paesi sopraelencati tranne la Danimarca) si basano anche su una serie di altri impegni di *policy* da parte delle rispettive autorità relativi, 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 perseguimento di politiche del credito prudenti e all'attuazione di ulteriori riforme strutturali.

Prima del tracollo di Lehman Brothers a settembre 2008, nella maggior parte dei paesi sopraelencati i differenziali di interesse del mercato monetario erano relativamente stabili, nonostante una certa volatilità nel mercato lettone. Nel quarto trimestre, mentre gli andamenti dei tassi di cambio hanno continuato a rispecchiare i regimi di cambio ufficiali, l'intensificarsi della crisi finanziaria internazionale, il deteriorarsi delle prospettive economiche, le preoccupazioni degli investitori circa le vulnerabilità esterne di alcuni paesi, nonché i declassamenti dei *rating* assegnati alla

Figura 38 Andamenti negli AEC II

(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese, i margini di oscillazione sono $\pm 2,25$ per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ± 15 per cento. Tuttavia, sulla base di impegni unilaterali, il margine di oscillazione per il lat lettone è ± 1 per cento e per il litas lituano e la corona estone è stato mantenuto un sistema di *currency board*. Il tasso centrale della corona slovacca è stato rivalutato dell'8,5 per cento il 16 marzo 2007 e del 17,6472 per cento il 29 maggio 2008.

Lettonia e alla Lituania e la decisione, da parte delle agenzie di *rating*, di mettere sotto esame l'Estonia per un declassamento, hanno contribuito a un rapido e pronunciato ampliamento dei differenziali di interesse dei mercati monetario e obbligazionario rispetto all'area dell'euro in tutti i paesi aderenti agli AEC II (eccetto la Slovacchia). In Lettonia (dove l'ampliamento del differenziale del mercato monetario è stato particolarmente pronunciato) e in Danimarca le banche centrali hanno sostenuto la moneta nazionale intervenendo sul mercato valutario e accrescendo i differenziali dei tassi di interesse ufficiali rispetto all'area dell'euro. Nel contesto di brusca decelerazione dell'attività economica e di tensioni nel sistema finanziario, la Lettonia ha nazionalizzato la maggiore banca del paese di proprietà lettone e, in dicembre, negoziato un piano congiunto di assistenza finanziaria internazionale per 7,5 miliardi di euro. Il piano comprende misure tese a stabilizzare il settore finanziario, sostanziali interventi di riforma dell'economia nazionale, il risanamento dei conti pubblici e una significativa

riduzione delle retribuzioni nel settore pubblico, e si fonda sul mantenimento dell'attuale banda di oscillazione ristretta intorno alla parità con l'euro per il perseguimento dell'obiettivo di policy del paese di entrare al più presto a far parte dell'area dell'euro.

Nel caso della Slovacchia invece, la prospettiva di adesione all'area pare aver protetto la corona dagli effetti negativi della crisi finanziaria internazionale. Nella prima metà del 2008 la corona slovacca si è notevolmente rafforzata rispetto all'euro e il 29 maggio la sua parità centrale è stata rivalutata del 17,6472 per cento, a 30,1260 SKK nei confronti dell'euro. Dopo la decisione adottata a luglio 2008 dal Consiglio UE di consentire alla Slovacchia l'adozione dell'euro, la corona si è mantenuta prossima alla nuova parità centrale, che ha rappresentato altresì il suo tasso di conversione rispetto all'euro al momento dell'introduzione della moneta unica nel paese il 1° gennaio 2009.

Per quanto riguarda le valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che non hanno partecipato agli

AEC II, gli andamenti sono stati molto diversi tra paesi (cfr. figura 39). Molte delle valute si presentavano sostanzialmente stabili nella prima metà del 2008, mentre alcune, come la corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco, si sono apprezzate raggiungendo livelli record rispetto all'euro. Da settembre, tuttavia, l'aggravarsi della crisi finanziaria, cui si sono accompagnate una consistente riduzione della leva finanziaria e gravi turbative nei mercati interbancari a livello mondiale, ha prodotto un rapido e pronunciato deprezzamento di diverse valute, in particolare lo zloty polacco, il fiorino ungherese, il leu rumeno e, in misura minore, la corona ceca.

Il programma congiunto di assistenza finanziaria internazionale destinato all'Ungheria, volto ad attenuare le tensioni nel mercato finanziario, ha contribuito inizialmente (a fine ottobre e in novembre 2008) a ridurre le pressioni al ribasso sia sul fiorino sia su altre valute della regione. Il peggioramento delle prospettive economiche e le preoccupazioni degli investitori circa le vulnerabilità esterne di alcuni paesi, insieme al declassamento in ottobre e novembre dei *rating* assegnati alla Bulgaria, all'Ungheria e alla Romania, hanno tuttavia determinato un ulteriore brusco deprezzamento dello zloty, del fiorino, del leu e, in minor misura, della corona. In virtù del suo sistema di *currency board* basato sull'euro, il tasso di cambio del lev bulgaro con l'euro è rimasto fisso, nonostante un aumento dei differenziali di interesse rispetto all'area. La sterlina inglese si è indebolita bruscamente nei confronti dell'euro nel quarto trimestre, in presenza di accresciuti timori di recessione nel Regno Unito e di una diminuzione dei differenziali di interesse rispetto all'area; nei primi due mesi del 2009 ha poi lievemente recuperato nei confronti dell'euro in un contesto di elevata volatilità. La corona svedese nel 2008 si è notevolmente deprezzata nei confronti dell'euro.

I MERCATI FINANZIARI

Fra gennaio e dicembre del 2008, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto

Figura 39 Andamenti delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II



Fonte: BCE.

l'Estonia, per la quale non è disponibile un tasso di interesse a lungo termine comparabile) hanno risentito fortemente della crisi finanziaria internazionale. Le ricomposizioni di portafoglio indotte dal generale aumento dell'avversione al rischio degli investitori hanno influito notevolmente sugli andamenti nei mercati obbligazionari di questi paesi. Nella prima parte dell'anno, gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato nella maggior parte dei paesi del gruppo sono stati analoghi a quelli dell'area dell'euro, caratterizzata da una relativa stabilità dei rendimenti. Nel periodo successivo le divergenze fra i paesi non appartenenti all'area dell'euro si sono ampliate, e alcune economie hanno mostrato un calo dei rendimenti (come nell'area dell'euro), mentre altre hanno registrato repentini aumenti. A dicembre i tassi di interesse a lungo termine nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro risultavano, in media, superiori di circa 85 punti base rispetto all'inizio del 2008, mentre nell'area dell'euro si erano ridotti di 34 punti base. Gli incrementi maggiori sono stati registrati in Lituania e Lettonia (430 e 330 punti base rispettivamente) e sono da ricondurre principalmente alle accresciute difficoltà riscontrate dai governi nel soddisfare il proprio fabbisogno finanziario, in un quadro di marcato deterioramento della crescita economica.

Fra gennaio e dicembre 2008, i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e quelli nell'area dell'euro si sono, in media, accresciuti, raggiungendo massimi storici in Lituania e in Lettonia, dove si sono collocati intorno a 500 punti base in dicembre.

Come nei mercati delle obbligazioni, nel 2008 anche gli indici dei mercati azionari in tutti i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno risentito negativamente dell'accresciuta incertezza, del clima di sfiducia riguardo all'evoluzione economica e delle notizie sulle continue perdite nel settore finanziario. In generale i mercati azionari sono stati caratterizzati da un'elevata volatilità e da cali pronunciati, pari in media al 50 per cento fra dicembre 2007 e dicembre 2008. I ribassi

più marcati sono stati registrati in Bulgaria e Romania, dove hanno superato il 70 per cento, soprattutto a causa del più elevato livello di rischio assegnato dagli investitori ai mercati dei capitali di questi paesi.

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 10).

Nel 2008 la politica monetaria e i regimi di cambio della maggior parte di questi paesi sono rimasti sostanzialmente invariati. A febbraio tuttavia l'Ungheria ha sostituito l'ancoraggio del fiorino all'euro con un regime di libera fluttuazione del tasso di cambio e di *inflation-targeting*. Alcuni paesi hanno apportato una serie di rettifiche ai propri assetti di politica monetaria in vista della futura integrazione all'area.

L'intensificarsi delle turbolenze finanziarie internazionali nell'autunno del 2008 ha posto diverse sfide alla politica monetaria della maggior parte dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, alcuni dei quali hanno registrato vincoli di liquidità nei rispettivi mercati interbancari, nonché tensioni in quelli del cambio. La risposta delle BCN a queste sfide è stata diversa a seconda delle condizioni economiche e degli assetti di politica monetaria dei paesi.

Per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria assunte nel 2008, le misure adottate dalla maggior parte delle banche centrali che partecipano agli AEC II hanno spesso rispecchiato le mosse della BCE. In luglio, la BCE ha aumentato il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 25 punti base, per poi abbassare in tre riprese il tasso di riferimento nel quarto trimestre per un totale di 175 punti base complessivi.

Tavola 10 Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro

	Strategia di politica monetaria	Valuta	Caratteristiche
Bulgaria	Obiettivo di cambio	Lev bulgaro	Obiettivo di cambio: ancoraggio all'euro a 1,95583 lev bulgari per euro nel quadro di un regime di <i>currency board</i> .
Repubblica Ceca	Obiettivo di inflazione	Corona ceca	Obiettivo di inflazione: 3 per cento con ± 1 punto percentuale (p.p.) fino al termine del 2009, in seguito 2 per cento con ± 1 p.p. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Danimarca	Obiettivo di cambio	Corona danese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,5$ per cento rispetto alla parità 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 alla parità centrale di 15,6466 corone estoni per euro. L'Estonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Lettonia	Obiettivo di cambio	Lat lettone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità 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 alla parità centrale di 3,45280 litas lituano per euro. La Lituania continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Ungheria	Obiettivo di inflazione	Fiorino ungherese	Obiettivo di inflazione: 3 per cento con ± 1 p.p., obiettivo a medio termine dal 2007. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Polonia	Obiettivo di inflazione	Zloty polacco	Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento con ± 1 p.p. (variazione sui dodici mesi dell'IPC). Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Romania	Obiettivo di inflazione	Leu rumeno	Obiettivo di inflazione: 3,8 e 3,5 per cento con ± 1 p.p. per la fine del 2008 e 2009 rispettivamente. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
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 alla parità centrale di 35,4424 corone slovacche per euro e, dal 29 maggio, di 30,1260 corone slovacche per euro. L'obiettivo di inflazione è stato fissato a un livello inferiore al 2,0 per cento per la fine del 2008. Ha adottato l'euro il 1° gennaio 2009.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: incremento dell'IPC pari al 2 per cento con un margine di tolleranza di ± 1 p.p. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Lira sterlina	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui dodici mesi dell'IPC ¹⁾ . In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il <i>Monetary Policy Committee</i> 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.

La Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), la Lietuvos bankas e la Eesti Pank non dispongono di tassi di interesse ufficiali dati i loro accordi di *currency board*, in virtù dei quali i loro tassi sono allineati automaticamente a quelli della BCE. In relazione al deteriorarsi

del clima di fiducia all'interno dei sistemi bancari nazionali e delle tensioni sulla liquidità nei mercati interbancari, le prime due banche centrali hanno inoltre ridotto la riserva obbligatoria per allentare i vincoli di liquidità.

Per quanto riguarda i paesi che partecipano agli AEC II e non operano in regime di *currency board*, la Latvijas Banka, che mantiene una banda di oscillazione del ± 1 per cento attorno alla parità centrale del lat con l'euro come impegno unilaterale, ha lasciato il tasso di interesse di riferimento al 6 per cento per tutto l'anno. Ha invece innalzato il tasso sui depositi *overnight* di 100 punti base, al 3 per cento, e diversificato i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale in base al numero di giorni in cui si è fatto ricorso a tali operazioni nell'arco degli ultimi 30 giorni. Al fine di allentare i vincoli di liquidità nel sistema bancario, la banca centrale lettone ha altresì abbassato in cinque fasi il coefficiente di riserva obbligatoria per le passività bancarie con scadenza superiore a due anni, riducendolo di complessivi 500 punti base al 3 per cento, e ha diminuito di 300 punti base quello relativo alle altre passività, portandolo al 5 per cento. In dicembre, infine, ha concluso un accordo di *swap* con la Sveriges Riksbank e la Danmarks Nationalbank, che le permette di ottenere finanziamenti a breve termine fino a 500 milioni di euro al fine di preservare la stabilità macroeconomica e finanziaria.

Tra maggio e ottobre la Danmarks Nationalbank ha incrementato a quattro riprese il tasso di riferimento, per un totale di 125 punti base. Mentre una delle decisioni (in luglio) ha rispecchiato un aumento di 25 punti base da parte della BCE, gli altri interventi sono stati adottati mentre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema restava invariato o persino diminuiva, con l'intento di ampliare il differenziale rispetto ai tassi ufficiali dell'area. Gli aumenti dei tassi effettuati dalla banca centrale danese sono stati volti a sostenere la corona nei periodi di debolezza connessi con le tensioni nei mercati valutari. In ottobre, la Danmarks Nationalbank e la BCE hanno annunciato un accordo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (*swap line*) per un ammontare di 12 miliardi di euro, volto a migliorare la liquidità nei mercati a breve termine in euro. Un accordo analogo era stato concluso dalla Danmarks Nationalbank con la Federal Reserve in settembre. Alla luce di

un lieve allentamento delle tensioni nei mercati finanziari danesi, la Danmarks Nationalbank ha seguito la BCE a novembre e dicembre, riducendo il suo tasso di riferimento in due riprese per un totale di 125 punti base.

In vista dell'imminente adozione dell'euro, da ottobre del 2008 la Národná banka Slovenska si è allineata alle decisioni di politica monetaria della BCE e ha portato al 2,5 per cento il tasso sulle operazioni pronti contro termine mediante tre decrementi successivi per un totale di 175 punti base. Ha inoltre ristretto a 100 punti base il corridoio intorno a questo tasso per i tassi *overnight*.

La maggior parte delle BCN che perseguono un obiettivo di inflazione e non partecipanti agli AEC II ha inasprito l'orientamento della propria politica monetaria all'inizio del 2008, allo scopo di contenere le pressioni inflazionistiche derivanti in larga misura dall'aumento dei prezzi dell'energia e degli alimentari, nonché in alcuni paesi anche dalla robusta espansione salariale. Nei primi tre trimestri dell'anno la Sveriges Riksbank, la Magyar Nemzeti Bank e la Narodowy Bank Polski hanno aumentato in diverse fasi i tassi ufficiali di riferimento, per un totale di 100 punti base, mentre la Banca Națională a României ha operato sei incrementi successivi, per un totale di 275 punti base. La Česká národní banka ha aumentato il tasso ufficiale di riferimento una sola volta, di 25 punti base a febbraio, intervento poi ribaltato in agosto. La Bank of England, che aveva iniziato ad abbassare i tassi ufficiali già a dicembre 2007, ha continuato a ridurli nel corso dei primi tre trimestri del 2008.

Con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche dovuto al calo dei corsi delle materie prime, al peggioramento delle prospettive economiche e all'acuirsi della crisi finanziaria internazionale, la maggior parte delle BCN che perseguono un obiettivo di inflazione ha ridotto i tassi di interesse ufficiali nel quarto trimestre. L'8 ottobre la Bank of England e la Sveriges Riksbank hanno tagliato i tassi di 50 punti base nel quadro di un'azione concertata con la BCE e con altre

banche centrali di paesi non appartenenti all'UE. Il 22 ottobre la Magyar Nemzeti Bank ha invece innalzato il tasso di riferimento di 300 punti base in risposta agli sviluppi nel mercato finanziario. Di contro, la Bank of England e la Sveriges Riksbank hanno continuato in diverse riprese ad operare riduzioni nel quarto trimestre, per un totale rispettivamente di 300 e 275 punti base. Anche le banche centrali di Repubblica Ceca, Polonia e Ungheria hanno effettuato una serie di tagli, riducendo i tassi ufficiali di un totale rispettivamente di 125, 100 e 150 punti base fra novembre e dicembre.



L'ex Presidente della BCE, Willem F. Duisenberg, con la moglie Gretta e il Cancelliere tedesco Helmut Kohl al loro arrivo alla cerimonia di inaugurazione della BCE il 30 giugno 1998

CAPITOLO 2

**LE OPERAZIONI
E LE ATTIVITÀ
DI BANCA CENTRALE**

I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI IN CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema comprendono da un lato le operazioni di mercato aperto, quali le operazioni di rifinanziamento principali (ORP), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) e le operazioni di regolazione puntuale (operazioni di *fine tuning*), e dall'altro le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. Nell'ambito dell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria, che è basato su un regime di riserva obbligatoria, questi strumenti sono utilizzati per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario interbancario affinché i tassi di interesse a brevissimo termine siano mantenuti prossimi al tasso di riferimento della BCE.

Nel 2008 si sono avute decisioni del Consiglio direttivo in merito alla variazione dei tassi di riferimento della BCE in quattro occasioni. Il 3 luglio il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base al 4,25 per cento. L'8 ottobre, il 6 novembre e il 4 dicembre ha poi deciso di abbassare i tassi di riferimento della BCE rispettivamente al 3,75, 3,25 e 2,50 per cento. In aggiunta, l'8 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di restringere da 200 a 100 punti base il corridoio intorno al tasso di interesse sulle ORP formato dai tassi applicati alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, a decorrere dal 9 ottobre. Di conseguenza, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato fissato a 50 punti base al di sopra del tasso sulle ORP e quello sui depositi presso la banca centrale a 50 punti base al di sotto del tasso sulle ORP. Il 18 dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di ripristinare l'ampiezza del corridoio ai livelli di prima di ottobre a decorrere dal 21 gennaio 2009.

Nel 2008 la conduzione della politica monetaria è stata dettata dagli sforzi dell'Eurosistema volti a rispondere alle tensioni sui mercati monetari connesse alla turbolenza finanziaria. In una prima ondata di misure, nel periodo fino a settembre, l'Eurosistema ha anticipato l'offerta di liquidità

all'inizio del periodo di mantenimento della riserva, consentendo alle banche di assolvere ai propri obblighi di riserva con un certo anticipo nel periodo di mantenimento, e successivamente l'ha ridotta, lasciando così invariata l'offerta totale di liquidità durante l'intero periodo di mantenimento. Nel contempo, la scadenza media delle operazioni di mercato aperto è stata allungata accrescendo la quota di liquidità fornita tramite operazioni a più lungo termine.

Nell'ottobre 2008, a seguito del deterioramento delle condizioni sui mercati finanziari dopo il fallimento di Lehman Brothers, la BCE ha lanciato una seconda ondata di misure. Queste hanno incluso il passaggio a una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto per le operazioni di mercato aperto, la riduzione del corridoio dei tassi sulle operazioni su iniziativa delle controparti da 200 a 100 punti base e l'espansione della lista di attività idonee a essere utilizzate come garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Figura 40 Tassi di interesse della BCE e Eonia



Fonte: BCE.

1) Tasso minimo di offerta fino al 14 ottobre 2008; tasso fisso dal 15 ottobre 2008.

Tutte queste misure hanno mirato ad assicurare il perdurante accesso di banche solvibili alla liquidità, aiutando così a migliorare il dissestato funzionamento del mercato monetario, stabilizzando nel contempo i tassi di interesse a breve termine (per maggiori dettagli cfr. il riquadro 10).

Riquadro 10

LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DURANTE IL RECENTE PERIODO DI VOLATILITÀ DEI MERCATI FINANZIARI

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno influito sulla conduzione delle operazioni di politica monetaria durante tutto il 2008. Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria effettuate dalla BCE in risposta alle turbolenze. Esso è incentrato sulle misure di gestione della liquidità, per quanto riguarda le operazioni sia in euro sia in valuta estera, e illustra come il sistema delle garanzie abbia favorito l'attuazione della politica monetaria in questo periodo.

Nel 2008 possono essere individuate due fasi di gestione della liquidità. La prima è rappresentata dal periodo compreso tra gennaio e settembre, quando la BCE ha sostanzialmente mantenuto le misure adottate nella seconda metà del 2007. La seconda è cominciata con il fallimento di Lehman Brothers in settembre, che ha determinato un'intensificazione delle tensioni sui mercati monetari e innescato una nuova serie di misure di gestione della liquidità.

La gestione della liquidità da gennaio a settembre del 2008

Le misure della BCE volte a fronteggiare le tensioni sul mercato monetario nel periodo compreso tra gennaio e settembre del 2008 possono essere suddivise in tre categorie.

1 Anticipazione dell'offerta di liquidità nel periodo di mantenimento

Durante i mesi in esame, la BCE ha aumentato l'offerta di liquidità agli inizi del periodo di mantenimento, per poi ridurla verso la fine dello stesso. Tale offerta anticipata (*frontloading*) di liquidità ha permesso alle controparti di ottemperare all'obbligo di riserva in una fase iniziale del periodo di mantenimento, lasciando tuttavia invariata l'offerta media di liquidità durante il periodo. Le istituzioni creditizie sono parse sviluppare una preferenza per il soddisfacimento anticipato dell'obbligo di riserva nel periodo di mantenimento, in un contesto di elevata incertezza e di calo dei volumi scambiati, soprattutto nei segmenti a più lungo termine del mercato monetario. In alcune occasioni la BCE ha condotto operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) durante il periodo di mantenimento, con l'obiettivo di indirizzare i tassi di interesse a breve termine su livelli prossimi al tasso di riferimento.

2 Operazioni aggiuntive di rifinanziamento a più lungo termine

Nel periodo in rassegna, l'ammontare di rifinanziamento fornito attraverso operazioni a più lungo termine, che era aumentato dal 30 per cento approssimativamente di prima dell'inizio delle turbolenze nel luglio del 2007 a circa il 60 per cento nel gennaio del 2008, è stato mantenuto

sostanzialmente invariato. Il 7 febbraio 2008 il Consiglio direttivo ha deciso¹ di rinnovare le due operazioni aggiuntive di rifinanziamento con scadenza a tre mesi, introdotte nel 2007, nell'intento di contribuire a una normalizzazione del funzionamento del mercato monetario (inizialmente per un ammontare di 60 miliardi di euro e in seguito per un importo ridotto di 50 miliardi di euro). Nello stesso tempo, la scadenza media delle operazioni in essere è stata ulteriormente estesa con l'introduzione di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) aggiuntive a tre e sei mesi. Il 28 marzo 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre operazioni aggiuntive a tre mesi (per 50 miliardi di euro) e a sei mesi. Le prime operazioni a sei mesi sono state regolate il 3 aprile e il 10 luglio per un importo pari a 25 miliardi di euro ciascuna. Durante il 2008 tali operazioni sono state tutte rinnovate alla scadenza.

3 Operazioni collegate alla *Term Auction Facility* in dollari statunitensi

Al fine di alleviare le tensioni innescate dalle turbolenze finanziarie sui mercati europei di raccolta in dollari statunitensi, nel 2007 la BCE ha concluso con il Federal Reserve System un accordo per consentire lo scambio di liquidità nelle rispettive valute (linea di *swap*). Nell'ambito delle operazioni di anticipazione a termine tramite asta (*Term Auction Facility*) in dollari statunitensi condotte dal Federal Reserve System, e in stretta cooperazione con altre banche centrali, l'Eurosistema ha offerto alle controparti fondi in dollari ottenuti per il tramite di questa linea di *swap*, a fronte delle garanzie stanziabili nelle proprie operazioni di finanziamento.

Esso ha fornito liquidità in dollari per la prima volta nel dicembre 2007, mediante due operazioni, poi rinnovate nel gennaio 2008. In considerazione del conseguente calo della domanda di dollari, l'Eurosistema le ha temporaneamente sospese in febbraio. Tuttavia, le pressioni sulla provvista di liquidità nei mercati sono aumentate nuovamente in febbraio e agli inizi di marzo, inducendo un intervento coordinato di diverse banche centrali. In questo ambito, l'11 marzo il Consiglio direttivo ha deciso di riattivare l'offerta di liquidità in dollari statunitensi alle controparti.

Il finanziamento in dollari statunitensi è stato fornito su base bisettimanale con scadenza a 28 giorni e per un importo di 15 miliardi di dollari per ogni asta. Tuttavia, date le perduranti tensioni nella raccolta in alcuni mercati, come attestato dagli elevati tassi sui depositi in diverse valute per scadenze superiori a quelle *overnight* (per esempio una settimana), dai livelli insolitamente alti nei tassi in dollari USA impliciti negli *swap* in valuta e dalla vigorosa domanda evidenziata nelle operazioni in dollari nell'Eurosistema, il 2 maggio l'importo delle singole aste bisettimanali è stato aumentato a 25 miliardi di dollari.

Al fine di soddisfare meglio il fabbisogno di dollari delle banche, le operazioni esistenti di finanziamento dell'Eurosistema in tale valuta sono state ulteriormente rafforzate il 30 luglio. La BCE, in coordinamento con il Federal Reserve System, ha annunciato l'introduzione di una *Term Auction Facility* a 84 giorni a integrazione del finanziamento in dollari a 28 giorni. Tuttavia, l'ammontare complessivo in essere è rimasto invariato a 50 miliardi di dollari.

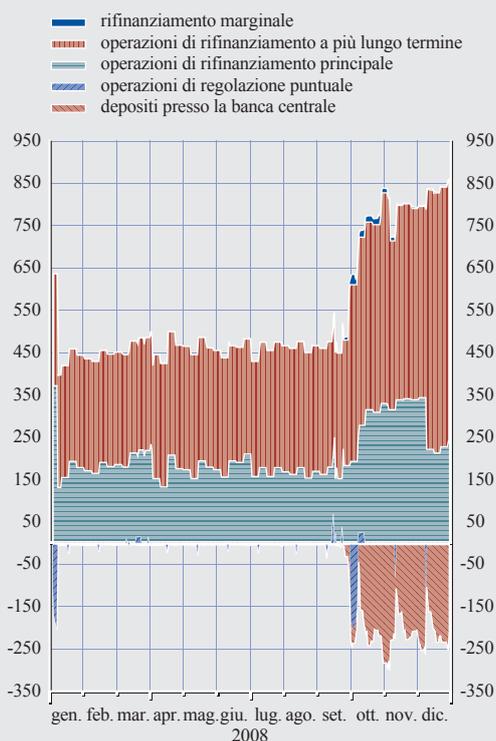
La gestione della liquidità da ottobre a dicembre del 2008

Di fronte all'intensificarsi delle tensioni in tutti i segmenti del mercato monetario a metà settembre 2008, la BCE ha adottato cinque misure aggiuntive di gestione della liquidità.

¹ La lista completa dei comunicati della BCE può essere consultata sul sito (solo in inglese) <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/communication.en.html>.

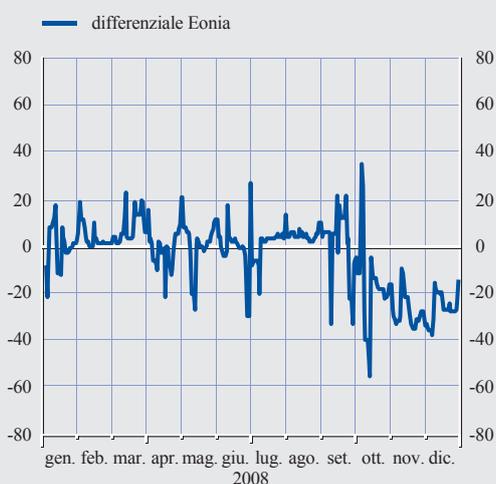
Figura A Offerta di liquidità mediante operazioni di mercato aperto e utilizzo delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura B Differenziale fra il tasso Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale



Fonte: BCE.

1 Aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo

L'acuirsi delle pressioni sui mercati finanziari nella seconda metà di settembre e agli inizi di ottobre del 2008 ha causato tensioni aggiuntive sui mercati monetari, rendendo sempre più difficile per le istituzioni creditizie raccogliere fondi su questi mercati. In risposta a tali sviluppi, l'8 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso che dal 15 ottobre, e almeno fino alla fine del periodo di mantenimento con termine il 20 gennaio 2009, tutte le ORP sarebbero state effettuate per il tramite di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Tale misura aveva l'obiettivo di segnalare agli operatori l'intenzione della BCE di offrire tutta la liquidità necessaria per evitare una crisi. L'intervento ha portato a un incremento significativo del volume totale in essere delle operazioni di mercato aperto denominate in euro, dato che il rifornimento di liquidità è divenuto pari all'importo aggregato domandato dalle controparti (cfr. figura A). La politica di piena aggiudicazione è stata avviata di fatto il 9 ottobre tramite un'operazione di *fine tuning* di finanziamento nella quale sono state soddisfatte tutte le richieste.

Inoltre, il 15 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di applicare la procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo anche alle ORLT (e alle ORLT aggiuntive), con effetto dal 30 ottobre e almeno fino alla fine del primo trimestre del 2009.

L'aumento dell'offerta di liquidità ha alleviato in misura significativa le tensioni sul segmento a breve del mercato monetario e ha determinato un calo generale dell'Eonia, a partire dalla data degli annunci (cfr. figura B). Tra metà ottobre e la fine del 2008, l'Eonia si è costantemente collocato al di sotto del tasso ORP. Inoltre, esso è diminuito all'interno di ogni periodo di mantenimento, in linea con il graduale assolvimento dell'obbligo di riserva delle controparti e il crescente ricorso complessivo alle operazioni di deposito presso la banca centrale.

2 Riduzione del corridoio dei tassi per le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

L'8 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso anche di restringere il corridoio costituito dai tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (ossia le operazioni di rifinanziamento marginale e quelle di deposito) da 200 a 100 punti base. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sulle operazioni di deposito sono stati fissati rispettivamente a 50 punti base al di sopra e al di sotto del tasso ORP. La riduzione del corridoio aveva l'obiettivo di agevolare ulteriormente la gestione della liquidità delle banche offrendo loro l'intermediazione della banca centrale a un prezzo inferiore. Tale misura è divenuta effettiva il 9 ottobre ed è rimasta in atto fino al 20 gennaio 2009, data in cui l'ampiezza del corridoio è stata nuovamente aumentata a 200 punti base.

3 Operazioni aggiuntive di rifinanziamento a più lungo termine

Con decisione del Consiglio direttivo del 15 ottobre, l'offerta di rifinanziamento a più lungo termine è stata ampliata rinnovando le operazioni esistenti e effettuandone di nuove. Di conseguenza, durante ogni periodo di mantenimento sono state condotte quattro operazioni a più lungo termine: una della durata del periodo di mantenimento (operazione con scadenza speciale), due a tre mesi e una a sei mesi. Pertanto, alla fine del 2008 la quota delle ORP sul rifinanziamento totale era scesa a circa il 28 per cento, mentre le ORLT, le ORLT aggiuntive e l'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale rappresentavano il restante 72 per cento (cfr. figura A).

4 Operazioni aggiuntive di immissione di dollari statunitensi e franchi svizzeri

Operazioni dell'Eurosistema di immissione di dollari statunitensi

A partire da metà settembre 2008 le tensioni sui mercati monetari del dollaro statunitense si sono acuite in misura significativa. In particolare, i tassi quotati per i depositi in dollari in Asia, Europa e nelle prime ore di contrattazione negli Stati Uniti sono aumentati molto, raggiungendo picchi superiori al 10 per cento. Anche nel mercato degli *swap* in valuta la liquidità è stata insolitamente bassa, con segnali di stress e di segmentazione del mercato, laddove l'accesso al finanziamento in dollari è divenuto estremamente difficile per le istituzioni al di fuori degli Stati Uniti. In conseguenza di ciò, l'Eurosistema ha rafforzato ulteriormente l'offerta di liquidità in dollari statunitensi alle controparti, aggiungendo alle operazioni a 28 e 84 giorni operazioni con scadenza a 7 giorni e, successivamente, con scadenza *overnight*. Inoltre, esso ha incrementato ulteriormente, in due riprese, gli importi offerti alle controparti mediante queste operazioni, accrescendo contestualmente anche la linea di *swap* con il Federal Reserve System. Agli inizi di ottobre gli importi massimi nelle operazioni di immissione di liquidità in dollari dell'Eurosistema hanno raggiunto 50 miliardi di dollari nelle operazioni *overnight*, 40 miliardi di dollari in quelle a 28 giorni e 20 miliardi di dollari in quelle a 84 giorni.

Il 15 ottobre, data l'elevata incertezza prevalente nel sistema bancario, la BCE, di concerto con il Federal Reserve System, si è impegnata a soddisfare tutte le richieste di dollari a un tasso fisso per le operazioni a 7, 28 e 84 giorni, mentre ha sospeso le operazioni *overnight*.

Al fine di ovviare alla potenziale insufficiente disponibilità di garanzie idonee, derivante dall'utilizzo della procedura di piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di immissione di liquidità sia in euro che in dollari, il 15 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che l'Eurosistema

avrebbe altresì condotto operazioni di immissione di liquidità in dollari sotto forma di *swap* EUR/USD. Anche tali operazioni di *swap*, condotte parallelamente alle operazioni pronti contro termine garantite in dollari, sono state finanziate nell'ambito dell'accordo di *swap* con il Federal Reserve System, esteso nel frattempo fino al 30 aprile 2009.

Le operazioni pronti contro termine in dollari dell'Eurosistema hanno continuato a registrare una domanda relativamente elevata, con la richiesta di ingenti importi e un alto numero di partecipanti, mentre la partecipazione alle operazioni di *swap* in dollari è rimasta generalmente molto limitata in termini sia di volumi richiesti, sia di numero di partecipanti.

Operazioni dell'Eurosistema di immissione di franchi svizzeri

Le accresciute tensioni sui mercati monetari internazionali osservate nell'ottobre 2008 hanno determinato pressioni al rialzo anche sui tassi del mercato monetario a breve in franchi svizzeri. Nello stesso tempo, è cresciuto il fabbisogno di finanziamento in tale valuta delle banche che non hanno accesso diretto alle operazioni della Banca nazionale svizzera, soprattutto nell'area dell'euro. Pertanto, il 15 ottobre la Banca centrale svizzera e la BCE hanno annunciato congiuntamente l'adozione di misure volte ad accrescere la liquidità nei mercati monetari a breve in franchi, mentre l'Eurosistema avrebbe fornito alle proprie controparti fondi in franchi svizzeri ottenuti per il tramite di una linea di *swap* con la Banca nazionale svizzera.

La liquidità in franchi svizzeri è stata offerta dall'Eurosistema sotto forma di *swap* EUR/CHF a un prezzo fisso e con un importo massimo di aggiudicazione determinato dalla BCE in coordinamento con la Banca nazionale svizzera. Tali *swap* sono stati inizialmente introdotti con una scadenza a 7 giorni, ma in seguito sono stati integrati da *swap* a tre mesi, che avevano l'obiettivo di ridurre le tensioni nel corrispondente segmento in franchi svizzeri.

L'importo massimo di ognuna di queste aste è stato fissato a 20 miliardi di euro per le operazioni a 7 giorni e a 5 miliardi di euro per quelle a 84 giorni. Gli *swap* EUR/CHF hanno registrato una domanda relativamente moderata, con volumi di offerta al di sotto dell'importo massimo in tutte le operazioni. Il rapporto tra gli importi richiesti e quelli aggiudicati (*bid-cover ratio*) è stato stabile a circa 0,6 per gli *swap* a 7 giorni e a circa 0,1 per le operazioni a 84 giorni.

Offerta di liquidità in euro della BCE ad alcune banche centrali dell'UE

In ottobre e in novembre 2008 la BCE ha sottoscritto accordi per fornire liquidità in euro a diverse banche centrali dell'UE al di fuori dell'area dell'euro. L'obiettivo della BCE era sostenere varie misure adottate da tali banche centrali, tutte volte ad accrescere la liquidità in euro nei rispettivi mercati finanziari.

Tale sostegno è stato offerto sotto forma di operazioni pronti contro termine per un importo fino a 5 miliardi di euro con la Magyar Nemzeti Bank e fino a 10 miliardi di euro con la Narodowy Bank Polski. La BCE e la Danmarks Nationalbank hanno concluso un accordo di *swap* nelle rispettive valute per un ammontare di 12 miliardi di euro.

5 Ampliamento della lista di garanzie

Il 15 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare temporaneamente fino a fine 2009 la lista di garanzie idonee. La disponibilità di queste ultime non è stata un vincolo per gran parte del 2008, grazie all'ampiezza dello schema di garanzie dell'Eurosistema. Nondimeno,

alla luce dell'erogazione della liquidità su diverse scadenze in euro e in dollari statunitensi e dell'introduzione di aste a tasso fisso con piena aggiudicazione, il sistema di garanzie è stato temporaneamente esteso come segue.

- Il 22 ottobre 2008 la soglia della qualità creditizia per le attività negoziabili e non negoziabili è stata abbassata da "A-" a "BBB-", con l'eccezione dei titoli garantiti da attività, per i quali è rimasta in vigore la soglia "A-". Inoltre, dal 22 ottobre 2008 l'Eurosistema ha accettato anche gli strumenti di debito emessi dalle istituzioni creditizie, compresi i certificati di deposito, non negoziati su mercati regolamentati ma su mercati non regolamentati considerati ammissibili dalla BCE. Anche gli strumenti di debito negoziabili subordinati che sono protetti da una garanzia ammissibile e che soddisfano tutti gli altri criteri di idoneità possono essere utilizzati come garanzie.
- Dal 14 novembre l'Eurosistema ha ammesso anche strumenti di debito negoziabili emessi nell'area dell'euro e denominati in dollari statunitensi, lire sterline e yen giapponesi a condizione che gli emittenti abbiano sede nel SEE.

Al fine di adempiere all'obbligo statutario di garantire che i suoi bilanci rimangano protetti contro il rischio finanziario, l'Eurosistema applica misure di controllo del rischio all'intera nuova gamma di garanzie collaterali. L'ampliamento dei criteri di idoneità va quindi di pari passo con il monitoraggio vigile dell'uso del sistema.

FABBISOGNO DI LIQUIDITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

Nel fornire liquidità tramite operazioni di mercato aperto l'Eurosistema tiene conto di una valutazione giornaliera del fabbisogno di liquidità a livello aggregato del sistema bancario dell'area dell'euro. Tale fabbisogno di liquidità è dato dalla somma della riserva minima o obbligatoria, dei fondi eccedenti l'obbligo di riserva detenuti sui conti correnti degli enti creditizi presso l'Eurosistema (riserve in eccesso) e dei fattori autonomi. Questi ultimi sono voci del bilancio dell'Eurosistema, quali le banconote in circolazione e i depositi delle amministrazioni pubbliche, che hanno un impatto sui depositi di conto corrente degli enti creditizi, ma che esulano dal controllo diretto della gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema.

Nel 2008 il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 487,1 miliardi di euro, con un

incremento del 10,3 per cento sul 2007 (cfr. figura 41). Una ragione dell'aumento è stata la perdurante crescita degli obblighi di riserva, del 12,5 per cento, a 210,8 miliardi di euro. Un altro importante motivo è stato un eccezionale incremento della domanda di

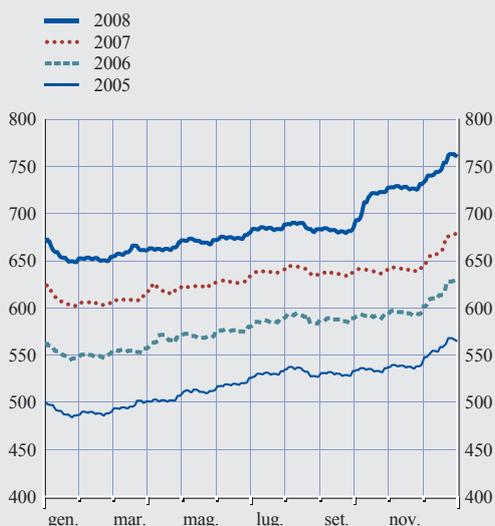
Figura 41 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2008



Fonte: BCE.

Figura 42 Banconote in circolazione

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

banconote, indipendente da fattori stagionali. La figura 42 mostra che l'ammontare di banconote in circolazione è aumentato significativamente, di oltre il 6 per cento tra settembre e inizio novembre 2008, contribuendo all'aumento totale del fabbisogno di liquidità. Nel complesso, i fattori autonomi sono cresciuti dell'8,9 per cento nel 2008, a 274,5 miliardi di euro. La media delle riserve in eccesso per i periodi di mantenimento terminati nel 2008, pur essendo aumentata rispetto al 2007 di 0,2 miliardi a 1,1 miliardi di euro, è rimasta trascurabile in termini relativi, collocandosi allo 0,5 per cento della riserva obbligatoria.

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro sono tenuti a detenere un deposito sui conti correnti costituiti presso l'Eurosistema a titolo di riserva obbligatoria. Come sempre dal 1999, nel 2008 l'ammontare di riserva obbligatoria è stato pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva degli enti creditizi, ammontando in media a 210,8 miliardi di euro. È alla crescita dell'aggregato soggetto a riserva, determinato da alcune passività a breve termine nei bilanci

degli enti creditizi, che va ascritto l'aumento del 12,5 per cento citato precedentemente nel totale della riserva obbligatoria durante il 2008. Dato che per ogni periodo di mantenimento l'Eurosistema remunera la riserva obbligatoria a un tasso corrispondente alla media del tasso marginale delle ORP (se condotte mediante aste a tasso variabile) o al tasso fisso delle ORP (nel caso di aste a tasso fisso), il regime di riserva obbligatoria non impone costi significativi sul settore bancario. Nel contempo, esso adempie a due importanti funzioni nell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria. In primo luogo, stabilizza i tassi a breve termine del mercato monetario, poiché l'obbligo deve essere rispettato solo in media sul periodo di mantenimento, consentendo agli enti creditizi di appianare temporanei e inattesi afflussi e deflussi di liquidità nei propri conti. In secondo luogo, amplia il fabbisogno strutturale di liquidità del sistema bancario, ossia la necessità complessiva di rifinanziamento delle banche da parte dell'Eurosistema.

OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

L'Eurosistema utilizza ORP, ORLT e operazioni di *fine tuning* per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario. Tutte le operazioni di immissione di liquidità devono essere interamente garantite. Le ORP sono operazioni regolari con cadenza settimanale e scadenza normalmente a una settimana. Esse costituiscono il principale strumento di segnalazione dell'orientamento della politica monetaria della BCE.

Fino all'8 ottobre 2008 le ORP sono state condotte come aste a tasso variabile con un tasso minimo di offerta e dal 15 ottobre come aste a tasso fisso in cui tutte le richieste sono state soddisfatte. Il numero di controparti idonee è aumentato nel 2008 da 1.693 a 2.099. Gran parte di tale incremento si è avuto nei mesi di ottobre e novembre, quando diverse banche hanno deciso di richiedere l'idoneità per via di limitazioni alla raccolta di finanziamenti nel mercato monetario. In media, 443 controparti hanno partecipato a ORP nel 2008, pari al 31 per cento in più rispetto al 2007 (quando la media

dei partecipanti era stata di 338). Tale aumento è altresì connesso all'intensificarsi delle pressioni nel mercato monetario, che hanno implicato per molte controparti la necessità di soddisfare i propri fabbisogni di liquidità prendendo in prestito dalla BCE invece che dal mercato. Il numero dei partecipanti alle ORP è cresciuto ulteriormente quando la BCE è passata alle aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo in ottobre, da una media di 354 nelle aste a tasso variabile a 747 in quelle a tasso fisso.

Fino all'8 ottobre l'Eurosistema ha assegnato in media 175 miliardi di euro nelle ORP con procedura a tasso variabile. Durante tale periodo il volume di aggiudicazione è variato considerevolmente per effetto della politica di anticipazione nell'offerta di liquidità, che ha determinato un profilo decrescente degli importi di aggiudicazione nel corso di ciascun periodo di mantenimento, nonché di un'accresciuta offerta di liquidità tramite ORLT. Quando il 15 ottobre 2008 è stata introdotta la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione per le ORP, gli importi aggiudicati sono aumentati significativamente, a 291 miliardi di euro in media. A fine 2008 la liquidità fornita nelle ORP ha rappresentato il 28 per cento del volume totale di rifinanziamento, nettamente meno che in anni precedenti, quando ammontava intorno al 65-75 per cento.

Le ORLT sono operazioni di immissione di liquidità condotte su base mensile con una scadenza a tre mesi. In aggiunta a tali operazioni, nel 2008 sono state gradualmente introdotte diverse ORLT aggiuntive. A fine anno venivano condotte durante ogni periodo di mantenimento due ORLT aggiuntive, una con scadenza di tre mesi e una con scadenza di sei mesi, nonché un'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale pari alla lunghezza del periodo di mantenimento. Fino a metà ottobre le ORLT e le ORLT aggiuntive sono state condotte come aste a tasso variabile (ossia senza tasso minimo di offerta). In tale periodo il volume di aggiudicazione nelle ORLT e nelle tre ORLT aggiuntive è stato di 50 miliardi di euro (con

l'eccezione di due ORLT aggiuntive regolate il 21 febbraio e il 13 marzo, in ciascuna delle quali sono stati aggiudicati 60 miliardi di euro). Due delle ORLT aggiuntive a sei mesi sono state condotte per un importo di 25 miliardi di euro (il 2 aprile e 9 luglio) e una è stata condotta per un importo di 50 miliardi di euro (l'8 ottobre).

Dal 30 ottobre 2008 anche le operazioni a più lungo termine sono state condotte come aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Il tasso applicato in tali operazioni è stato il tasso delle ORP. Il passaggio ad aste a tasso fisso ha portato a un generale aumento degli importi aggiudicati anche per le operazioni a più lungo termine. Tuttavia, date le forti aspettative di una riduzione dei tassi di riferimento della BCE, in particolare verso la fine del 2008, il tasso fisso applicato in tali aste ha condotto solo a un modesto aumento degli importi aggiudicati per le ORLT aggiuntive con scadenze a tre e sei mesi. Alla fine del 2008 il volume complessivo delle operazioni a più lungo termine (ORLT, ORLT aggiuntive e operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale) si è collocato a 617 miliardi di euro, che rappresenta la maggiore quota di rifinanziamento della BCE al settore bancario mai registrata, pari a circa il 72 per cento di tutte le operazioni di mercato aperto.

Le ORLT sono aperte allo stesso gruppo di controparti ammesse alle ORP, 157 delle quali hanno partecipato in media nel 2008, a fronte di 145 nel 2007. L'introduzione di aste a tasso fisso ha portato a un calo del numero medio di partecipanti nelle ORLT, sceso da 161 (nelle aste a tasso variabile) a 146 (nelle aste a tasso fisso). Nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale, parimenti aperte allo stesso gruppo di controparti, 210 controparti hanno partecipato nell'asta a tasso variabile regolata il 30 settembre, mentre in media 97 controparti hanno partecipato nelle due seguenti aste a tasso fisso.

La BCE conduce operazioni di *fine tuning* di immissione o di assorbimento di liquidità per gestire le condizioni di liquidità nel mercato

o per indirizzare i tassi di interesse. Fino al 5 ottobre 2008 l'Eurosistema ha selezionato per queste operazioni un numero limitato di controparti particolarmente attive nel mercato monetario (136 il 30 settembre 2008). A seguito di una decisione del Consiglio direttivo, dal 6 ottobre 2008 l'accesso alle operazioni di *fine tuning* è stato ampliato, riconoscendo l'idoneità a tutte le controparti ammesse a partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema effettuate tramite un'asta standard e che rispondono inoltre a determinati criteri di selezione specificati dalle rispettive BCN.

Nel 2008 la BCE ha condotto 25 operazioni di *fine tuning*. La prassi di condurre operazioni di *fine tuning* a fine periodo è stata mantenuta per tutto l'anno e 12 di tali operazioni si sono svolte l'ultimo giorno dei periodi di mantenimento. Le altre 13 sono state condotte in risposta alle condizioni di liquidità prevalenti e ai tassi di interesse del mercato monetario a breve termine. Il 2 e 3 gennaio, quando le tensioni connesse alla fine dell'anno si sono allentate, sono state condotte operazioni di *fine tuning* di assorbimento in un contesto di eccessiva offerta di liquidità. Il 20 e il 31 marzo è stata fornita liquidità in operazioni di *fine tuning* a seguito delle tensioni sui mercati monetari legate al periodo delle vacanze pasquali e al fallimento di Bear Stearns. Per contrastare l'intensificarsi delle pressioni sui mercati monetari a settembre, la BCE ha condotto nove operazioni di *fine tuning* tra il 15 settembre e il 9 ottobre, cinque delle quali di immissione e quattro di assorbimento di liquidità.

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le controparti possono utilizzare le due operazioni attivabili su propria iniziativa per ottenere liquidità *overnight* contro idonee garanzie o per effettuare depositi *overnight* presso l'Eurosistema. Alla fine del 2008, 2.267 controparti avevano accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale e 2.802 a quelle di deposito presso la banca centrale. I tassi per queste operazioni forniscono in linea di principio un limite massimo e minimo

per il tasso *overnight* e pertanto svolgono una funzione importante per l'attuazione della politica monetaria.

Nell'ottobre 2008, a seguito di una decisione del Consiglio direttivo, l'ampiezza del corridoio formata da questi due tassi è stata ridotta da 200 a 100 punti base simmetricamente intorno al tasso delle ORP al fine di alleviare le tensioni sul mercato monetario. Tale misura, insieme alle ampie aggiudicazioni nelle operazioni di mercato aperto a tasso fisso, ha portato a un significativo aumento nell'uso delle operazioni di deposito presso la banca centrale (cfr. la figura A del riquadro 10). Fino all'8 ottobre il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è stato di 2,5 miliardi di euro (contro 0,5 miliardi di euro nel 2007). Nel periodo dal 9 ottobre a fine anno, tale dato è aumentato drasticamente a 208,5 miliardi di euro. In tale orizzonte temporale, il ricorso ai depositi presso la banca centrale ha seguito un profilo sostanzialmente simile durante ciascun periodo di mantenimento: gli importi sono stati relativamente bassi all'inizio di ciascun periodo, per poi aumentare allorché le controparti ottemperavano all'obbligo di riserva.

Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato di 0,9 miliardi di euro fino all'8 ottobre 2008 (contro 0,2 miliardi di euro nel 2007) ed è aumentato a 6,7 miliardi di euro successivamente. Quest'aumento riflette il minore tasso di interesse su queste operazioni, in termini relativi, per effetto del ristretto corridoio, ma in una certa misura può essere collegato anche all'accresciuta incertezza sul fabbisogno di liquidità delle singole banche.

LE ATTIVITÀ AMMESSE NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

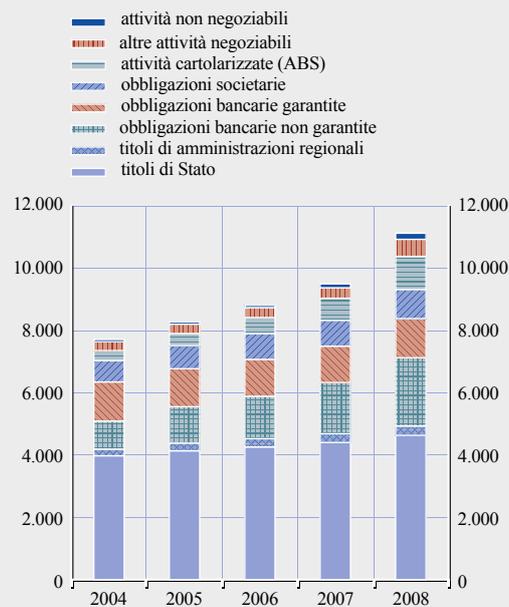
In linea con la prassi delle banche centrali a livello mondiale, tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema sono basate su adeguate garanzie. Il concetto di adeguatezza implica, in primo luogo, che l'Eurosistema sia in larga misura tutelato contro il rischio di perdite nelle sue operazioni di credito e, in secondo

luogo, che sufficienti garanzie debbano essere disponibili per un ampio novero di controparti, affinché l'Eurosistema possa fornire l'importo di liquidità che ritiene necessario attraverso le sue operazioni di politica monetaria e quelle connesse ai sistemi di pagamento. Per facilitare tutto ciò, l'Eurosistema accetta in garanzia una vasta gamma di attività in tutte le sue operazioni di credito. Questa caratteristica del sistema di garanzie dell'Eurosistema, insieme al fatto che l'accesso alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema è concesso a un ampio gruppo di controparti, è stata fondamentale nel fornire sostegno alla conduzione della politica monetaria in periodi di tensione. L'intrinseca flessibilità del suo assetto operativo ha consentito all'Eurosistema di fornire la liquidità necessaria per rispondere al compromesso funzionamento del mercato monetario senza imbattersi in generalizzate restrizioni delle garanzie per gran parte del 2008. È stato solo verso la fine dell'anno che, a fronte dell'estensione del rifinanziamento per periodi più lunghi di quello *overnight* in euro e in dollari statunitensi, nonché del ricorso a procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione, il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare temporaneamente la lista delle attività idonee sino alla fine del 2009 (cfr. riquadro 10).

Nel 2008 l'ammontare medio di attività idonee è aumentato del 17,2 per cento rispetto al 2007, a un totale di 11.100 miliardi di euro (cfr. figura 43). Il debito delle amministrazioni pubbliche, pari a 4.900 miliardi di euro, ha rappresentato il 44 per cento del totale, mentre il resto delle garanzie negoziabili è stato rappresentato da obbligazioni bancarie non garantite (2.200 miliardi di euro ossia il 20 per cento), obbligazioni bancarie garantite (1.200 miliardi di euro ossia l'11 per cento), titoli garantiti da attività (1.100 miliardi di euro ossia il 9 per cento), obbligazioni societarie (900 miliardi di euro ossia l'8 per cento), e altre obbligazioni come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali (600 miliardi di euro ossia il 5 per cento). Il volume complessivo delle attività idonee negoziabili a seguito delle misure temporanee di espansione della lista delle garanzie idonee

Figura 43 Garanzie idonee per tipologia di attività

(miliardi di euro; medie sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

ammontava a circa 870 miliardi di euro alla fine del 2008. La lista delle garanzie idonee include anche attività non negoziabili, soprattutto crediti (denominati anche prestiti bancari). A differenza delle attività negoziabili, quelle non negoziabili sono valutate per l'idoneità solo al momento della loro accettazione. Per tale motivo, il volume di attività non negoziabili potenzialmente idonee non è facilmente misurabile. L'ammontare di attività non negoziabili depositate da controparti come garanzia in operazioni di credito dell'Eurosistema ha raggiunto 200 miliardi di euro nel 2008, pari al 2 per cento delle garanzie idonee totali nell'Eurosistema. La minore soglia di credito temporaneamente introdotta per ampliare la lista delle garanzie idonee (cfr. riquadro 10) è stata applicata anche alle attività non negoziabili.

Le attività negoziabili e non negoziabili depositate dalle controparti a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema sono aumentate significativamente da un valore medio di 1.148 miliardi di euro nel 2007

(rivisto al rialzo da 1.101 miliardi di euro) a 1.579 miliardi di euro nel 2008. Tale incremento è principalmente riconducibile al fatto che le controparti hanno stanziato ampi importi aggiuntivi di garanzie presso l'Eurosistema a seguito della turbolenza sui mercati finanziari (cfr. figura 44). Come indicato dal confronto tra garanzie e consistenze di crediti alle controparti dell'Eurosistema, la quota delle garanzie depositate non utilizzate per coprire crediti connessi a operazioni di politica monetaria è aumentata marginalmente su base aggregata. Ciò suggerisce che la disponibilità delle garanzie non è stata una limitazione sistemica per le controparti dell'Eurosistema malgrado il crescente volume di liquidità ricevuto nelle operazioni di rifinanziamento.

Per quanto riguarda la composizione delle garanzie stanziate, la quota media dei titoli garantiti da attività è salita dal 16 per cento nel 2007 al 28 per cento nel 2008, superando le obbligazioni bancarie non garantite quale maggiore classe di attività depositata in garanzia presso l'Eurosistema. Le obbligazioni

bancarie non garantite hanno rappresentato in media leggermente meno del 28 per cento delle garanzie stanziate nel 2008. Nello stesso periodo la quota media delle attività non negoziabili è aumentata dal 10 al 12 per cento. Per contro, la quota media dei titoli delle amministrazioni centrali è diminuita dal 15 al 10 per cento tra il 2007 e il 2008. Le nuove classi di attività che sono diventate temporaneamente idonee (cfr. riquadro 10) hanno rappresentato il 3 per cento circa delle garanzie totali negoziabili stanziate.

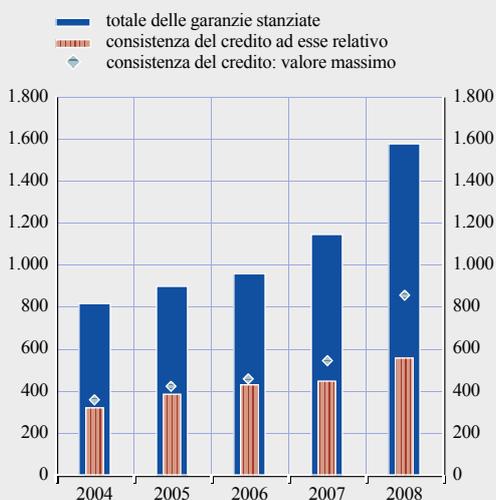
GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Il rischio di insolvenza di una controparte in un'operazione di credito dell'Eurosistema è mitigato dall'obbligo per le controparti di fornire adeguate garanzie. Tuttavia, l'Eurosistema è ancora esposto a una serie di rischi finanziari in caso di insolvenza di una controparte, tra cui rischi di credito, di mercato e di liquidità. In aggiunta, l'Eurosistema è esposto al rischio di cambio nel contesto di operazioni di immissione di liquidità in valuta estera contro garanzie denominate in euro, quali quelle condotte nel 2008. Per ridurre tali rischi a livelli accettabili, l'Eurosistema mantiene elevati criteri di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, valuta le garanzie su base giornaliera e applica appropriate misure di controllo dei rischi. Per prudenza, l'Eurosistema ha fissato un cuscinetto contro le potenziali perdite che potranno discendere dalla realizzazione delle garanzie ricevute da cinque specifiche controparti che sono divenute insolventi nel 2008. Il livello di questo cuscinetto sarà rivisto annualmente, essendo ancora pendente la finale realizzazione delle garanzie e in linea con la prospettiva di una ripresa¹. Più in generale, i rischi finanziari delle operazioni di credito sono quantificati e regolarmente segnalati agli organi decisionali della BCE.

Ogni due anni viene svolta una revisione delle misure di controllo dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Tali misure di controllo dei rischi vengono applicate alle attività depositate dalle controparti

Figura 44 Garanzie stanziate nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e consistenza del credito nelle operazioni di politica monetaria

(miliardi di euro)



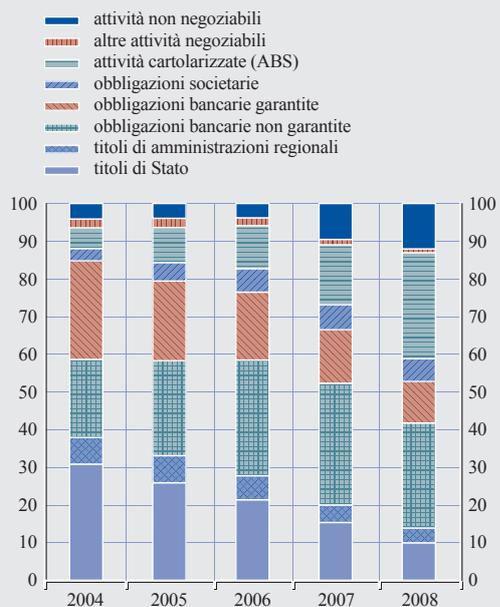
Fonte: BCE.

Nota: Le garanzie stanziate si riferiscono alla attività depositate come *collateral* nei paesi che utilizzano un sistema di *pooling* e alle attività utilizzate a garanzia nei paesi che utilizzano un sistema di *earmarking*.

¹ Per ulteriori informazioni, cfr. il comunicato stampa del 5 marzo 2009.

Figura 45 Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia

(valori percentuali; medie sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

dell'Eurosistema come garanzia per il credito che l'Eurosistema fornisce attraverso le operazioni di mercato aperto e le operazioni di rifinanziamento marginale, nonché sotto forma di credito infragiornaliero per finalità di sistema di pagamento. Pur preservando pienamente il principio di accettare un'ampia gamma di garanzie, la revisione biennale del 2008 ha portato ad alcuni affinamenti tecnici nel quadro di controllo dei rischi per le operazioni di credito dell'Eurosistema. Tali affinamenti riflettono, tra l'altro, miglioramenti nello schema metodologico, la valutazione delle caratteristiche di rischio di mercato e di liquidità delle attività idonee, l'uso effettivo di attività idonee da parte di controparti e nuovi sviluppi negli strumenti negoziabili. Sono stati annunciati il 4 settembre ed entrati in vigore il 1° febbraio 2009.

Nel contesto di questi affinamenti, sono stati rivisti gli scarti di garanzia per la valutazione dei titoli garantiti da attività e delle obbligazioni bancarie non garantite. In aggiunta, il divieto di

stanziare garanzie che sono emesse o garantite da enti strettamente collegati alla controparte stanziante è stato esteso per includere speciali forme di stretti legami che possono emergere quando i titoli garantiti da attività sono utilizzati come garanzia. Dal 1° febbraio 2009 è richiesta una maggiore trasparenza per le valutazioni creditizie emesse da un'ideale istituzione esterna di valutazione del merito di credito con riferimento a titoli garantiti da attività.

Infine, l'Eurosistema ha la possibilità di limitare o escludere l'utilizzo di alcune attività come garanzia per le sue operazioni creditizie, anche a livello di singole controparti, per assicurare un'adeguata protezione dell'Eurosistema contro i rischi in linea con l'art. 18.1 dello Statuto del SEBC.

1.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI

Nel 2008 l'Eurosistema non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario per ragioni di politica monetaria. Le operazioni in cambi della BCE sono state esclusivamente connesse ad attività di investimento. Inoltre, la BCE non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi che partecipano agli AEC II. L'accordo in atto 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 17 occasioni nel 2008.

Nel contesto della perdurante volatilità dei mercati finanziari nel 2008, l'Eurosistema ha inoltre condotto 73 operazioni in connessione con le aste *Term Auction Facility* in dollari statunitensi del Federal Reserve System (57 operazioni temporanee a fronte di garanzie e 16 tramite operazioni di swap in valuta EUR/USD), fornendo liquidità in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema, e 15 operazioni di immissione di franchi svizzeri in cooperazione con la Banca Nazionale Svizzera (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 10).

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 è stato originariamente costituito tramite trasferimenti di riserve in valuta delle BCN dell'area dell'euro. Nel tempo, la composizione del portafoglio riflette le variazioni del valore di mercato degli investimenti, nonché le operazioni della BCE in valute e in oro. Lo scopo principale delle riserve ufficiali della BCE è di assicurare che, ogniqualvolta necessario, l'Eurosistema disponga di un sufficiente ammontare 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 in valuta della BCE si compone di dollari statunitensi, yen giapponesi, oro e DSP. Le riserve in dollari statunitensi e yen giapponesi sono gestite attivamente dalla BCE e dalle BCN dell'area dell'euro per conto della BCE. Dal gennaio 2006 è stato applicato un “modello di specializzazione valutaria” per accrescere l'efficienza delle operazioni di investimento dell'Eurosistema. Esso prevede che a ogni BCN venga assegnata una quota nel portafoglio in dollari statunitensi o in quello in yen giapponesi, fatta eccezione per due BCN che ne gestiscono attualmente due². Nel 2008 sono stati stipulati due nuovi accordi di tale tipo che consentono ad alcune BNC di unire le attività operative per la gestione della propria quota nelle riserve estere della BCE: uno tra la Central Bank of Cyprus e la Bank of Greece e l'altro tra la Central Bank of Malta e la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland dal

gennaio 2008. Dal gennaio 2009 la Národná banka Slovenska gestisce un portafoglio in dollari statunitensi come agente per la BCE.

Nel 2008 la BCE ha venduto un totale di 30 tonnellate di oro. Tali vendite erano in piena conformità con il *Central Bank Gold Agreement* del 27 settembre 2004 di cui la BCE è firmataria. I proventi totali delle vendite di oro sono andati a integrare il portafoglio in dollari statunitensi.

Il valore delle riserve nette in valuta³ della BCE ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato è aumentato da 42,8 miliardi di euro a fine 2007 a 49,5 miliardi di euro a fine 2008, di cui 38,5 miliardi in valuta estera (yen giapponesi e dollari statunitensi) e 11 miliardi in oro e DSP. Ai tassi di cambio di fine 2008 le attività denominate in dollari e quelle in yen costituivano rispettivamente il 77,5 e il 22,5 per cento delle riserve in valuta. L'aumento di valore del portafoglio in valuta estera, pari al 19,9 per cento, ha rispecchiato principalmente le plusvalenze patrimoniali e gli interessi attivi delle attività gestite del portafoglio, in particolare per quanto riguarda le attività denominate in dollari statunitensi. L'apprezzamento dello yen giapponese (del 30,8 per cento) e del dollaro statunitense (del 5,8 per cento) contro l'euro ha altresì contribuito all'incremento di valore del portafoglio valutario. Infine, le riserve in valuta estera della BCE sono parimenti aumentate a seguito dell'investimento dei proventi delle vendite di oro sopra menzionate. Il valore sia delle posizioni in oro che dei diritti speciali di prelievo è cresciuto del 2,6 per cento circa nel 2008, malgrado la vendita di 30 tonnellate di oro durante l'anno. Tale aumento è principalmente dovuto all'apprezzamento dell'oro di circa il 9,4 per cento nel 2008 in termini di euro. Non è stata registrata alcuna

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

3 Le riserve nette in valuta sono costituite dalle attività di riserva ufficiale, escluso il valore netto di mercato degli *swap* in valuta, più i depositi in valuta estera presso residenti, meno i previsti deflussi netti di valuta connessi a operazioni pronti contro termine e a operazioni a termine. Per maggiori informazioni sulle fonti dei dati, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

perdita nelle riserve in valuta della BCE dovuta a inadempienza delle controparti di investimento.

Nel 2008 la lista di strumenti idonei all'investimento delle riserve in valuta della BCE è rimasta invariata. Gli *swap* su tassi di interesse, introdotti alla fine del 2007, sono stati utilizzati regolarmente nel 2008. Il lavoro preparatorio per istituire un programma di prestito di titoli automatico per le attività denominate in dollari della BCE è stato completato nel 2008. Il programma è previsto iniziare nel 2009, sebbene ciò dipenderà dalle condizioni di mercato.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota investita del capitale versato 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 un reddito che contribuisca a coprire le spese operative. L'obiettivo della gestione è di massimizzare i rendimenti attesi, con il vincolo di non incorrere in perdite a un certo livello di confidenza. Il portafoglio è investito in attività a reddito fisso denominate in euro.

Il valore del portafoglio ai prezzi correnti di mercato è aumentato da 9,3 miliardi di euro alla fine del 2007 a 10,2 miliardi di euro alla fine del 2008. L'aumento del valore di mercato è ascrivibile agli investimenti nel portafoglio di fondi propri degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro istituiti dalla BCE nel 2005, nonché ai rendimenti degli investimenti e ai contributi della Central Bank of Cyprus e della Central Bank of Malta al capitale e alle riserve della BCE a seguito dell'adozione dell'euro da parte di Cipro e Malta.

La lista di emittenti idonei di *covered bond* e di obbligazioni senior non garantite è stata ampliata leggermente nel 2008. Non è stata registrata alcuna perdita dovuta a inadempienza delle controparti di investimento.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

I rischi finanziari a cui la BCE è esposta nelle sue attività di investimento sono tenuti sotto stretta osservazione e misurati al fine di mantenerli entro i livelli definiti dagli organi decisionali della BCE. A tal fine è attivo un dettagliato sistema di limiti, che vengono seguiti con attenzione giornalmente. L'informativa periodica assicura che tutti i soggetti interessati (*stakeholders*) siano adeguatamente informati del livello di tali rischi.

Nel 2008 la BCE ha ulteriormente accresciuto il quadro di gestione dei rischi per le proprie operazioni di investimento aggiornando i sistemi informatici e affinando la propria metodologia per il rischio di credito. Il quadro complessivo ha dimostrato una buona tenuta sulla scia della crisi finanziaria e non si è verificata alcuna perdita dovuta a inadempienza di controparti o emittenti. Inoltre, nell'ambito dei suoi sforzi volti a sostenere lo sviluppo di metodologie di allocazione delle attività all'avanguardia presso le banche centrali, la BCE, in cooperazione con la Banca mondiale e la Banca dei regolamenti internazionali ha organizzato la prima conferenza su *Strategic Asset Allocation for Central banks & Sovereign Wealth Funds* a Francoforte il 24 e 25 novembre 2008.

Uno degli indicatori utilizzati per tenere sotto osservazione il rischio di mercato è il valore a rischio (VaR), che è definito come la perdita per un portafoglio di attività che non sarà superata alla fine di uno specifico periodo di tempo con una data probabilità. Il valore di tale indicatore dipende da una serie di parametri utilizzati per il calcolo, in particolare il livello di confidenza, la lunghezza dell'orizzonte temporale e il campione utilizzato per stimare la volatilità dei prezzi delle attività. A titolo di esempio, il calcolo di questo indicatore per il portafoglio di investimento della BCE al 31 dicembre 2008, utilizzando come parametri un livello di confidenza del 95 per cento, un orizzonte temporale di un anno e un campione di un anno per la volatilità dei prezzi delle attività, darebbe come risultato un VaR di 9.185 milioni di euro. Il calcolo del medesimo indicatore con un campione di cinque

anni, anziché uno, determinerebbe un VaR di 5.823 milioni di euro. Gran parte di questo rischio di mercato è dovuto al rischio di cambio e di prezzo dell'oro. L'esiguità del rischio di tasso di interesse riflette il fatto che la durata finanziaria modificata dei portafogli di investimento della BCE è rimasta relativamente bassa nel 2008.

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 e 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 di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli. 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 e/o urgenti. Il sistema di prima generazione, tecnicamente decentralizzato, è stato progressivamente sostituito da un sistema di seconda generazione (Target2), che si basa su un'unica infrastruttura tecnica, la *Single Shared Platform* (SSP). Tre banche centrali dell'Eurosistema (Banca d'Italia, Banque de France e Deutsche Bundesbank) offrono la SSP congiuntamente e la gestiscono per conto dell'Eurosistema. La migrazione a Target2 è iniziata nel novembre 2007 e si è conclusa nel maggio 2008.

Per quanto concerne la movimentazione delle garanzie, l'Eurosistema e il mercato offrono diversi canali atti ad agevolare l'utilizzo su base transfrontaliera. Nel 2008 l'Eurosistema, insieme agli operatori di mercato, ha proseguito i lavori per lo sviluppo di *Target2-Securities* (T2S), sistema volto a offrire servizi per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli attraverso un'unica piattaforma tecnica europea con procedure e processi armonizzati. Il progetto è stato approvato dal Consiglio direttivo nel luglio 2008 e sono ora in fase di definizione i dettagli tecnici. T2S consentirà l'armonizzazione del regolamento (sia nazionale sia transfrontaliero) delle transazioni in titoli in moneta di banca centrale all'interno dell'area dell'euro.

2.1 IL SISTEMA TARGET

Target svolge un ruolo importante per l'attuazione della politica monetaria unica e

per il funzionamento del mercato monetario in euro, offrendo un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale con un'ampia copertura del mercato. Target tratta operazioni di importo rilevante e/o urgenti ma è disponibile per tutti i pagamenti in euro fra banche partecipanti senza alcun limite massimo o minimo di valore. Le operazioni vengono eseguite sia tra banche situate in uno stesso Stato membro sia tra banche di Stati membri diversi.

LA MIGRAZIONE A TARGET2

Il sistema Target è entrato in funzione il 4 gennaio 1999, a seguito dell'introduzione dell'euro. In origine era costituito da 15 sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale (*Real-Time Gross Settlement*, RTGS) e dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB Payment Mechanism*, EPM). Nonostante i buoni risultati ottenuti, Target presentava alcuni limiti derivanti dalla configurazione tecnica eterogenea e dalla struttura decentralizzata. Per superare tali limiti e in vista dell'ulteriore allargamento dell'area dell'euro, nell'ottobre 2002 l'Eurosistema ha dato avvio al progetto Target2.

Lo sviluppo di Target2 aveva l'obiettivo di creare una versione ottimizzata del primo sistema Target, in grado di meglio soddisfare le esigenze dell'utenza, grazie a un livello di servizio armonizzato, a uno schema tariffario uniforme, all'efficienza in termini di costi e alla capacità di rispondere in maniera flessibile e tempestiva a evoluzioni future come l'allargamento dell'UE e dell'area dell'euro.

Il sistema Target2 è entrato in funzione il 19 novembre 2007, con la migrazione di un primo gruppo di paesi (Germania, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Austria e Slovenia) alla SSP. Questa prima fase è stata attuata con successo e ha confermato l'affidabilità della piattaforma di Target2, che a seguito della prima finestra di migrazione regolava già il 50 per cento circa in termini di volume e il 30 per cento in termini di valore dei pagamenti totali gestiti da Target.

Il 18 febbraio 2008 sono state trasferite con successo sulla SSP le operazioni del secondo gruppo di migrazione (Belgio, Irlanda, Spagna, Francia, Paesi Bassi, Portogallo e Finlandia), seguito il 19 maggio dall'ultimo gruppo (Danimarca, Estonia, Grecia, Italia, Polonia e BCE). L'attento monitoraggio condotto dalle banche centrali ha fatto sì che tutte le piazze finanziarie completassero le attività di collaudo con successo e secondo le scadenze prestabilite. Fra novembre 2007 e maggio 2008 specifiche procedure hanno assicurato che le piazze finanziarie appartenenti alla seconda e terza finestra di migrazione, fintanto che operavano ancora nel sistema di prima generazione Target, potessero interagire efficacemente con quelle già connesse alla SSP di Target2. Il processo di migrazione, durato sei mesi, si è svolto senza alcuna criticità e non ha causato malfunzionamenti operativi.

L'OPERATIVITÀ DI TARGET

Nel 2008 il sistema Target ha operato regolarmente, trattando un numero crescente di pagamenti in euro. La quota di mercato del sistema è rimasta stabile: in termini di valore complessivo, Target ha effettuato il 90 per cento di tutte le operazioni eseguite dai sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. Il numero medio dei pagamenti processati giornalmente da Target è aumentato dell'1 per cento, raggiungendo 369.966 operazioni, mentre il valore medio è cresciuto del 10 per cento, per un controvalore di 2.667 euro. Il 22 dicembre 2008 Target ha raggiunto il picco di 576.324 transazioni, un massimo storico per il sistema. La tavola 11 presenta una sintesi dei pagamenti regolati nel sistema Target nel corso del 2008 e un raffronto con il traffico dell'anno precedente.

La disponibilità complessiva di Target, ovvero la misura in cui i partecipanti sono stati in grado di utilizzare il sistema durante le ore di apertura senza che si verificassero malfunzionamenti, ha raggiunto nel 2008 il 99,79 per cento. È degno di nota il fatto che si tratti della percentuale più elevata dall'entrata in funzione di Target nel 1999 e che la migrazione a Target2 non abbia avuto ripercussioni negative sulla disponibilità

Tavola 11 Pagamenti gestiti da Target¹⁾

Volume (n. di transazioni)	2007	2008	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	93.375.701	94.711.380	
Media giornaliera	366.179	369.966	1,03
Pagamenti all'interno degli Stati membri²⁾			
Totale	72.574.446	69.212.880	
Media giornaliera	284.606	270.363	-5,00
Pagamenti fra Stati membri			
Totale	20.801.255	25.498.500	
Media giornaliera	81.574	99.604	22,10
Valore delle transazioni (in miliardi di euro)			
Pagamenti complessivi			
Totale	616.731	682.780	
Media giornaliera	2.419	2.667	10,28
Pagamenti all'interno degli Stati membri²⁾			
Totale	395.412	466.572	
Media giornaliera	1.551	1.823	17,54
Pagamenti fra Stati membri			
Totale	221.319	216.208	
Media giornaliera	868	845	-2,69

Fonte: BCE.

1) Nel 2007 i giorni di operatività sono stati 255, mentre nel 2008 sono stati 256.

2) Incluso il traffico di partecipanti in accesso remoto.

del sistema. Oltre il 99,76 per cento dei pagamenti regolati sulla SSP di Target2 è stato trattato nell'arco di cinque minuti. Il *feedback* degli utenti di Target2 sulle prestazioni del sistema è stato molto positivo.

Nel dicembre 2008 i partecipanti diretti che detenevano un conto RTGS sulla SSP di Target2 erano 900. Il calo numerico rispetto ai 1.072 presenti all'inizio della migrazione nel sistema Target di prima generazione va ricondotto a due fattori principali: il primo è che, con il passaggio a Target2, varie istituzioni creditizie hanno preferito rinunciare alla partecipazione diretta, optando per un collegamento indiretto attraverso un partecipante diretto; il secondo consiste nel fatto che Target2 ha incentivato le banche a razionalizzare la gestione della liquidità in euro e ad accentrarla in un minor numero di conti RTGS. Il numero complessivo di banche (comprese filiali e controllate) raggiungibili tramite Target a livello mondiale è rimasto stabile a circa 52.000.

I RAPPORTI CON GLI UTENTI DI TARGET2

Durante la fase di sviluppo, Target2 ha tratto notevole beneficio dall'attiva cooperazione fra l'Eurosistema e i futuri utenti della piattaforma, che ha permesso di individuare le esigenze del mercato e di assicurare un ordinato svolgimento della migrazione, con un conseguente elevato grado di accettazione del sistema da parte dell'utenza.

Tale cooperazione è proseguita anche oltre la fase di migrazione. L'Eurosistema mantiene strette relazioni con gli utenti di Target2 e nel corso del 2008 si sono tenute riunioni periodiche fra le BCN dell'area dell'euro e i gruppi di utenti nazionali. Inoltre, sono state organizzate regolarmente riunioni congiunte tra il Gruppo di lavoro su Target2 dell'Eurosistema e il *TARGET Working Group* del settore bancario europeo, in cui si sono discussi gli aspetti operativi di Target2. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro, al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali.

IL COLLEGAMENTO A TARGET DI PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

Tutti i paesi dell'area dell'euro partecipano a Target, essendo il suo utilizzo obbligatorio per il regolamento di tutte le operazioni in euro con l'Eurosistema. A Target possono inoltre connettersi, su base volontaria, anche gli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro per agevolare il regolamento delle operazioni denominate in euro in questi paesi⁴. Quando Cipro e Malta hanno adottato l'euro il 1° gennaio 2008, la Central Bank of Cyprus, la Central Bank of Malta e le rispettive comunità di utenti nazionali utilizzavano già il sistema Target. In seguito all'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro il 1° gennaio 2009, è entrata a far parte del sistema anche la Národná banka Slovenska.

PROSSIMI SVILUPPI

Si prevede che ogni anno venga introdotta una versione (o *release*) aggiornata della SSP contenente una serie di miglioramenti e funzionalità aggiuntive e definita sulla base di un'ampia consultazione degli utenti di Target2.

La prima *release* della SSP è entrata in vigore il 17 novembre 2008, con contenuti che dipendevano principalmente dalla nuova versione degli standard SWIFT (operativa dallo stesso giorno). Nel 2009 sono previste eccezionalmente due *release*: la prima, attiva da maggio, migliorerà l'interfaccia con i sistemi ancillari, consentendo in particolare il regolamento tra diversi sistemi di deposito accentrato (SDA); la seconda, prevista per novembre, apporterà alcuni ulteriori miglioramenti richiesti dagli utenti.

2.2 TARGET2-SECURITIES

Il mercato europeo del regolamento delle transazioni in titoli è ancora fortemente frammentato, nonostante si siano osservati alcuni sviluppi positivi in termini di accresciuto consolidamento e maggiore cooperazione. L'esistenza di una molteplicità di sistemi di regolamento, fra l'altro, fa sì che i costi di regolamento per le operazioni transfrontaliere nell'UE siano nettamente più alti di quelli per le transazioni eseguite a livello domestico o negli Stati Uniti. Allo stesso tempo è in aumento la richiesta di un'infrastruttura europea integrata per il regolamento delle operazioni in titoli.

Per superare l'attuale frammentazione dell'infrastruttura di regolamento, l'Eurosistema ha proposto nel 2006 la realizzazione di T2S, una piattaforma di regolamento multivalutaria, di proprietà e gestita dall'Eurosistema, che consentirà agli SDA europei di regolare le operazioni in titoli in moneta di banca centrale. Gli SDA aderenti manterranno il rapporto giuridico con i rispettivi clienti e continueranno a esercitare le funzioni notarili e di custodia. T2S offrirà una piattaforma tecnica unica in cui tutti i titoli dell'UE potranno essere scambiati in euro e in altre valute partecipanti, mediante procedure e mezzi di comunicazione standardizzati. Inoltre, T2S ridurrà in misura significativa il fabbisogno di liquidità dei partecipanti e la loro esposizione ai rischi finanziari, offrendo

⁴ I paesi non appartenenti all'area dell'euro collegati a Target nel 2008 erano Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania e Polonia.

servizi come l'autocollateralizzazione (vale a dire la generazione automatica di un credito infragiornaliero in moneta di banca centrale a fronte di garanzie qualora l'acquirente non disponga di capitali sufficienti per regolare le transazioni in titoli), la costante ottimizzazione, i meccanismi di riproposizione automatica (*recycling mechanisms*) e una finestra per il regolamento notturno. Inoltre, potendo regolare tutte le transazioni in titoli dell'UE in moneta di banca centrale su un'unica piattaforma, sarà eliminata l'esposizione ai rischi finanziari cui attualmente i partecipanti possono essere soggetti nel regolamento tra SDA differenti. T2S accrescerà così l'efficienza nella gestione delle garanzie, consentirà agli utenti di ottimizzare l'utilizzo delle attività detenute a livello UE a fini di finanziamento e contribuirà alla stabilità del sistema finanziario.

Nel dicembre 2007 il *T2S Advisory Group*⁵ (gruppo consultivo su T2S) ha concluso la versione preliminare dei requisiti utente, in cui si descrivono le caratteristiche di T2S in base alle richieste degli SDA e degli operatori dei mercati finanziari. La BCE ha coordinato i lavori e ha svolto un ruolo importante nella stesura del documento. Il 18 dicembre 2007 l'Eurosistema ha pubblicato per consultazione con il mercato la prima versione dei requisiti utente, insieme alla metodologia per l'analisi dell'impatto economico del progetto.

Sulla base dei commenti ricevuti nel corso della consultazione pubblica, il *T2S Advisory Group* ha poi finalizzato i requisiti utente e, il 23 maggio 2008, il Consiglio direttivo ha invitato tutti gli SDA europei ad aderire all'iniziativa T2S, fornendo loro informazioni dettagliate sui lavori svolti fino a quel momento.

Tutti gli SDA dell'area dell'euro hanno manifestato la propria disponibilità, fatte salve determinate condizioni, a utilizzare la piattaforma T2S una volta operativa. In aggiunta, l'SDA danese e la Danmarks Nationalbank hanno segnalato di voler utilizzare T2S per il regolamento delle transazioni in titoli denominate sia in corone danesi sia in euro;

anche gli SDA di Svezia, Svizzera e Regno Unito hanno manifestato l'intenzione di aderire a T2S per il regolamento in euro. Il 17 luglio 2008, considerato l'ampio sostegno da parte degli SDA europei, il Consiglio direttivo ha lanciato ufficialmente il progetto T2S, con l'obiettivo di avviare l'operatività della piattaforma entro il 2013. Il Consiglio direttivo ha approvato altresì la versione finale dei requisiti utente e ha incaricato dello sviluppo tecnico e della gestione operativa di T2S la Deutsche Bundesbank, il Banco de España, la Banque de France e la Banca d'Italia.

Come previsto nel quadro di *governance* per la fase delle specifiche, è stato quindi creato un nuovo gruppo consultivo, costituito da un pari numero di rappresentanti di banche centrali, SDA e utenti. In occasione della prima riunione, tenutasi in ottobre 2008, il gruppo consultivo ha costituito sei sottogruppi incaricati di seguire i diversi ambiti di lavoro su T2S. Due di questi sottogruppi, in particolare, sono dedicati a promuovere l'armonizzazione, rispettivamente nel campo della *process efficiency* e delle *corporate action*; è assicurato inoltre il coordinamento con le altre iniziative di armonizzazione in corso, in particolare con i lavori intrapresi in tal senso dalla Commissione europea (ad esempio in seno al *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* e al *Legal Certainty Group*).

Nel 2008 è stato stabilito il procedimento di gestione delle modifiche ai requisiti utente di T2S ed è stato avviato il processo di definizione delle specifiche funzionali generali sulla base dei requisiti utente. La BCE ha prestato consulenza alle banche centrali non appartenenti all'area dell'euro per aiutarle a decidere, insieme agli SDA e agli operatori di mercato locali, se includere le rispettive valute in T2S. Alla fine del 2008 l'SDA lituano e la Lietuvos bankas hanno confermato di voler regolare tramite T2S le transazioni in titoli sia in litas sia in euro, mentre gli SDA di Bulgaria, Estonia e Romania

⁵ Il *T2S Advisory Group* è costituito da rappresentanti di BCN, SDA e operatori di mercato.

hanno segnalato l'intenzione di utilizzare T2S per il regolamento delle loro transazioni in euro. Sono in via di predisposizione gli accordi legali e contrattuali fra gli SDA partecipanti e l'Eurosistema.

2.3 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 non solo nazionale ma anche transfrontaliero. A partire dall'introduzione dell'euro, l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie ha subito un costante aumento. L'ammontare delle garanzie detenute dall'Eurosistema utilizzate su base transfrontaliera è cresciuto a 861 miliardi di euro nel dicembre 2008, rispetto ai 683 miliardi nello stesso mese dell'anno precedente. Complessivamente, alla fine del 2008 le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 45,0 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema.

I principali canali preposti alla movimentazione transfrontaliera delle garanzie sono a) il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM), offerto dall'Eurosistema, e b) i collegamenti tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) dell'area dell'euro ritenuti idonei dall'Eurosistema (*eligible links*).

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE GARANZIE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

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. Nel 2008 il CCBM ha gestito il 36,7 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema e le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 558 miliardi di euro a fine 2007 a 713 miliardi a fine 2008.

Il quadro di riferimento del CCBM è stato rivisto per consentire l'integrazione dei nuovi paesi dell'area dell'euro. In tale contesto, nell'ambito dell'ingresso

della Slovacchia nell'area, la Národná banka Slovenska ha sottoscritto il *CCBM Agreement*.

Nonostante il successo e il notevole contributo apportato al processo di integrazione finanziaria, il CCBM presenta alcuni svantaggi, connessi principalmente al fatto che, concepito come soluzione provvisoria, esso si basa sul principio di armonizzazione minima. Questi svantaggi, associati all'uso crescente delle garanzie su base transfrontaliera, hanno indotto il Consiglio direttivo a decidere, l'8 marzo 2007, di rivedere le attuali procedure e di realizzare una nuova piattaforma unica dell'Eurosistema per la gestione delle garanzie, denominata *Collateral Central Bank Management* (CCBM2). Gli operatori di mercato sono stati coinvolti nella definizione dei principi e dei requisiti utente del CCBM2 mediante consultazioni pubbliche e incontri *ad hoc*.

Dato l'ampio consenso ricevuto da tale iniziativa, il Consiglio direttivo ha approvato, il 17 luglio 2008, l'avvio del progetto CCBM2, che sarà sviluppato e gestito, per conto dell'Eurosistema, dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e da De Nederlandsche Bank, con l'obiettivo di realizzare la piattaforma prima dell'avvio di T2S o, al più tardi, in concomitanza con esso.

L'obiettivo del CCBM2 è di consolidare i sistemi interni dell'Eurosistema per la gestione delle garanzie, accrescendone così l'efficienza. In particolare ci si propone, laddove possibile, di far fronte agli svantaggi dell'assetto attuale ottimizzando il costo della movimentazione delle garanzie e migliorando la gestione della liquidità. L'ambito di attività del CCBM2 sarà più ampio rispetto a quello del CCBM, in quanto fornirà un'unica serie di procedure con un livello di servizio armonizzato per l'offerta e l'accettazione di tutte le attività idonee (titoli e attività non negoziabili) utilizzate su base sia nazionale sia transfrontaliera.

La partecipazione delle BCN dell'area dell'euro al CCBM2 è a carattere volontario. Verrà adottato inoltre un approccio modulare: il CCBM2 sarà costituito infatti da vari

moduli, di cui soltanto uno (il *message router*, mediante il quale verrà garantita l'interazione standardizzata fra l'Eurosistema e le controparti) sarà obbligatorio per le BCN che partecipano al CCBM2. Gli altri moduli, che riguardano il trattamento effettivo delle attività negoziabili e non negoziabili, rimarranno opzionali. Questo approccio offre alle BCN la flessibilità di scegliere i moduli adeguati alle loro esigenze e a quelle del loro mercato. Il CCBM2 sarà in grado di adattarsi a eventuali variazioni dell'assetto operativo e del quadro di riferimento delle garanzie dell'Eurosistema, nonché di adeguarsi all'evoluzione del mercato in modo ordinato e tempestivo.

Nell'attuale fase del progetto CCBM2, l'Eurosistema sta sviluppando le specifiche di dettaglio per gli utenti sulla base dei requisiti utente, già approvati dal Consiglio direttivo⁶. Il dialogo aperto tra l'Eurosistema e gli operatori di mercato proseguirà durante le prossime fasi del progetto.

I COLLEGAMENTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

Gli SRT nazionali possono essere collegati sulla base di accordi contrattuali e operativi per consentire il trasferimento transfrontaliero di titoli idonei da un sistema all'altro. Una volta che un titolo idoneo è stato trasferito tramite tali collegamenti ad un altro SRT, esso può essere utilizzato secondo le procedure locali allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. Attualmente le controparti hanno a disposizione 60 collegamenti diretti e 6 indiretti (*relayed links*), dei quali solo un ristretto numero viene effettivamente utilizzato, e che inoltre non coprono tutta l'area dell'euro. Essi sono considerati idonei per le operazioni di credito dell'Eurosistema se conformi agli standard utente dell'Eurosistema (cfr. la sezione 4 del capitolo 4).

L'ammontare delle garanzie detenute tramite collegamenti è cresciuto dai 125 miliardi di euro del dicembre 2007 ai 148 miliardi del dicembre 2008. Tale cifra corrisponde tuttavia soltanto all'8,3 per cento del totale delle

garanzie (transfrontaliere e nazionali) detenute dall'Eurosistema nel 2008, a fronte dell'8,9 per cento nel 2007.

⁶ Cfr. il sito Internet http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html

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 2008 il numero di banconote in euro in circolazione era di 13,1 miliardi, per un valore di 762,8 miliardi di euro, pari a un incremento dell'8,3 per cento in volume e del 12,7 in valore rispetto ai livelli raggiunti alla fine del 2007 (12,1 miliardi di biglietti per un valore di 676,6 miliardi di euro).

In seguito all'acuirsi delle turbolenze sui mercati finanziari, il numero di banconote in euro in circolazione nella prima metà di ottobre 2008 è aumentato sensibilmente, per un valore di 35-40 miliardi di euro.

Nell'ultimo trimestre del 2008 si è registrata una richiesta di tagli da 100 e 500 euro particolarmente sostenuta, alimentata in larga misura dalla domanda esterna all'area. Di conseguenza, alla fine dell'anno il valore medio delle banconote in circolazione è salito a 58,15 euro (rispetto a 55,85 alla fine dell'anno precedente).

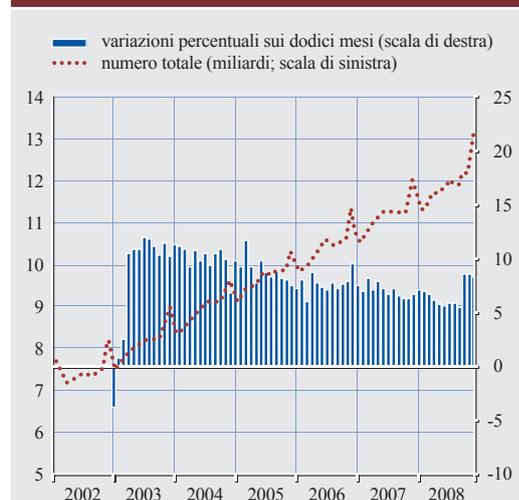
I dati statistici indicano che a fine dicembre 2008 i trasferimenti netti di banconote in euro delle

istituzioni creditizie dell'area verso destinazioni esterne hanno raggiunto un valore totale di circa 96 miliardi di euro, pari al 13 per cento del valore complessivo delle banconote in euro in circolazione. Tali trasferimenti erano dovuti a un incremento della domanda proveniente dai residenti esteri. Poiché le banconote in euro circolano oltre i confini dell'area anche per altre ragioni (ad esempio, il turismo o le rimesse dei lavoratori emigrati), si stima che, in termini di valore, quasi il 20 per cento della banconote in euro in circolazione sia detenuto da non residenti nell'area.

Le figure 46 e 47 illustrano il costante incremento del numero e del valore totale delle banconote in euro in circolazione, insieme ai tassi di crescita sui dodici mesi.

Per quanto concerne i singoli tagli, i biglietti da 500 euro, utilizzati soprattutto come riserva di valore, hanno registrato l'incremento numerico più consistente, a un tasso del 17,1 per cento alla fine del 2008 rispetto a un anno prima, seguiti dalle banconote da 100, 50 e 200 euro, con un incremento rispettivamente del 14,2, 10,6 e 9,3 per cento. La circolazione dei tagli minori è aumentata a tassi compresi tra circa il 3 e il 6 per cento (cfr. figura 48).

Figura 46 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2008



Fonte: BCE.

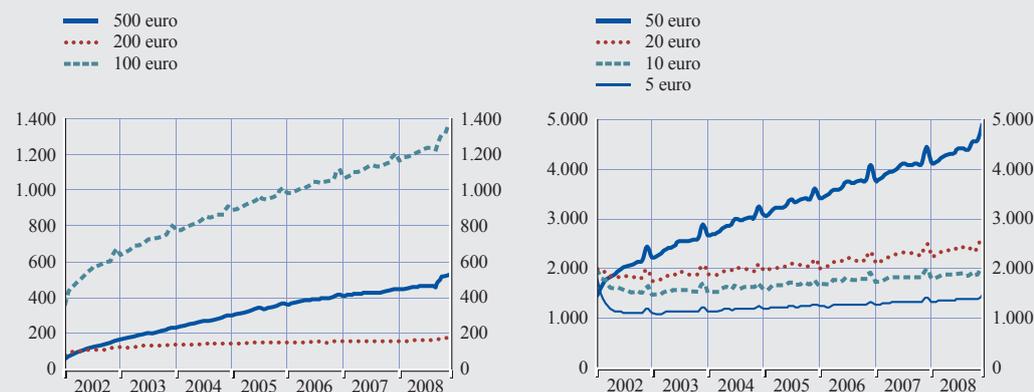
Figura 47 Valore delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2008



Fonte: BCE.

Figura 48 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2008

(milioni di pezzi)



Fonte: BCE.

Nel 2008 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle BCN) è aumentato del 7,9 per cento, a 82,3 miliardi, mentre il loro valore è cresciuto del 5,7 per cento, a 20,4 miliardi di euro. Tale incremento è stato determinato in larga misura dalle monete da 1 e 2 centesimi. La quota dei tagli minori, le monete da 1, 2 e 5 centesimi, rispetto al numero totale di monete in circolazione è rimasta stabile al 59 per cento.

GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Nel 2008 le BCN dell'area hanno esitato e introitato un ammontare di biglietti pari rispettivamente a 34,1 e 33,2 miliardi. Il tasso di rientro dalla circolazione⁷ delle banconote è rimasto quasi invariato, a 2,79: ciò significa che le BCN dell'area hanno controllato l'autenticità e l'idoneità all'uso delle banconote in media una volta ogni quattro mesi, utilizzando apparecchiature completamente automatizzate.

Dal 2004 l'Eurosistema ha svolto indagini annuali per monitorare l'idoneità alla circolazione dei biglietti in euro. Nel 2008 si è osservata una tendenza al miglioramento della qualità delle banconote, che è apparsa più omogenea all'interno dell'area, in linea con le politiche coordinate dell'Eurosistema per la selezione e l'esito dei biglietti. Le BCN hanno

giudicato non più idonee alla circolazione e sostituito circa 5,6 miliardi di banconote, con un tasso di non idoneità all'uso⁸ intorno al 17,0 per cento, in linea con quello registrato l'anno precedente.

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Nel 2008 le banconote in euro contraffatte ricevute dai centri nazionali di analisi⁹ sono state circa 666.000¹⁰, in aumento rispetto ai livelli relativamente stabili osservati negli anni precedenti. Tuttavia, nel 2008 sono aumentati sensibilmente anche i biglietti autentici in circolazione. Rispetto a questi ultimi, che hanno raggiunto i 13,1 miliardi alla fine del 2008, la quota di falsi è stata in effetti molto contenuta. Pertanto, la probabilità di ricevere casualmente

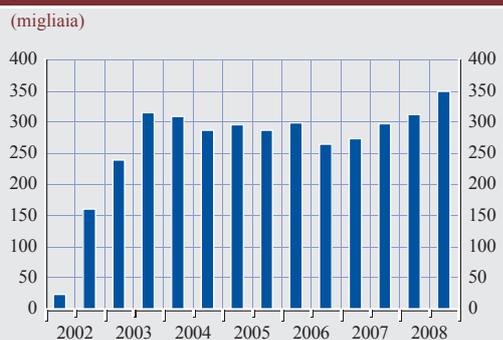
7 Definito come il rapporto tra il numero totale di banconote introitate dalle BCN in un dato periodo di tempo e il numero medio di biglietti in circolazione in quel periodo.

8 Definito come il rapporto tra il numero di banconote giudicate non più idonee all'uso in un dato periodo di tempo e il numero totale di biglietti selezionati in quel periodo.

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

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

Figura 49 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2008

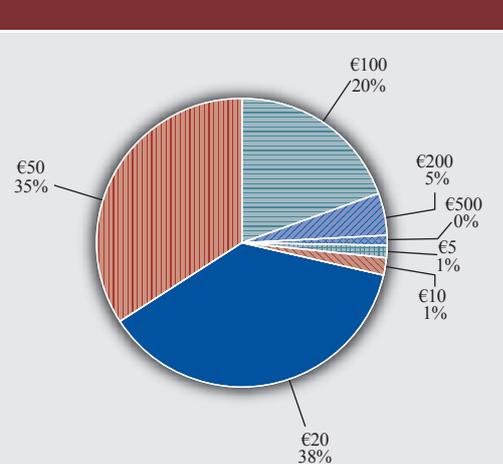


Fonte: BCE.

una banconota contraffatta in circolazione rimane estremamente bassa. La figura 49 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 2008 i tagli maggiormente contraffatti sono stati quelli da 20 e 50 euro, che hanno inciso quasi per tre quarti sul numero di falsi. La figura 50 fornisce i dati disaggregati relativi alla distribuzione delle banconote contraffatte in termini di volume.

Il pubblico può continuare a fare affidamento sulla sicurezza dell'euro, che rimane una valuta

Figura 50 Distribuzione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2008



Fonte: BCE.

Nota: dati arrotondati al punto percentuale più prossimo.

a elevata protezione sia per i sofisticati elementi di sicurezza sia per l'efficacia dell'azione delle forze dell'ordine europee e nazionali. Tuttavia, la BCE ritiene che tale affidabilità non debba mai indurre al compiacimento e consiglia ai cittadini di continuare a prestare attenzione e di rammentare il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare-guardare-muovere"¹¹. L'Eurosistema continua a approfondire notevole impegno per informare adeguatamente il pubblico e gli esperti nella gestione del contante ai fini del riconoscimento dei biglietti contraffatti.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

Nel 2008 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.

L'Eurosistema partecipa attivamente alle iniziative del *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (CBCDG), un gruppo di lavoro cui aderiscono 31 banche centrali e autorità responsabili della fabbricazione di carte valori che collaborano sotto l'egida del G10. Il gruppo sostiene le ricerche sulle tecniche volte a impedire la riproduzione illecita delle banconote. La BCE ospita il centro internazionale per la lotta alla contraffazione (*International Counterfeit Deterrence Centre*, ICDC), che opera quale struttura tecnica a disposizione di tutti i membri del CBCDG. Il ruolo primario dell'ICDC consiste nel fornire supporto tecnico e gestire un sistema di comunicazione centralizzato al servizio di tutti i soggetti che operano nel campo dei sistemi di deterrenza alla contraffazione. L'ICDC inoltre amministra un sito Internet¹² che fornisce informazioni e assistenza sulla riproduzione delle immagini delle banconote, oltre ai collegamenti ai siti Internet nazionali.

11 Per i dettagli consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.it.html>).

12 Per i dettagli consultare il sito Internet <http://www.rulesforuse.org>

3.3 LA PRODUZIONE E L'EMISSIONE DI BANCONOTE

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2008 sono stati prodotti complessivamente 6,4 miliardi di biglietti in euro, rispetto ai 6,3 nel 2007.

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. La tavola 12 mostra in sintesi l'allocazione della produzione nel 2008.

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

Nel 2008 due importanti banche commerciali che operano nel mercato all'ingrosso delle banconote hanno gestito in Asia il programma pilota per la custodia di banconote in euro all'esterno dell'area (*Extended Custodial Inventory*, ECI), istituito nel 2007, ottenendo ottimi risultati. Un ECI è un deposito in contante gestito da una banca commerciale che detiene valuta sulla base di un accordo di custodia. Gli ECI agevolano la distribuzione internazionale dei biglietti in euro e forniscono dati statistici sulla loro circolazione all'esterno dell'area, nonché informazioni sui falsi individuati nelle aree di competenza. Alla luce dei risultati ottenuti dal programma

pilota, il Consiglio direttivo ha approvato nel marzo 2008 l'avvio di un programma ECI triennale basato sull'esperienza acquisita grazie al progetto pilota. In seguito a una gara d'appalto, si sono candidate per questo progetto tre banche operanti nel settore del commercio all'ingrosso di banconote. Una banca ha avviato le operazioni a Hong Kong e un'altra a Singapore nel febbraio 2009, mentre la terza dovrebbe iniziare a Hong Kong a metà del 2009. Queste istituzioni rappresentano i principali *hub* logistici per la compravendita di banconote in euro in Asia orientale, dove viene trattato il maggior numero di biglietti in euro al di fuori dell'Europa. La Deutsche Bundesbank opera quale controparte logistica e amministrativa delle banche ECI. Prima della conclusione del periodo di tre anni, l'Eurosistema valuterà se e in quali sedi rinnovare il programma ECI.

PROGRAMMA PER UNA MAGGIORE CONVERGENZA TRA I SERVIZI DI CASSA DELLE BCN

Nel 2008 l'Eurosistema ha continuato ad attuare il programma, approvato dal Consiglio direttivo nel 2007, che mira ad accrescere nel medio termine la convergenza dei servizi di cassa offerti dalle BCN dell'area. Una maggiore convergenza è importante perché consentirà ai soggetti coinvolti, in particolare a quanti svolgono operazioni di cassa *cross-border* di entità consistente, di cogliere appieno i vantaggi della moneta unica e assicurerà condizioni di parità concorrenziale. Tenuto conto dei diversi contesti economici e geografici nazionali, l'Eurosistema non prefigura un unico sistema di offerta del contante, adatto a tutte le circostanze. Il processo di convergenza richiederà una certa flessibilità per quanto riguarda i requisiti della clientela, l'infrastruttura per il contante e il periodo transitorio per il recepimento nazionale.

L'Eurosistema sta anche valutando una serie di ulteriori misure, fra cui lo scambio elettronico di dati con le istituzioni creditizie per i depositi e i prelievi di contante e gli standard di confezionamento delle banconote per i servizi di cassa offerti dalle BCN a titolo gratuito. Sono state condotte consultazioni a livello sia nazionale che europeo con i soggetti coinvolti,

Tavola 12 L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2008

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
€5	1.370,0	DE, ES, FR, PT
€10	2.130,0	DE, GR, FR, AT
€20	1.755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
€50	1.060,0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	130,0	IT
€200	-	-
€500	-	-
Totale	6.445,0	

Fonte: BCE.

in particolare per quanto concerne gli standard comuni di confezionamento delle banconote, alla luce delle possibili implicazioni operative e sui costi.

I progressi tecnologici delle apparecchiature per la gestione della banconote e per la distribuzione del contante già oggi consentono di “leggere” e selezionare le banconote indipendentemente dal modo in cui queste vengono inserite nelle macchine. A tempo debito, le BCN introdurranno questi miglioramenti a titolo gratuito, come previsto dal programma.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Nel 2005 la BCE ha iniziato la fase di sviluppo di una nuova serie di banconote in euro, stabilendo le specifiche funzionali e tecniche e definendo le caratteristiche di sicurezza da integrare nella nuova serie di banconote. Nel 2008 il lavoro è stato incentrato sull’ulteriore sviluppo del disegno e delle caratteristiche di sicurezza delle banconote e sull’integrazione di tali caratteristiche nel disegno. Sempre nel 2008 è stato avviato lo sviluppo dei materiali per la fase di originazione, ossia i materiali *master* utilizzati per la produzione delle banconote.

Il disegno artistico della seconda serie di banconote in euro sarà basato sul tema “epoche e stili dell’Europa” e includerà gli elementi più importanti del disegno della prima serie. Il disegno e lo sviluppo dei materiali per la fase di originazione rientrano in un processo iterativo: pertanto tali attività proseguiranno durante il 2009. Tutti i principali soggetti coinvolti nel ciclo del contante sono consultati e tenuti al corrente dei progressi compiuti durante il processo di sviluppo. La nuova serie verrà introdotta in un orizzonte temporale di diversi anni e il primo taglio dovrebbe essere emesso tra qualche anno. La data esatta dell’introduzione verrà stabilita in un secondo momento. La BCE informerà il pubblico con ampio anticipo sulle modalità di introduzione delle nuove banconote. Le BCN rimborseranno le banconote in euro della prima serie senza limiti di tempo.

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. Esse sono anche utilizzate in misura crescente dai mercati finanziari, dai mezzi di informazione e dal pubblico in generale. Nel 2008 la regolare produzione di statistiche relative all'area dell'euro si è svolta in maniera ordinata e tempestiva. Un traguardo importante è stato conseguito con l'adozione da parte del Consiglio direttivo di un quadro giuridico affinato che arricchirà in misura significativa le statistiche monetarie e finanziarie dell'area dell'euro, soprattutto attraverso un'accresciuta disponibilità di dati sulle cessioni e sulle cartolarizzazioni dei prestiti. Un'altra evoluzione fondamentale è stata l'adozione di un programma di lavoro a medio termine per la funzione statistica della BCE, che guiderà la produzione delle statistiche del SEBC per il periodo 2009-2012. Infine, la BCE ha continuato a contribuire, in stretta collaborazione con le BCN, all'ulteriore armonizzazione dei concetti statistici in Europa e alla revisione degli standard statistici mondiali ed europei.

4.1 STATISTICHE NUOVE O PIÙ ESAUSTIVE

L'assetto giuridico per la raccolta dei dati statistici monetari e finanziari è stato consolidato con un nuovo regolamento della BCE riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione¹³. Inoltre, gli atti giuridici della BCE sulla raccolta dei dati statistici da parte delle IFM sono stati modificati per soddisfare nuovi requisiti (in ragione, ad esempio, dell'innovazione finanziaria) in materia di statistiche sui bilanci¹⁴, sui tassi di interesse applicati ai depositi e ai prestiti delle famiglie e delle società non finanziarie¹⁵ e sulle operazioni di cartolarizzazione¹⁶. Tali regolamenti riguardano anche requisiti statistici aggiuntivi derivanti dalle turbolenze finanziarie, in particolare per quanto concerne la misurazione della cartolarizzazione sintetica come strumento di trasferimento del rischio di

credito. La segnalazione relativa a queste statistiche aggiuntive dovrebbe cominciare a metà 2010 (al fine di concedere alle BCN e ai soggetti dichiaranti il tempo necessario per attuare i nuovi sistemi di segnalazione), ad eccezione delle statistiche sulle operazioni di cartolarizzazione da parte delle IFM e sulle società veicolo finanziarie, i cui dati saranno segnalati dal dicembre 2009. L'elaborazione di questi regolamenti ha implicato una valutazione esaustiva dei vantaggi delle nuove statistiche e dei relativi costi stimati sia per i segnalanti sia per le BCN, al fine di assicurare che le esigenze aventi la massima priorità per gli utenti possano essere soddisfatte a un costo ragionevole.

Il Consiglio direttivo ha adottato anche una rifusione dell'indirizzo relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari, che raccoglie modifiche precedenti e ora contempla ulteriori disposizioni riguardo tali statistiche. Ulteriori affinamenti dell'assetto giuridico della BCE hanno contemplato la modifica degli indirizzi da questa emanati sugli obblighi di segnalazione in materia di statistiche sulla finanza pubblica (con l'abolizione delle restanti deroghe) e nel settore dei conti finanziari trimestrali (per accrescere l'efficienza dei flussi di dati).

In riferimento alle statistiche su attività e passività dei fondi d'investimento, le BCN hanno iniziato a fornire alla BCE nuovi dati armonizzati nel febbraio 2009, con dicembre 2008 come periodo di riferimento¹⁷.

¹³ Era già stato stilato un elenco preliminare delle società veicolo finanziarie, che ha reso possibile l'avvio dell'attività di controllo incrociato con altre basi dati e la realizzazione di una limitata analisi preliminare dei recenti andamenti in questo settore.

¹⁴ Regolamento BCE/2008/32, del 19 dicembre 2008, relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (rifusione).

¹⁵ Al più presto verrà pubblicato un regolamento che modificherà il Regolamento BCE/2001/18 relativo alle statistiche sui tassi di interesse applicati dalle istituzioni finanziarie monetarie ai depositi detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie, nonché ai prestiti erogati in loro favore.

¹⁶ Regolamento BCE/2008/30, del 19 dicembre 2008, riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione.

¹⁷ Ai sensi del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (diversi dai fondi comuni monetari).

Dal giugno 2008 nella sezione dedicata alle statistiche del sito Internet della BCE sono state divulgate ulteriori statistiche sulla circolazione delle banconote e delle monete in euro (per esempio, i dati mensili sugli importi in essere e sui flussi delle banconote e delle monete in euro in circolazione, nonché i dati sul numero e il valore delle banconote di cui è stata controllata l'autenticità e l'idoneità alla circolazione). Nel quadro dell'attività di divulgazione congiunta dell'Eurosistema sono pubblicati regolarmente anche indicatori estesi di competitività armonizzati per i paesi dell'area dell'euro, basati sugli indici dei prezzi al consumo, sui deflatori del PIL e sul costo del lavoro per unità di prodotto. Lo scopo è di fornire misure comparabili dell'andamento della competitività di prezzo e di costo nei paesi dell'area dell'euro che siano anche in linea con le variazioni dei tassi di cambio effettivi reali dell'euro.

La BCE ha continuato a migliorare le statistiche relative agli strumenti di debito a breve termine europei (*Short-Term European Paper*, STEP), che riportano i volumi e i rendimenti dei mercati primari per i titoli di debito a breve termine emessi nel contesto dei programmi cui è stato attribuito il marchio STEP (cfr. anche la sezione 3 del capitolo 4). Nella prima metà del 2009 dovrebbero essere pubblicati dati dettagliati su flussi e stock, comprese le consistenze in essere dei singoli programmi STEP.

A sostegno dell'analisi monetaria sono state diffuse anche nuove statistiche sui bilanci delle IFM. Ad esempio, grazie al miglioramento della disponibilità dei dati sui conti finanziari, la BCE ha iniziato a pubblicare statistiche per settore sugli strumenti compresi in M3 detenuti da società non finanziarie, famiglie (comprese le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), altri intermediari finanziari (compresi i fondi di investimento), nonché società di assicurazione e fondi pensione. Sono disponibili anche le serie temporali a partire dal primo trimestre del 1999.

Nel settembre 2008 il Consiglio direttivo ha approvato la conduzione di un'indagine

dell'Eurosistema sulla situazione finanziaria e sui consumi delle famiglie dell'area dell'euro. Questo progetto è inteso a colmare una lacuna significativa nella disponibilità di dati sulla situazione finanziaria di alcuni segmenti del settore delle famiglie, integrando così le statistiche macroeconomiche (ad esempio, è previsto che siano fornite informazioni su attività e passività delle famiglie in tutta l'area dell'euro). È in fase di preparazione anche un'indagine sull'accesso ai finanziamenti da parte delle piccole e medie imprese, che si prevede sarà condotta in collaborazione con la Commissione europea. Il SEBC ha continuato altresì i lavori di rafforzamento dell'archivio centralizzato sui titoli (*Centralised Securities Database*, CSDB). Il CSDB contiene informazioni di riferimento su singoli titoli rilevanti ai fini statistici del SEBC e svolge un ruolo cardine nel processo orientato verso una segnalazione statistica per singolo titolo. I sistemi che raccolgono dati su singole voci sono potenzialmente in grado di alleggerire in misura significativa l'onere di segnalazione statistica per gli interpellati e di migliorare nel contempo la qualità e la flessibilità delle statistiche dell'area dell'euro. L'archivio è già utilizzato da varie BCN per la compilazione delle statistiche finanziarie nazionali e sono in corso ulteriori sviluppi.

4.2 ALTRI SVILUPPI IN AMBITO STATISTICO

È in corso l'aggiornamento dei due regolamenti quadro concernenti la raccolta, la compilazione e la divulgazione delle statistiche in Europa, emanati rispettivamente dal Sistema statistico europeo (l'SSE, una *partnership* fra l'Eurostat e gli istituti nazionali di statistica) e dal SEBC. La stretta collaborazione fra il SEBC e l'SSE ha dato luogo a varie disposizioni speculari nelle due proposte di atto giuridico, soprattutto in merito allo scambio di informazioni statistiche riservate fra il SEBC e l'SSE. Nel settembre 2008 la BCE ha formulato una Raccomandazione per un regolamento del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio, sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea¹⁸.

18 http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf

Dal 2007 la BCE e l'Eurostat pubblicano regolarmente conti trimestrali finanziari e non finanziari integrati dell'area dell'euro suddivisi per settore. Nel 2008 sono stati avviati i lavori per migliorare la tempestività, la completezza e la coerenza di questo esteso sistema contabile macroeconomico.

La diffusione dell'informazione statistica è stata migliorata attraverso la pubblicazione di tavole aggiuntive sulle statistiche dell'area dell'euro e su tutti i corrispondenti dati nazionali nei siti Internet sia della BCE sia delle BCN. Esse riguardavano: a) elenchi di IFM, b) statistiche sui tassi di interesse delle IFM, c) statistiche sui pagamenti, d) dati dettagliati relativi a IAPC e PIL. Lo *Statistical Data Warehouse* (SDW) della BCE è uno strumento sempre più diffuso di accesso alle statistiche dell'area dell'euro mediante Internet. Nel 2008 sono state incluse nello SDW ulteriori statistiche sui mercati finanziari e il numero di utenti è raddoppiato, portandosi a 40.000 circa al mese. Anche il lancio di un nuovo strumento interattivo di visualizzazione per il monitoraggio dell'inflazione sul sito Internet della BCE rientra nella strategia di una migliore comunicazione riguardo alle statistiche dell'area. Infine, una gamma più ampia di statistiche e indicatori è stata presentata in varie pubblicazioni periodiche della BCE, quali l'indagine *Euro money market survey*, il rapporto *Financial integration in Europe* e la rassegna *Financial Stability Review*.

Diversi documenti sono stati pubblicati nel 2008 al fine di migliorare la conoscenza delle statistiche della BCE e del SEBC, nonché della loro *governance* e qualità. Esempi della trasparenza della BCE in questo ambito sono il quadro di riferimento per la qualità delle statistiche della BCE e le procedure di *quality assurance*¹⁹, la pubblicazione aggiornata *ECB statistics – an overview*²⁰ e la divulgazione degli atti della quarta conferenza della BCE sulle statistiche²¹.

La BCE ha continuato a cooperare strettamente con l'Eurostat e le altre organizzazioni

internazionali (per esempio, nell'elaborazione congiunta del rapporto 2008 sullo stato di avanzamento dei requisiti informativi nell'UEM, dal titolo *Status report on information requirements in EMU*, e nella revisione del *Manuale del SEC95 sul disavanzo e sul debito pubblico* dell'Eurostat) e ha avuto un ruolo importante nella revisione degli standard statistici internazionali, con il lavoro svolto sul Sistema dei conti nazionali 93, sul manuale di bilancia dei pagamenti (*Balance of Payments Manual*) dell'FMI e sulla definizione di riferimento degli investimenti diretti esteri dell'OCSE (*OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*). La BCE sostiene l'Eurostat nella revisione del SEC 95, che guida una serie di decisioni di politica economica a livello europeo. La BCE sostiene e applica anche standard tecnici mondiali per lo scambio di dati. Ha altresì sviluppato, in collaborazione con le BCN, l'FMI e la BRI, un manuale sulle statistiche relative ai titoli. Infine, la BCE ha pubblicato un aggiornamento della pubblicazione *Government finance statistics guide*²².

Le statistiche per l'area dell'euro sono state adattate per tener conto dell'ingresso di Cipro e Malta il 1° gennaio 2008. Non si sono avute criticità grazie alla preparazione di lungo periodo intrapresa da tali paesi, ancora prima di entrare a far parte dell'UE, in stretta collaborazione con la BCE e gli altri Stati membri. Inoltre, come negli anni precedenti, le statistiche hanno svolto un ruolo importante nel monitoraggio della convergenza degli Stati membri dell'UE che non appartengono ancora all'area dell'euro. La BCE, insieme alle banche centrali di questi Stati membri, ha anche assistito l'Eurostat nella produzione delle statistiche sui tassi di interesse a lungo termine e sui tassi di cambio, e ha parimenti raccolto ed elaborato statistiche aggiuntive che integrano i quattro indicatori di convergenza primari nel *Rapporto sulla*

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

22 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>

convergenza del 2008 della BCE (cfr. la sezione 1 del capitolo 3).

4.3 IL PROGRAMMA DI LAVORO A MEDIO TERMINE PER LA FUNZIONE STATISTICA DELLA BCE (2009-2012)

A luglio 2008 è stato pubblicato sul sito Internet della BCE il programma di lavoro a medio termine per la funzione statistica della BCE (2009-2012)²³. Formulato sulla base di un'analisi dettagliata, esso intende accrescere ulteriormente l'efficienza e l'efficacia della raccolta e della compilazione delle statistiche dell'area dell'euro, al fine di utilizzare i conseguenti incrementi di efficienza per colmare le lacune restanti. Si dovrebbero compiere progressi, fra l'altro, in termini di: a) statistiche più dettagliate sui detentori di titoli, b) migliori dati sui derivati creditizi, c) compilazione di statistiche trimestrali tempestive su società di assicurazione e fondi pensione, d) miglior riutilizzo dei microdati disponibili a fini statistici. In questi ultimi rientrano i dati ricavati dai bilanci societari che si trovano presso le centrali nazionali dei bilanci e le informazioni disponibili nelle centrali dei rischi. Insieme al Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*), sono stati inoltre intrapresi lavori per ottenere, laddove possibile, una certa riconciliazione nei dati che le istituzioni creditizie forniscono per adempiere agli obblighi di segnalazione per finalità statistiche e di vigilanza. Il SEBC continua a svolgere un lavoro di approfondimento sulle esigenze statistiche emerse dalle turbolenze finanziarie. Questa strategia per il medio termine richiederà una cooperazione rafforzata fra tutte le parti coinvolte, ovvero i servizi di statistica delle BCN e della BCE, nonché i partner esterni come gli istituti di statistica, le autorità di vigilanza e gli esponenti del settore finanziario.

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

5 LA RICERCA ECONOMICA

Le principali funzioni della ricerca condotta presso la BCE e nell'insieme dell'Eurosistema consistono nel fornire risultati rilevanti per la formulazione di una consulenza sulla politica monetaria e su altri compiti dell'Eurosistema, nonché nel predisporre e realizzare per ciascuno di essi i modelli e gli strumenti di analisi; nel mantenere e utilizzare i modelli econometrici per le previsioni economiche e il raffronto degli effetti di misure di *policy* alternative; infine, nel comunicare con la comunità accademica, ad esempio attraverso la pubblicazione dei risultati di ricerca su riviste scientifiche soggette al meccanismo della *peer-review* e l'organizzazione di conferenze su temi inerenti alla ricerca economica.

5.1 LE PRIORITÀ DELLA RICERCA E I RISULTATI CONSEGUITI

Le attività di ricerca economica presso la BCE sono svolte in maniera decentrata: tutti i settori operativi possono condurre progetti di ricerca secondo le proprie esigenze e competenze. La Direzione Generale Ricerca economica, oltre a sviluppare direttamente progetti di ricerca di elevata qualità, svolge un ruolo cardine di coordinamento. La Direzione Generale presiede al *Research Coordination Committee* (RCC), che allinea le attività di ricerca effettuate presso la BCE alle esigenze dell'istituzione. L'RCC stabilisce i settori prioritari di massima per ogni anno.

Per il 2008 le principali priorità di ricerca sono state le seguenti: attività di previsione e sviluppo di modelli; miglioramento dell'analisi monetaria; comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria; stabilità finanziaria; efficienza del sistema finanziario europeo; questioni internazionali e di finanza pubblica.

Per quanto riguarda le attività di previsione e lo sviluppo di modelli, nel 2008 sono stati portati avanti numerosi progetti esistenti e ne sono stati lanciati di nuovi. Negli esercizi di proiezione è stato introdotto il nuovo modello dell'area

New Area-Wide Model (NAWM), utilizzato sia nella costruzione delle proiezioni centrali sia per l'analisi di scenari alternativi. In molti esercizi di politica economica sul comportamento dei mercati finanziari si è impiegato, in una versione ulteriormente evoluta, il modello Christiano-Motto-Rostagno. Entrambi sono esempi di modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) che sono sempre più diffusi nei lavori sulla *policy* presso le banche centrali. Sono stati sviluppati altri modelli DSGE in seno all'istituzione per affrontare questioni specifiche di politica economica. I lavori iniziati nel 2006-2007 sugli strumenti di previsione a breve termine sono stati portati a fruizione nel 2008, con l'introduzione di tali strumenti nella valutazione economica periodica e nei lavori preparatori sulla *policy*. Le attività di ricerca sugli strumenti di previsione nuovi ed esistenti proseguiranno nel 2009.

Nel corso del 2008 è stato introdotto un nuovo metodo di costruzione degli intervalli di proiezione, utilizzato nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE di settembre e dicembre. Alla luce dell'impiego di questa nuova metodologia, il grado di incertezza insito nelle previsioni sarà un tema di interesse anche nel 2009.

La ricerca sull'analisi monetaria si è incentrata sullo sviluppo e sull'uso di metodi quantitativi per l'analisi monetaria e, in particolare, sulla creazione di strumenti di elevata qualità per la preparazione delle decisioni di politica monetaria. I lavori si sono concentrati sullo sviluppo di modelli per l'inflazione basati su indicatori monetari e sull'analisi della domanda di moneta, nonché sull'elaborazione di scenari monetari in una prospettiva strutturale. In questo contesto, si è fatto ampio ricorso al modello Christiano-Motto-Rostagno. Si è prestata particolare attenzione all'uso di modelli strutturali diversi e di altri dispositivi come strumenti di verifica incrociata.

Quanto al meccanismo di trasmissione della politica monetaria, il *Wage Dynamics Network* (WDN), composto da ricercatori del SEBC, ha

presentato i risultati del proprio lavoro in una conferenza tenutasi in giugno. Il WDN studia le caratteristiche e le fonti della dinamica salariale nell'area dell'euro e le rispettive relazioni con i prezzi, a livello sia aggregato sia micro. Un traguardo importante è stato raggiunto da tale *network* nel 2008 con un'indagine condotta in 17 paesi su salari, costo del lavoro e comportamento nella determinazione dei prezzi a livello di impresa.

L'indagine a livello di area dell'euro sui bilanci e sui consumi delle famiglie (cfr. la sezione 4 di questo capitolo), predisposta da un *network* dell'Eurosistema, coprirà le informazioni a livello microeconomico su un'ampia gamma di scelte delle famiglie: le attività reali e finanziarie detenute, l'assunzione di debito, l'atteggiamento nei confronti del rischio, l'occupazione, i redditi, le pensioni, i trasferimenti intergenerazionali, i doni, i consumi e il risparmio. La raccolta dei dati dovrebbe incominciare agli inizi del 2009 in numerosi paesi dell'area dell'euro. In futuro si prevede che saranno divulgati alla comunità di ricerca microdati in forma anonima sui bilanci e sui consumi delle famiglie nell'area dell'euro. La connessa attività di ricerca sui bilanci e i consumi delle famiglie è stata presentata in una conferenza organizzata dal Center for Financial Studies e dalla BCE in settembre. Altri argomenti trattati in questo ambito di ricerca sono state le politiche di comunicazione della banca centrale, il monitoraggio dei mercati finanziari, i mercati degli immobili residenziali, il ruolo delle banche e del credito nel meccanismo di trasmissione monetaria, nonché l'eterogeneità nell'area dell'euro sotto vari aspetti.

Gli studi hanno riguardato anche questioni di stabilità finanziaria e il relativo impatto sulla politica monetaria, soprattutto nel contesto del lavoro svolto per la pubblicazione della *Financial Stability Review* della BCE. Il sistema finanziario è stato esaminato sotto due aspetti: il grado di integrazione e l'evoluzione dei mercati dei capitali. È stata altresì analizzata l'interazione fra rischi di credito e di mercato.

Quanto alla ricerca sui sistemi di pagamento e regolamento, la BCE ha unito le forze con gli esponenti di varie banche centrali (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada e De Nederlandsche Bank) e con accademici per costituire il *Payment Economics Network*, un gruppo informale sull'economia dei sistemi di pagamenti. Il *Network* promuove la consapevolezza della ricerca intrapresa sui sistemi di pagamento e regolamento delle transazioni in titoli e consolida il legame fra ricerca e prassi in questo ambito. Il sito Internet del *network*²⁴ offre i collegamenti a *Working Paper*, documenti rilevanti di *policy*, dettagli sulle conferenze prossime e passate nonché informazioni sui progetti di ricerca in questo ambito.

Nel quadro della priorità di ricerca relativa alle questioni internazionali, le principali aree di interesse sono state gli squilibri mondiali, su cui nel 2008 è stato organizzato un seminario ad alto livello, e il ruolo internazionale dell'euro. Quanto a quest'ultima area di ricerca, il lavoro si è incentrato sulla relazione tra fatturazione in valuta e trasmissione dei tassi di cambio. I risultati di questo studio saranno integrati nel rapporto *Review of the international role of the euro*. Nel contesto di questa priorità di ricerca, è stata sviluppata un'estensione internazionale del NAWM.

5.2 DIVULGAZIONE DELLA RICERCA: PUBBLICAZIONI E CONFERENZE

Come negli anni precedenti, le ricerche condotte dagli esperti della BCE sono state presentate nelle collane dei *Working Paper* e degli *Occasional Paper* della BCE. Nel 2008 sono stati pubblicati 141 *Working Paper* e 22 *Occasional Paper*. Di questi, 116 *Working Paper* sono stati redatti da esperti della BCE, in via esclusiva o con coautori, fra cui molti economisti dell'Eurosistema, mentre gli altri sono opera di visitatori esterni che hanno partecipato

24 <http://www.paymenteconomics.org>

a conferenze e seminari, che lavorano nel contesto dei *network* di ricerca o che trascorrono un periodo prolungato presso la BCE per il completamento di un progetto di ricerca. Come ormai è norma consolidata, è previsto che la maggior parte di queste pubblicazioni compaia da ultimo nelle principali riviste accademiche soggette al meccanismo della *peer-review*. Nel 2008 gli esperti della BCE hanno pubblicato oltre 30 articoli in riviste accademiche.

Il Bollettino di ricerca (*Research Bulletin*) è una pubblicazione periodica della BCE volta a divulgare a un vasto pubblico i lavori di ricerca di interesse generale. Nel 2008 ha trattato in particolare le turbolenze dei mercati del credito, le caratteristiche del ciclo economico dell'area dell'euro, la ricchezza immobiliare e i consumi, nonché la dinamica dell'inflazione a livello regionale.

La BCE ha organizzato, da sola o congiuntamente con altri soggetti, circa quindici conferenze o seminari su vari temi di ricerca. Le conferenze organizzate con altri soggetti hanno visto il coinvolgimento del Centre for Economic Policy Research (CEPR) e di altre banche centrali, sia dell'Eurosistema sia esterne allo stesso. Inoltre, è stato allestito un gran numero di *workshop* e seminari per divulgare le ricerche condotte in seno alla BCE. Come negli anni precedenti, la maggior parte delle conferenze e dei *workshop* ha interessato aree di priorità specifiche della ricerca; i programmi e gli atti di questi eventi sono disponibili sul sito Internet della BCE.

Le conferenze e i *workshop* hanno coperto un'ampia gamma di materie. Sette di essi vertevano su argomenti finanziari: due hanno riguardato l'impatto delle turbolenze finanziarie (uno di questi era organizzato congiuntamente con la Federal Reserve Bank of Chicago) e un altro ha trattato l'integrazione finanziaria. Gli altri hanno affrontato vari aspetti del funzionamento del mercato monetario e di quello dei bonifici al dettaglio. In giugno la quinta conferenza dell'*International Research Forum on Monetary Policy* (organizzata insieme al Federal Reserve Board, alla Georgetown

University e alla Università di Francoforte) ha analizzato tematiche di politica monetaria. Altre conferenze hanno esaminato questioni sui dati (in questo caso la conferenza era organizzata con il CEPR attraverso lo *Euro Area Business Cycle Network*), i mercati del lavoro e i primi dieci anni dell'euro.

Un meccanismo aggiuntivo di divulgazione della ricerca è rappresentato dalle serie di seminari, di cui due hanno rivestito particolare importanza: i *Joint Lunchtime Seminars*, organizzati congiuntamente con la Deutsche Bundesbank e il Centre for Financial Studies, nonché gli *Invited Speaker Seminars*. Queste due serie comprendono seminari settimanali in cui ricercatori esterni sono invitati presso la BCE a presentare i loro lavori recenti. La BCE organizza anche seminari di ricerca più specifici che non rientrano nell'ambito di queste due serie.

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 delle 27 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 od 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 segue anche gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale e dai settori pubblici di altri Stati membri e organismi e istituzioni della Comunità 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 sancito dall'articolo 101 del Trattato; tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

L'esercizio di monitoraggio condotto per il 2008, basato sulle informazioni fornite dalle 27 BCN del SEBC e dalla BCE, conferma che, con una eccezione, le disposizioni degli articoli 101 e 102 del Trattato e i relativi Regolamenti del Consiglio sono state in generale rispettate nel periodo in esame.

De Nederlandsche Bank ha riportato una apertura di credito *overnight* che, risultando in una inottemperanza limitata ad un giorno del

divieto di finanziamento monetario sancito dal Trattato, è stata immediatamente corretta.

6.2 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. L'obbligo di consultazione della BCE deve essere rispettato anche nell'ipotesi in cui sia stata adottata una procedura legislativa d'urgenza. Inoltre l'approvazione di un provvedimento legislativo entro un periodo molto breve successivo alla richiesta di consultazione dovrebbe essere consentita solo in circostanze eccezionali, come nell'attuale periodo di crisi finanziaria. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet.

Nel 2008 la BCE ha adottato 92 pareri di cui 11 in risposta a consultazioni da parte delle istituzioni dell'UE e 81 in risposta a consultazioni richieste da autorità nazionali, a fronte di un totale di 43 pareri emessi nel 2007. L'elenco dei pareri adottati nel 2008 e all'inizio del 2009 è allegato al presente Rapporto annuale.

Particolarmente degni di nota sono i pareri sintetizzati di seguito, formulati dalla BCE su richiesta del Consiglio UE.

La BCE ha emanato un parere²⁶ su una proposta di modifica della direttiva concernente il carattere definitivo del regolamento²⁷ e della direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria²⁸. Le modifiche concernono la tutela, nel quadro della direttiva sul carattere definitivo

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. 87).

26 CON/2008/37.

27 Direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998 concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli, GU L 166, 11.6.1998, pag. 45.

28 Direttiva 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 giugno 2002, relativa ai contratti di garanzia finanziaria, GU L 168 del 27.6.02, pag. 43.

del regolamento, della fase di regolamento notturno e dei sistemi interoperabili, in vista dell'incremento dell'interoperatività fra sistemi atteso con la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari e il Codice di condotta europeo dell'industria dei servizi di compensazione e regolamento (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*). Per quanto concerne la direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria, la proposta include, fra le categorie di attività finanziarie costituibili in garanzia, anche i crediti idonei ad essere utilizzati come garanzia nelle operazioni di finanziamento delle banche centrali, così da agevolare l'uso nell'insieme dell'UE. Nel suo parere, la BCE ha accolto con favore la proposta e suggerito in particolare che la definizione di "sistema" sia estesa al fine di: a) includere esplicitamente i sistemi costituiti in forza di un atto legale della BCE, e b) consentire alla BCE di designare essa stessa tali sistemi. Ha peraltro proposto che i crediti siano inclusi nel campo di applicazione della direttiva sui contratti di garanzia finanziaria sulla base di una definizione uniforme non connessa ai requisiti di idoneità delle banche centrali, raccomandando altresì che alcuni elementi delle regole sul conflitto di leggi in materia di crediti vengano armonizzati a livello di UE.

La BCE è stata consultata anche su una proposta di direttiva che reca modifica alla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale²⁹ relativamente alle banche affiliate a istituzioni centrali e a talune voci riferite ai fondi propri.

La BCE ha emesso un parere³⁰ su una proposta di direttiva che modifica la direttiva sulla moneta elettronica³¹, la quale mirava ad aprire il mercato dell'emissione di moneta elettronica tramite la creazione di istituti di moneta elettronica (IMEL). Pur appoggiando la proposta di revisione, la BCE ha espresso serie preoccupazioni riguardo la modifica della natura degli IMEL in "istituzioni finanziarie", definite nella rifusione della Direttiva 2006/48/CE³², dato che ciò avrebbe conseguenze di vasta portata sulla conduzione della politica monetaria. La proposta di direttiva

preoccupa anche sul piano prudenziale in quanto rende meno stringente il regime di vigilanza applicato alle IMEL, ma ne amplia al contempo le aree operative.

Con riferimento alla procedura Lamfalussy³³, nel quadro del processo volto a chiarire e ad estendere gli ambiti di competenza dei comitati di terzo livello (che includono il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria, *Committee of European Banking Supervisors* – CEBS, il Comitato delle autorità europee di vigilanza sulle assicurazioni e sulle pensioni aziendali e professionali, *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* – CEIOPS, e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, *Committee of European Securities Regulators* – CESR), la BCE è stata consultata su un progetto di decisione della Commissione che istituisce formalmente il CEBS e sostituisce la decisione 2004/10/CE³⁴ della Commissione. Nel suo parere³⁵ la BCE ha accolto con favore gli emendamenti proposti, facendo presente che le sue specifiche osservazioni non pregiudicano la possibilità di contribuire in futuro a un dibattito più ampio in materia, ad esempio in merito al gruppo di alto livello presieduto da Jacques de Larosière. La BCE ha proposto alcune modifiche al progetto, relative in particolare al coinvolgimento della BCE e del Comitato per la vigilanza bancaria in alcuni compiti del CEBS; ha inoltre raccomandato che

29 La direttiva sull'adeguatezza patrimoniale è formata dalla 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, e dalla Direttiva 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (rifusione), GU L 177 del 30.6.2006, pag. 201.

30 CON/2008/84.

31 Direttiva 2000/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 settembre 2000, riguardante l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, GU L 275 del 27.10.2000, pag. 39.

32 Cfr. articoli 4, paragrafo 1, e 5 della Direttiva 2006/48/CE, citata nella nota 27.

33 Per maggiori informazioni, cfr. la sezione 2 del capitolo 4.

34 Decisione 2004/10/CE della Commissione, del 5 novembre 2003, che istituisce il comitato bancario europeo, GU L 3 del 7.1.2004, pag. 36.

35 CON/2008/63.

le modalità di voto previste dal progetto di decisione risultino coerenti con quelle iscritte nello statuto del CEBS. Infine, la BCE ha suggerito che la Commissione tenga conto di tali osservazioni, ove rilevanti, nei progetti di decisione riguardanti gli altri due comitati di terzo livello, in merito ai quali la BCE non è consultata.

Un ulteriore parere³⁶ è stato emanato dalla BCE riguardo a una proposta di regolamento sui pagamenti transfrontalieri che sostituisce il Regolamento (CE) n. 2560/2001³⁷. Pur essendo ampiamente a favore dell'inclusione degli addebiti diretti transfrontalieri nel regolamento proposto, la BCE ha richiamato l'attenzione su alcuni aspetti legati ai requisiti di segnalazione per le statistiche di bilancia dei pagamenti (b.d.p.), che andranno attentamente considerati. È infatti fondamentale continuare a soddisfare le esigenze degli utenti delle statistiche di b.d.p. nazionali e dell'area dell'euro, preservando al tempo stesso le condizioni per una rapida realizzazione della SEPA. L'evoluzione della SEPA implica che i sistemi di segnalazione statistica di b.d.p., basati principalmente sui dati relativi ai pagamenti, non possano essere mantenuti nella forma attuale, poiché i dati si riferiscono ai pagamenti in euro all'interno dell'UE. La riforma di questi sistemi potrebbe, da una parte, alleviare gli obblighi di segnalazione delle banche, ma dall'altra, comportare un maggiore onere per i soggetti diversi dalle banche, che andrebbe limitato il più possibile. Occorrerebbe inoltre assicurare che le statistiche di b.d.p. continuino ad essere elaborate con la frequenza, la tempestività e l'elevato livello di affidabilità richiesti per la conduzione della politica monetaria della BCE.

La BCE ha formulato un parere³⁸ sulle modifiche alla direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi³⁹, le quali mirano a rafforzare la fiducia dei depositanti tramite un aumento della copertura minima e una riduzione dei tempi massimi per il rimborso dei depositi garantiti. La BCE ha sostenuto pienamente questi obiettivi, ma ha anche posto in evidenza la necessità di salvaguardare la credibilità dei sistemi di garanzia dei depositi

predisponendo processi operativi efficienti per la verifica dei crediti e il pagamento dei depositanti, assicurando la disponibilità di fondi sufficienti e rendendo i depositanti maggiormente attenti ai termini e alle condizioni della tutela dei depositi. Gli eventuali meccanismi devono inoltre rispettare il divieto di finanziamento monetario di cui all'articolo 101 del Trattato⁴⁰. La BCE si aspetta di contribuire ulteriormente ai lavori che verranno condotti in questo campo nel 2009.

La BCE ha continuato a essere consultata dalle autorità nazionali su questioni attinenti alle BCN, in particolare su modifiche degli statuti delle BCN di Belgio, Bulgaria, Repubblica Ceca, Germania, Estonia, Spagna, Lussemburgo, Ungheria, Romania e Svezia⁴¹. Riguardo a una proposta di modifica della legge sulla Deutsche Bundesbank, la BCE ha osservato che uno Stato membro non può pregiudicare la capacità di una BCN di assumere e mantenere personale qualificato in quanto esso è necessario alla BCN per svolgere in maniera autonoma le funzioni ad essa conferite dal Trattato e dallo Statuto del SEBC e che, nella gestione della sua politica del personale, una BCN non deve trovarsi nella posizione di poter essere influenzata dal governo⁴². La BCE ha auspicato una revisione delle modifiche proposte, al fine di ampliare i poteri del comitato esecutivo della Deutsche Bundesbank nella emanazione del regolamento del personale. Nel caso delle proposte di emendamento allo statuto della Banca Națională a României, la BCE è stata del parere che le modifiche avrebbero limitato notevolmente l'indipendenza della banca centrale, in particolare

36 CON/2009/1.

37 Regolamento (CE) n. 2560/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 dicembre 2001, relativo ai pagamenti transfrontalieri in euro, GU L 344 del 28.12.2001, pag. 13.

38 CON/2008/70.

39 Direttiva 94/19/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 1994 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, GU L 135 del 31.5.1994, pag. 5.

40 Interpretato in linea con il Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni necessarie all'applicazione dei divieti enunciati all'articolo 104 e all'articolo 104 B, paragrafo 1 del Trattato, GU L 332 del 31.12.1993, pag. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82, CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 e CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

in relazione all'obbligo di sottoporre il suo rapporto annuale all'approvazione del parlamento e alla possibilità per i suoi dipendenti di essere chiamati a rispondere personalmente di eventuali perdite⁴³. Nel parere concernente l'indipendenza finanziaria della Sveriges Riksbank, la BCE ha ricordato che, con riferimento alla struttura patrimoniale e alla distribuzione degli utili della banca centrale, la Svezia avrebbe dovuto effettuare i necessari adeguamenti per ottemperare alle disposizioni del Trattato e dello Statuto del SEBC relative all'indipendenza della banca centrale prima della data di istituzione del SEBC, il 1° giugno 1998⁴⁴. Inoltre, la BCE ha sottolineato che le eventuali riforme di legge dovrebbero essere volte a conseguire progressivamente la piena conformità con i criteri adottati a livello di Eurosystem. La BCE ha infine presentato di propria iniziativa un parere sulla riforma del sistema previdenziale in Grecia, ritenendo che le disposizioni proposte potessero incidere sulla natura di autorità indipendente della Banca di Grecia⁴⁵. Il fondo pensione di quest'ultima è stato integrato in un fondo pensionistico a gestione pubblica e alla banca centrale è stato richiesto un contributo annuo di 23 milioni di euro per un periodo di quindici anni. Le pertinenti disposizioni della legge avrebbero richiesto di essere considerate alla luce delle possibili implicazioni sia per l'indipendenza, anche finanziaria, della banca centrale, sia per il divieto di finanziamento monetario.

La BCE è stata consultata due volte dal Lussemburgo su un disegno di legge che migliora l'assetto normativo del paese quale centro finanziario e che modifica la legge sullo status monetario della Banque centrale du Luxembourg⁴⁶. Entrambi i pareri hanno valutato con favore il rafforzamento del ruolo della Banque centrale du Luxembourg in materia di stabilità finanziaria e la creazione di una base giuridica per un'eventuale concessione da parte della Banca del sostegno di liquidità di emergenza (*emergency liquidity assistance*).

Nell'area dei sistemi di pagamento e regolamento, la BCE è stata sentita dalla Polonia su un disegno legislativo che modifica la legge sulla

negoiazione degli strumenti finanziari e altre normative⁴⁷. In linea con quanto espresso in precedenti pareri, la BCE ha raccomandato di includere disposizioni specifiche relative alla competenza della BCN in materia di vigilanza sui sistemi di pagamento e regolamento.

In materia di vigilanza finanziaria, la Finlandia ha sollecitato un parere della BCE in merito a un disegno di legge volto a integrare la sorveglianza sul settore finanziario con quella sul settore assicurativo⁴⁸. La BCE, che appoggia un rafforzamento del quadro prudenziale, ha tuttavia sottolineato la necessità di prevedere opportune tutele riguardo agli assetti di bilancio, al meccanismo di rimborso e alle attività di revisione dei conti e di segnalazione. In coerenza con precedenti pareri, la BCE ha affermato che la collaborazione e la condivisione delle informazioni fra autorità di vigilanza e banche centrali ha carattere fondamentale ai fini del controllo macroprudenziale e della sorveglianza sui sistemi di pagamento. In tema di stabilità finanziaria, la BCE è stata consultata dalla Polonia su un disegno legislativo che modifica la legge sul fondo di garanzia bancario⁴⁹. La BCE ha ribadito i criteri in base ai quali le BCN possono erogare credito ai sistemi nazionali di tutela dei depositi e sottolineato l'importanza di un efficace raccordo fra questi.

Nel contesto della crisi finanziaria internazionale, la BCE ha emesso un gran numero di pareri⁵⁰ relativi alle misure di sostegno approntate a livello nazionale, quali le garanzie statali, le ricapitalizzazioni degli

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 e CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 e CON/2008/92.

istituti in dissesto, l'acquisto delle attività delle banche e i sistemi di garanzia dei depositi. La BCE ha posto l'accento sia sull'importanza di un approccio coordinato, conforme al piano d'azione concertato adottato il 12 ottobre 2008 dai capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro e alla legislazione comunitaria (con particolare riferimento alle disposizioni sugli aiuti pubblici), sia sul fatto che il ruolo di azionista dello Stato dovrebbe essere limitato nel tempo⁵¹.

Per quanto concerne l'introduzione dell'euro in Slovacchia, quest'ultima ha consultato la BCE riguardo a un progetto di legislazione relativo alla doppia indicazione dei prezzi e ai criteri di arrotondamento⁵². La BCE ha richiamato i principi fondamentali di neutralità dei prezzi e di continuità degli strumenti giuridici, raccomandando di adottare un approccio coerente con le metodologie e le pratiche di arrotondamento utilizzate in casi comparabili.

Dal 2008 sono incluse nel Rapporto annuale anche le informazioni riguardanti casi chiari e rilevanti di inottemperanza all'obbligo di consultare la BCE su proposte legislative nazionali e comunitarie. Oltre alla riforma del sistema previdenziale in Grecia, in merito alla quale la BCE ha emesso un parere di propria iniziativa (cfr. sopra), nel 2008 sono stati registrati sei episodi di inottemperanza all'obbligo di consultazione della BCE su proposte legislative nazionali.

In due casi, le autorità bulgare e quelle cipriote hanno omesso di chiedere l'opinione della BCE su talune disposizioni normative che introducevano motivi aggiuntivi per la revoca del governatore della banca centrale rispetto a quelli sanciti dallo Statuto del SEBC. La legge bulgara del 16 ottobre 2008 relativa alla prevenzione dei conflitti di interesse e alla loro comunicazione al pubblico dispone che la non osservanza delle sue disposizioni e l'esistenza di un conflitto di interessi costituiscono motivi per sollevare dall'incarico i funzionari pubblici, compreso il governatore, i vicegovernatori e i membri del consiglio direttivo della Българска народна

банка (Banca nazionale di Bulgaria). La legge cipriota impone restrizioni relativamente a talune attività e vantaggi economici, il cui mancato rispetto da parte del governatore della banca centrale è motivo di revoca. Se consultata, la BCE avrebbe espresso critiche sostanziali sulla conformità di queste disposizioni con l'articolo 14.2 dello Statuto del SEBC.

La BCE non è stata consultata dalle autorità francesi su due emendamenti al progetto di legge relativo alla modernizzazione dell'economia, i quali hanno semplificato ulteriormente lo statuto della Banque de France, ad esempio abolendo il comitato monetario del consiglio generale e trasferendo al governatore la competenza per recepire gli indirizzi della BCE. La BCE, che peraltro non si sarebbe opposta a queste modifiche istituzionali, avrebbe dovuto essere consultata nella misura in cui le disposizioni concernono la Banque de France.

Le autorità olandesi hanno omesso di consultare la BCE sulla legge che modifica la legislazione in materia di vigilanza finanziaria. La legge dispone che in circostanze eccezionali De Nederlandsche Bank e l'Autoriteit Financiële Markten possono adottare regole temporanee per promuovere la stabilità del settore finanziario. In una lettera al ministro delle finanze olandese, la BCE ha fatto rimarcare che il suo parere doveva essere richiesto, poiché il disegno di legge riguardava una BCN e prevedeva regole applicabili alle istituzioni finanziarie che influivano sostanzialmente sulla stabilità di queste ultime e del mercato.

La BCE non è stata consultata dalle autorità portoghesi su tre atti legali adottati nel contesto delle turbolenze finanziarie. Il primo conferiva al Banco de Portugal funzioni aggiuntive, quali valutare le richieste di aumento di fondi propri presentate dalle istituzioni creditizie e sorvegliare il rispetto dei piani di ricapitalizzazione. Gli altri due atti attribuivano allo Stato portoghese un ruolo di garante nel finanziamento alle istituzioni

⁵¹ Per informazioni più dettagliate, cfr. il capitolo 5.

⁵² CON/2008/23, CON/2008/25 e CON/2008/27.

creditizie con sede legale in Portogallo, mentre il Banco de Portugal diventava una delle autorità competenti per esaminare le richieste di fondi e vigilare sulla attivazione delle garanzie statali. Dato che la legislazione adottata riguardava una BCN e stabiliva regole applicabili alle istituzioni finanziarie che influiscono significativamente sulla stabilità di queste ultime e del mercato, il parere della BCE doveva essere richiesto.

La BCE non è stata consultata dalle autorità rumene su un progetto legislativo che recepisce nell'ordinamento nazionale la Direttiva 2006/43/CE relativa alla revisione obbligatoria dei conti annuali e dei conti consolidati. Pur trattandosi del recepimento di una direttiva comunitaria, la BCE avrebbe dovuto essere consultata dato che le disposizioni riguardano la Banca Națională a României.

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 2008 la BCE ha ricevuto una somma a titolo di capitale da parte di creditori nei confronti della Comunità, e ha versato l'importo del prestito al paese debitore (l'Ungheria). Al 31 dicembre 2008 l'ammontare totale dei prestiti comunitari in essere a favore dell'Ungheria era pari a 2 miliardi di euro (a titolo di raffronto, a fine 2007 non si erano registrati saldi residui).

6.4 SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel corso del 2008 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi in applicazione del quadro di riferimento introdotto nel 2005 per

la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti dell'Eurosistema. I servizi, destinati a banche centrali, autorità monetarie, agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro e organizzazioni internazionali, sono offerti da singole banche centrali dell'Eurosistema (*Eurosystem service providers*) sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato, mentre la BCE svolge un ruolo di coordinamento, garantendo l'ordinato funzionamento di tale assetto. Il numero dei clienti che hanno usufruito di tali servizi dell'Eurosistema nel 2008 è rimasto stabile rispetto all'anno precedente. Per quanto concerne i servizi stessi, si è registrato un notevole incremento delle disponibilità liquide totali e delle consistenze in titoli detenute dai clienti, specialmente nella seconda parte dell'anno. A seguito di un'indagine condotta nel 2007, che aveva confermato la generale soddisfazione della clientela, l'Eurosistema ha avviato nel 2008 dei lavori volti a potenziare la gamma e la qualità dei servizi disponibili.



Riunione addestrativa per cassieri, tenutasi ad Helsinki nel settembre 2001 presso la Suomen Pankki - Finlands Bank

**L'INGRESSO
DELLA SLOVACCHIA
NELL'AREA DELL'EURO**

I ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI IN SLOVACCHIA

L'8 luglio 2008 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione che consentiva l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro dal 1° gennaio 2009, portando da 15 a 16 i paesi appartenenti all'area dell'euro. La decisione del Consiglio si è basata sui rapporti sulla convergenza preparati dalla BCE e dalla Commissione europea nel maggio 2008 e ha fatto seguito alle discussioni del Consiglio dell'UE riunito nella composizione dei capi di Stato o di governo, a un parere del Parlamento europeo e a una proposta della Commissione europea. Nella stessa data il Consiglio Ecofin ha adottato un regolamento che fissa irrevocabilmente il tasso di conversione della corona slovacca nei confronti dell'euro a 30,1260, corrispondente alla parità centrale degli AEC II al momento della decisione. Lo stesso giorno la corona slovacca veniva scambiata a livelli prossimi alla parità. Dal 28 novembre 2005, data di adesione agli AEC II, la corona slovacca è stata rivalutata

due volte rispetto all'euro: dell'8,5 per cento nel marzo 2007 e del 17,6472 per cento nel maggio 2008.

Negli ultimi anni l'economia slovacca è cresciuta a tassi molto elevati, dopo un periodo di debole espansione (al di sotto del 2 per cento) alla fine degli anni novanta. L'accelerazione della crescita negli ultimi dieci anni è stata sostenuta da profonde riforme strutturali e dal conseguente consistente afflusso di capitali esteri. Nel 2007 l'incremento del PIL in termini reali ha toccato un valore massimo superiore al 10 per cento, seguito nel 2008 da un tasso più contenuto del 6,4 per cento (cfr. tavola 13). I risultati economici ottenuti dalla Slovacchia negli ultimi anni sono strettamente correlati al significativo miglioramento della sua capacità produttiva, in particolare nel comparto industriale. La maggior parte dei nuovi impianti, concentrati nei settori automobilistico ed elettronico, è orientata alle

Tavola 13 Principali indicatori economici per la Slovacchia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Crescita del PIL in termini reali	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali (in punti percentuali)</i>										
Domanda interna incluse le scorte	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Esportazioni nette	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
Inflazione misurata sullo IAPC ¹⁾	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Redditi per occupato	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
CLUP nominale per l'intera economia	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Saldo di conto corrente e conto capitale (in perc. del PIL)	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Occupazione totale	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) ¹⁾	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Rendimento a lungo termine dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) ¹⁾	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Tasso di cambio nei confronti dell'euro ^{1),2)}	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Media dei valori del periodo.

2) Corone slovacche per euro.

esportazioni. Quanto al contesto esterno, la Slovacchia ha registrato disavanzi significativi del saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale per gran parte dell'ultimo decennio. Tali disavanzi tuttavia sono stati coperti in larga misura da flussi di investimenti diretti esteri, mentre i flussi creatori di debito hanno avuto solo un ruolo secondario. Nella prima metà del decennio i grandi progetti di investimento hanno determinato inizialmente un lieve peggioramento dei saldi del conto corrente e del conto capitale, soprattutto in seguito all'importazione di nuove tecnologie. Questo effetto tuttavia è stato di breve durata, in quanto il significativo miglioramento della capacità di esportazione dell'industria ha contribuito a ridurre tali disavanzi. Negli ultimi cinque anni il disavanzo del conto corrente e del conto capitale è stato pari in media al 5,5 per cento del PIL.

Negli ultimi dieci anni l'andamento dell'inflazione in Slovacchia ha mostrato una certa volatilità, cui hanno contribuito in maniera significativa le variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Dopo un periodo in cui si è mantenuta elevata, l'inflazione misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa gradualmente dal 2004, toccando il minimo dell'1,9 per cento nel 2007, nonostante un temporaneo innalzamento nel 2006. Tale flessione ha fatto seguito all'adozione di un obiettivo di inflazione (*inflation targeting*) da parte della Národná banka Slovenska. Il contenimento dell'inflazione è stato sostenuto dal graduale apprezzamento della corona slovacca sull'euro. Successivamente, l'inflazione ha ripreso a salire, fino a raggiungere il valore massimo del 4,5 per cento nel settembre 2008, rispecchiando in misura significativa l'andamento delle quotazioni mondiali dei prodotti energetici e alimentari. Negli ultimi mesi del 2008, e all'inizio del 2009, in un contesto di marcata flessione dei prezzi delle materie prime a livello mondiale, l'inflazione si è attenuata di nuovo. Nel complesso del 2008 l'inflazione armonizzata si è collocata al 3,9 per cento.

Nonostante taluni significativi miglioramenti, il mercato del lavoro continua a caratterizzarsi per una notevole rigidità strutturale. All'inizio di questo decennio, nonostante una crescita economica relativamente vigorosa, le condizioni del mercato del lavoro non erano migliorate. La situazione è mutata nel 2004, quando sono state introdotte importanti riforme del sistema fiscale, delle prestazioni sociali e del mercato del lavoro, che, insieme al susseguente consistente afflusso di capitali esteri, hanno contribuito alla creazione di numerosi posti di lavoro. Anche il tasso di disoccupazione è calato in seguito all'emigrazione dei lavoratori nazionali dopo l'adesione della Slovacchia all'UE nel maggio 2004. Nonostante tali miglioramenti, il tasso di disoccupazione è rimasto vicino al 10 per cento a causa delle rigidità presenti nel mercato del lavoro. Tali rigidità contribuiscono, in particolare, all'elevato tasso di disoccupazione di lunga durata, alla sfavorevole composizione di competenze tra i disoccupati e alle notevoli disparità tra i mercati del lavoro regionali.

Negli ultimi anni la politica di bilancio ha fornito maggiore sostegno al perseguimento della stabilità dei prezzi in Slovacchia. Partendo da livelli molto elevati, il rapporto tra deficit di bilancio delle amministrazioni pubbliche e PIL è sceso dal 12,3 per cento del PIL nel 2000 al 2,3 nel 2008. La procedura per disavanzo eccessivo, avviata a carico della Slovacchia poco dopo la sua adesione all'UE nel 2004, è stata chiusa nel giugno 2008. Negli ultimi anni anche il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL è calato, dal 50,3 per cento del PIL nel 2000 al 28,8 nel 2008. Tuttavia, i disavanzi di bilancio sono elevati, tenuto conto della vigorosa espansione economica registrata negli ultimi anni. In prospettiva, la Slovacchia deve mantenere il disavanzo di bilancio stabilmente al di sotto del 3 per cento del PIL, attuando misure di risanamento credibili e sostenibili che le consentano anche di raggiungere risultati di bilancio in linea con l'obiettivo di medio termine.

La politica monetaria ha svolto un ruolo fondamentale nella stabilizzazione dell'economia

slovacca. Nell'autunno del 1998 il regime di cambio della corona slovacca è stato fissato con fluttuazione controllata rispetto all'euro dal gennaio 1999, e la Národná banka Slovenska ha adottato come strategia di politica monetaria un obiettivo di inflazione implicito. Il 1° gennaio 2005 la strategia della Národná banka Slovenska è stata modificata, divenendo un regime di *inflation targeting* conforme agli AEC II. La corona slovacca ha aderito agli AEC II il 28 novembre 2005 e la parità centrale rispetto all'euro è stata fissata inizialmente a 38,4550, con una banda di oscillazione standard di ± 15 per cento. Da allora la corona slovacca si è apprezzata in misura significativa e nel corso della partecipazione agli AEC II è stata rivalutata due volte rispetto all'euro grazie al miglioramento dei fondamentali macroeconomici.

Nel quadro della strategia di *inflation targeting* perseguita fra il 2005 e il 2008, la politica monetaria della Národná banka Slovenska è stata orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Di conseguenza, le crescenti spinte inflazionistiche che hanno iniziato a emergere verso la fine del 2005 hanno segnato l'inizio di un periodo di restrizione monetaria. La Národná banka Slovenska ha innalzato in più fasi il tasso di riferimento, per complessivi 175 punti base, fino al 4,75 per cento nel settembre 2006. La successiva stabilizzazione dell'inflazione e il preciso impegno del nuovo governo in carica, di rispettare il programma originario per l'adozione dell'euro, hanno contribuito a superare questo breve episodio di instabilità economica. Inoltre, la rinnovata fiducia nei piani per l'adozione dell'euro e la solidità degli andamenti macroeconomici hanno sostenuto il tasso di cambio della corona slovacca, che ha iniziato ad apprezzarsi gradualmente sull'euro. Nel 2007 la Národná banka Slovenska ha iniziato una manovra di allentamento monetario, riducendo in due fasi il tasso di riferimento, per complessivi 50 punti base, al 4,25 per cento. Alla luce delle previste adozioni dell'euro, la Národná banka Slovenska

ha seguito dall'ottobre 2008 le decisioni della BCE sul tasso di interesse, riducendo in tre fasi il tasso sui pronti contro termine per un totale di 175 punti base, al 2,5 per cento. I tassi di interesse del mercato monetario della Slovacchia hanno evidenziato andamenti sostanzialmente in linea con il tasso di riferimento della banca centrale. A causa dell'eccesso di liquidità nel settore bancario della Slovacchia, i tassi del mercato monetario sono rimasti al di sotto di quelli nell'area dell'euro negli ultimi mesi del 2008. Negli ultimi anni i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine sono calati, riflettendo la notevole fiducia dei mercati nell'evoluzione economica del paese.

Dopo l'adozione dell'euro, la Slovacchia non può più beneficiare di una valuta che, apprezzandosi nei confronti dell'euro, contribuiva nel passato a contenere l'inflazione. Le autorità sono quindi tenute a perseguire politiche economiche ambiziose su tutti i fronti. L'obiettivo prioritario è conseguire un livello più elevato di convergenza economica sostenibile. A tale riguardo, è necessario preservare un contesto di bassa inflazione. In particolare, l'attuazione rigorosa e credibile di politiche di bilancio in linea con gli impegni del Patto di stabilità e crescita è fondamentale per contenere le spinte inflazionistiche. Nonostante il recente rallentamento dell'attività economica, le autorità devono continuare a evitare disavanzi di bilancio eccessivi e procedere con il risanamento dei conti pubblici per raggiungere quanto prima gli obiettivi di bilancio a medio termine. La Slovacchia deve compiere ulteriori sforzi per rafforzare la competitività esterna e la capacità di ripresa dell'economia. Il funzionamento del mercato del lavoro nazionale deve essere ancora migliorato ed è necessario un maggiore impegno per contrastare l'alto livello di disoccupazione strutturale. È necessario inoltre migliorare il contesto in cui operano le imprese, al fine di promuovere la crescita della produttività e preservare l'attrattiva del paese per i capitali esteri.

LE IMPLICAZIONI STATISTICHE DELL'ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO ALLA SLOVACCHIA

Con l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro dal 1° gennaio 2009, si è presentata per la quarta volta la necessità di modificare le serie statistiche relative all'area dell'euro al fine di tenere conto del nuovo paese membro. La predisposizione delle statistiche per l'area dell'euro così allargata è stata effettuata, ove necessario, in collaborazione con la Commissione europea.

L'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro significa che i residenti in questo paese sono diventati residenti nell'area dell'euro. Ciò influisce su quelle informazioni statistiche per le quali gli aggregati dell'area dell'euro non risultano dalla semplice somma dei dati nazionali, come le statistiche monetarie, di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale nei confronti dell'estero, nonché i conti finanziari, in quanto diventa necessario consolidare le transazioni fra i residenti della Slovacchia e quelli del resto dell'area dell'euro.

Dal gennaio 2009 quindi la Slovacchia deve ottemperare a tutti gli obblighi statistici della BCE, fornendo dati nazionali pienamente armonizzati e comparabili¹. Considerati i tempi necessari per la predisposizione delle nuove statistiche, la Národná banka Slovenska e la BCE hanno avviato i lavori preparatori con largo anticipo rispetto all'adesione del paese all'UE. Dopo essere entrata a far parte del SEBC, la Národná banka Slovenska ha intensificato le attività preparatorie volte a soddisfare i requisiti della BCE nell'ambito delle statistiche monetarie, bancarie, di bilancia dei pagamenti, delle finanze pubbliche, dei conti finanziari e di altre statistiche finanziarie. Inoltre, la banca centrale slovacca ha dovuto effettuare i preparativi necessari per l'integrazione delle istituzioni creditizie slovacche nel regime di riserva obbligatoria della BCE e per il soddisfacimento dei necessari requisiti statistici.

Per quanto riguarda i soggetti segnalanti e le BCN degli altri paesi dell'area, l'allargamento ha implicato che da gennaio 2009 essi devono riportare le transazioni (o flussi) e le posizioni nei confronti dei residenti slovacchi fra quelle relative all'area dell'euro, e non più come transazioni e posizioni nei confronti di residenti esterni all'area dell'euro.

In aggiunta, sia la Slovacchia sia gli altri paesi dell'area dell'euro hanno dovuto fornire dati storici con una disaggregazione geografica e settoriale sufficientemente dettagliata, risalenti fino al 2004, anno di adesione della Slovacchia all'UE.

Per quanto concerne la pubblicazione delle statistiche dell'area dell'euro, la BCE offre agli utenti accesso *online* a due banche dati di serie storiche, una contenente tutti i dati disponibili relativi all'area dell'euro nella sua composizione attuale (e cioè inclusa la Slovacchia), l'altra contenente i dati relativi all'area dell'euro nelle sue diverse composizioni, a partire dall'aggregato a undici paesi del 1999.

¹ I requisiti statistici della BCE sono sintetizzati nel documento: *ECB statistics: an overview*, aprile 2008.

2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NELL'Eurosistema

Ai sensi dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la BCE ha esaminato lo statuto della Národná banka Slovenska e la connessa legislazione slovacca per verificarne la conformità con l'articolo 109 del Trattato stesso. Come dichiarato nel Rapporto sulla convergenza del maggio 2008, la BCE ha espresso una valutazione favorevole sulla compatibilità della legislazione slovacca con il Trattato e con lo Statuto del SEBC.

La BCE e la Národná banka Slovenska hanno predisposto una serie di provvedimenti finalizzati ad assicurare l'integrazione della banca centrale slovacca nell'Eurosistema dal 1° gennaio 2009. Il quadro giuridico dell'Eurosistema è stato adeguato a seguito della decisione di abrogare le deroghe nei confronti della Slovacchia, adottata dal Consiglio Ecofin l'8 luglio 2008¹. L'introduzione dell'euro in Slovacchia e l'integrazione della banca centrale nell'Eurosistema hanno inoltre richiesto la modifica di alcune norme slovacche.

Alla fine del 2007 lo statuto della Národná banka Slovenska è stato allineato con le raccomandazioni contenute nei Rapporti sulla convergenza pubblicati dalla BCE nel 2004 e nel 2006. La Slovacchia ha consultato la BCE sulle proposte di modifica allo statuto della propria banca centrale il 20 luglio 2007 e la BCE ha adottato un parere in cui proponeva modifiche che hanno trovato riscontro nella versione finale dello statuto².

La decisione del Consiglio Ecofin dell'8 luglio 2008 ha comportato sia la modifica del Regolamento (CE) n. 974/98 del Consiglio per consentire l'introduzione dell'euro in Slovacchia³ sia l'adozione del Regolamento (CE) n. 694/2008 del Consiglio⁴, che modifica il Regolamento (CE) n. 2866/98, con cui è stato fissato il tasso di conversione irrevocabile tra l'euro e la corona slovacca. Il Consiglio ha consultato la BCE con riguardo a entrambe le proposte di regolamento, sulle quali la BCE ha adottato un parere⁵. La BCE è stata inoltre consultata in merito alla normativa nazionale che definisce il quadro giuridico per l'adozione dell'euro, i sistemi di pagamento e regolamento, le regole di arrotondamento e la circolazione della moneta in Slovacchia⁶.

Per quanto riguarda l'adeguamento della normativa per l'integrazione della Národná banka Slovenska nell'Eurosistema, la BCE ha adottato i provvedimenti necessari a consentire il versamento del capitale residuo e il trasferimento delle riserve in valuta estera alla BCE⁷. Questa ha inoltre rivisto il proprio quadro giuridico introducendo, ove necessario, le modifiche risultanti dall'integrazione della Národná banka Slovenska nell'Eurosistema. Ciò ha comportato un esame delle norme slovacche di recepimento della regolamentazione dell'Eurosistema concernente la politica monetaria e Target2, che ha consentito alle controparti slovacche di partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema dal 2 gennaio 2009. La BCE ha altresì adottato una decisione in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime della BCE in seguito all'introduzione dell'euro in Slovacchia⁸. Infine, l'accordo sugli AEC II⁹ è cessato con riguardo alla Národná banka Slovenska.

- 1 Decisione 2008/608/CE del Consiglio, dell'8 luglio 2008, a norma dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato relativa all'adozione della moneta unica da parte della Slovacchia il 1° gennaio 2009, GU L 195 del 24.7.2008, pag. 24.
- 2 CON/2007/43.
- 3 Regolamento (CE) n. 693/2008 del Consiglio, dell'8 luglio 2008, che modifica il Regolamento (CE) n. 974/98 per quanto concerne l'introduzione dell'euro in Slovacchia, GU L 195 del 24.7.2008, pag. 1.
- 4 Regolamento (CE) n. 694/2008 del Consiglio, dell'8 luglio 2008, che modifica il Regolamento (CE) n. 2866/98 per quanto concerne il tasso di conversione dell'euro per la Slovacchia, GU L 195 del 24.7.2008, pag. 3.
- 5 CON/2008/28.
- 6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 e CON/2008/86.
- 7 Decisione BCE/2008/33, del 31 dicembre 2008, 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 Národná banka Slovenska (GU L 21 del 24.1.2009, pag. 83).
- 8 Decisione BCE/2008/14, del 28 ottobre 2008, in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Slovacchia, GU L 319 del 29.11.2008, pag. 73.
- 9 Accordo dell'8 dicembre 2008, 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 16 del 22.1.2009, pag. 10).

3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA NELL'EUROSISTEMA

A seguito della decisione del Consiglio Ecofin dell'8 luglio 2008 relativa all'adozione dell'euro da parte della Slovacchia il 1° gennaio 2009, la BCE ha predisposto misure di carattere tecnico finalizzate a una piena integrazione della Národná banka Slovenska nell'Eurosistema. In linea con le disposizioni del Trattato, la banca centrale slovacca 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 Národná banka Slovenska nell'Eurosistema hanno riguardato un ampio insieme di questioni, in particolare nei campi della rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria, 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 approfondita degli strumenti, delle procedure e dei sistemi tecnici per l'attuazione delle operazioni di politica monetaria e in cambi.

3.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

L'introduzione dell'euro in Slovacchia, avvenuta il 1° gennaio 2009, ha comportato l'assoggettamento di 26 istituzioni creditizie slovacche, il cui elenco è consultabile nel sito Internet della BCE, agli obblighi di riserva dell'Eurosistema a partire da quella data. L'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro ha modificato solo lievemente le condizioni di liquidità nell'Eurosistema. L'obbligo di riserva per il complesso dell'area è aumentato di meno dello 0,5 per cento (740 milioni di euro). L'impatto netto dei fattori autonomi in Slovacchia, nel periodo compreso tra il 1° e il 20 gennaio 2009, ha comportato un'immissione di liquidità, riducendo il fabbisogno di liquidità del settore bancario dell'intera area, in media, di 7,21 miliardi di euro. Tale effetto si è verificato nonostante stati considerati fattori fra i fattori autonomi le operazioni di politica monetaria

finalizzate all'assorbimento di liquidità effettuate dalla Národná banka Slovenska prima di entrare a far parte dell'area dell'euro (giunte a scadenza tra il 6 e il 13 gennaio 2009), come pure i certificati di debito emessi dalla banca centrale (giunti a scadenza il 20 gennaio) siano. Tenendo conto di tutti questi fattori, l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro ha ridotto il fabbisogno di liquidità complessivo del settore bancario dell'area di 11 miliardi di euro, pressoché equivalenti all'1 per cento del fabbisogno aggregato.

Considerato l'avanzo di liquidità, le controparti slovacche hanno presentato richieste per importi relativamente modesti nelle operazioni di mercato aperto dell'inizio del 2009: un milione di euro nell'operazione di rifinanziamento principale regolata il 14 gennaio e 15 milioni di euro in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre e sei mesi regolate l'8 gennaio.

Al momento dell'ingresso nell'area dell'euro la Národná banka Slovenska ha inoltre adottato il sistema di garanzie dell'Eurosistema e segnalato attività situate in Slovacchia idonee a essere utilizzate nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema dal 1° gennaio 2009 per 17,6 miliardi di euro.

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 Národná banka Slovenska ha versato il 7 per cento della quota sottoscritta del capitale della BCE, come contributo ai costi operativi di quest'ultima. In conformità dell'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e degli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 31 dicembre 2008, la Národná banka Slovenska ha versato la parte restante della quota sottoscritta il 1° gennaio 2009. La quota complessiva sottoscritta ammonta a 39,9 milioni di euro, equivalenti allo 0,6934 per cento del capitale sottoscritto della BCE, pari a 5,761 miliardi di euro al 1° gennaio 2009.

All'inizio del 2009, in conformità degli articoli 30 e 49.1 dello Statuto del SEBC, la Národná banka Slovenska, in base alla propria quota di capitale sottoscritto della BCE, ha trasferito a quest'ultima riserve in valuta per un totale di 443,1 milioni di euro; l'85 per cento di tale contributo è stato versato in attività denominate in dollari statunitensi e il 15 per cento in oro. La Národná banka Slovenska ha optato per condurre le attività operative connesse alla gestione della propria quota delle attività di riserva della BCE in dollari statunitensi su base individuale tramite un portafoglio separato denominato in tale valuta. A seguito del trasferimento di attività di riserva alla BCE, alla Národná banka Slovenska è stato riconosciuto un credito denominato in euro nei confronti della BCE ai sensi dell'articolo 30.3 dello Statuto del SEBC.

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN SLOVACCHIA

GLI ASPETTI LOGISTICI DEL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO

Il 1° gennaio 2009 la Slovacchia ha adottato l'euro come valuta nazionale. Dopo un periodo di doppia circolazione di due settimane, la moneta unica è subentrata a tutti gli effetti alla corona slovacca.

Per assicurare la regolare introduzione delle banconote e delle monete in euro, tutti gli operatori di mercato rilevanti, in particolare il settore bancario, sono stati coinvolti nei preparativi. In base al programma nazionale per la sostituzione del contante, tutte le imprese e il pubblico hanno ricevuto un calendario delle attività previste con largo anticipo rispetto all'*€-Day*. Sulla scorta dell'esperienza maturata nelle operazioni di cambio del segno monetario in Slovenia nel 2007 e a Malta e Cipro nel 2008 il Consiglio direttivo ha adottato un nuovo Indirizzo della BCE in merito a taluni preparativi per la sostituzione del contante in euro e alla consegna anticipata di prima e seconda istanza delle banconote e delle monete in euro al di fuori dell'area dell'euro¹⁰. Tale Indirizzo contempla, ad esempio, la possibilità di ricorrere a procedure molto semplici per la distribuzione anticipata del contante in euro alle microimprese, oltre che alla procedura normale applicata nelle precedenti operazioni di sostituzione del contante. Ciascuna BCN che entra a far parte dell'Eurosistema ha facoltà di decidere se avvalersi o meno delle disposizioni contenute nell'Indirizzo.

In seguito alla decisione adottata dal Consiglio Ecofin l'8 luglio 2008 sull'adozione dell'euro in Slovacchia dal 1° gennaio 2009, la Národná banka Slovenska ha potuto ricevere in prestito dall'Eurosistema le banconote necessarie per la preparazione al *changeover* e per coprire il fabbisogno di biglietti nel 2009. Per ragioni attinenti alla vicinanza geografica e a vantaggi di natura logistica, la consegna per conto dell'Eurosistema dei 196,2 milioni di biglietti necessari, per un valore nominale di 8,3 miliardi di euro, è stata effettuata dalla Oesterreichische Nationalbank.

Per quanto riguarda le monete in euro, il volume iniziale di 499 milioni di pezzi, per un valore nominale di 165,22 milioni di euro, è stato coniato dalla Zecca slovacca di Kremnica.

La consegna anticipata delle monete e delle banconote in euro alle istituzioni finanziarie è iniziata rispettivamente a settembre e ottobre 2008, mentre la consegna anticipata di seconda istanza alle imprese è cominciata a novembre 2008. Inoltre, dal 1° dicembre 2008 la Národná banka Slovenska, le banche e gli uffici postali hanno reso disponibili al pubblico *kit* di avvio, ciascuno contenente monete per un valore nominale di 16,60 euro, che hanno consentito di effettuare pagamenti con importi esatti nelle transazioni al dettaglio, riducendo la quantità di spiccioli necessaria immediatamente dopo il *changeover*.

Le operazioni di consegna anticipata di prima e seconda istanza hanno permesso di protrarre la fornitura delle banconote e delle monete in euro per un periodo più lungo, evitando strozzature nella distribuzione. Gli importi consegnati sono stati utilizzati in larga misura per il tempestivo adeguamento alla moneta unica dei distributori automatici di contante (*automated teller machines*, ATM), che fin dal 1° gennaio 2009 erogavano quasi tutti banconote in euro.

A seguito dell'introduzione della moneta unica in Slovacchia, le BCN dell'area dell'euro hanno effettuato il servizio di cambio delle banconote denominate in corona slovacca al valore di parità con l'euro dal primo giorno lavorativo del 2009 fino al 28 febbraio 2009, a titolo gratuito¹¹. L'ammontare giornaliero massimo previsto era

10 Indirizzo BCE/2008/4 che modifica l'Indirizzo BCE/2006/9 in merito a taluni preparativi per la sostituzione del contante in euro ed in merito alla consegna anticipata e alla consegna anticipata di seconda istanza di banconote e monete in euro al di fuori dell'area dell'euro.

11 L'articolo 52 dello Statuto del SEBC stabilisce che il Consiglio direttivo della BCE adotti tutte le misure necessarie ad assicurare che le banconote denominate in valute con tassi di cambio con l'euro irrevocabilmente fissati siano cambiate dalle BCN dell'area dell'euro al loro rispettivo valore di parità. A tale riguardo, il 24 luglio 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un indirizzo relativo al cambio di queste banconote.

pari a 1.000 euro per ciascun soggetto o operazione. La Národná banka Slovenska continuerà a rimborsare le banconote in corone slovacche per un periodo di tempo illimitato e le monete fino alla fine del 2013.

LA CAMPAGNA INFORMATIVA SULL'INTRODUZIONE DELL'EURO

La BCE ha collaborato da vicino con la Národná banka Slovenska al fine di predisporre una vasta campagna informativa in preparazione dell'introduzione dell'euro in Slovacchia il 1° gennaio 2009.

Il logo "L'euro, la nostra moneta", basato sul logo utilizzato con successo dall'Eurosistema sin dalla campagna informativa sull'euro del 2002, è comparso nelle attività di comunicazione della Národná banka Slovenska connesse al cambio del segno monetario in Slovacchia.

La campagna informativa organizzata dalla BCE e della Národná banka Slovenska aveva l'obiettivo di aiutare i gestori del contante e il grande pubblico ad acquisire 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.

La combinazione di strumenti di comunicazione utilizzata nella campagna ha tenuto conto dell'esperienza acquisita in occasione dei precedenti cambi di segno monetario comprendendo 17 diverse pubblicazioni, tra cui materiali di addestramento per le categorie professionali che operano con il contante. Nel corso del quarto trimestre del 2008 la Národná banka Slovenska ha distribuito più di 7 milioni di copie di varie pubblicazioni, quali un opuscolo informativo destinato al pubblico, *card* per la conversione in euro e altro materiale in quattro lingue. A dicembre 2008 ciascuna famiglia slovacca ha ricevuto una copia dell'opuscolo informativo e due *card* per la conversione in euro. Queste mostravano immagini differenti a seconda dell'angolo di visione. Sul fronte compariva una serie di 28 prezzi in euro e in corone slovacche, mentre sul retro figuravano

le principali caratteristiche di sicurezza della banconota da 20 euro.

Hanno avuto luogo numerosi eventi di comunicazione e relazioni pubbliche, tra cui un seminario della BCE con gli operatori dei mezzi di informazione il 4 settembre 2008, una mostra sulle banconote e sulle monete in euro, inaugurata il 21 settembre 2008 presso la Národná banka Slovenska, una conferenza sull'euro a Bratislava il 22 settembre 2008 e cerimonie di Stato l'8 gennaio 2009.

La BCE ha cofinanziato lo striscione più grande mai prodotto in Slovacchia, che è stato esposto sulla facciata dell'edificio della Národná banka Slovenska a Bratislava. Copie più piccole sono state esibite sugli edifici di ogni filiale della banca centrale in tutto il paese. Più di 100 partner, tra cui principalmente banche e autorità pubbliche, hanno ricevuto accesso ai *file* per la stampa ad alta qualità delle relative pubblicazioni della BCE, che hanno potuto adattare e utilizzare nelle proprie attività di comunicazione.

A seguito di contatti con le associazioni dei non vedenti, la BCE ha predisposto una *talking card* per i cittadini con handicap visivo, contenente un *file* MP3 con una registrazione contenente le informazioni essenziali sulle banconote e sulle monete in euro.



Il 9 maggio 2002 Willem F. Duisenberg riceve ad Acquisgrana il Premio Internazionale Charlemagne conferito all'euro

CAPITOLO 4

LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce alla buona conduzione delle politiche delle autorità nazionali competenti nei settori della vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e della stabilità del sistema finanziario. Inoltre, esso fornisce consulenza a tali 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, ha tra i propri obiettivi la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario¹. Le principali attività in quest'ambito consistono nel monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria e nella valutazione della capacità del sistema finanziario di far fronte agli shock. Particolare attenzione è dedicata alle banche, poiché ancora oggi esse sono i più importanti intermediari di fondi. Nel contempo, la crescente rilevanza dei mercati e delle altre istituzioni finanziarie e i collegamenti esistenti fra questi e le banche richiedono che anche le vulnerabilità di tali componenti del sistema finanziario siano oggetto di monitoraggio da parte del SEBC.

ANDAMENTI CONGIUNTURALI

Le tensioni che hanno caratterizzato il sistema finanziario dell'area dell'euro a partire dal 2007, in conseguenza delle perdite subite dalle istituzioni finanziarie di tutto il mondo sui titoli garantiti dai mutui ipotecari *subprime* statunitensi, si sono ulteriormente intensificate nel 2008. Nel corso dell'anno le banche dell'area dell'euro hanno dovuto far fronte a nuove svalutazioni di attività, a un deterioramento della qualità del credito e a un aumento del costo del credito, nonché a consistenti cali dei proventi da negoziazione. I principali sviluppi e gli insegnamenti che discendono da tali eventi sono esaminati in un'altra sezione del presente Rapporto (cfr. la sezione 2 del capitolo 1), oltre che in altre pubblicazioni della BCE, in particolare nella *Financial Stability Review*.

Al crescere dell'incertezza sulle prospettive economiche mondiali e dei rischi di andamenti sfavorevoli, l'avversione al rischio degli operatori finanziari è aumentata, portando a una caduta dei prezzi di gran parte delle attività finanziarie. Nel corso dell'anno la liquidità del mercato del credito e le condizioni di finanziamento sono nettamente peggiorate e i mercati delle cartolarizzazioni sono divenuti pressoché inattivi. Di fronte alla persistente carenza di liquidità, si sono fatti strada timori più sostanziali riguardo al merito di credito e all'adeguatezza delle dotazioni patrimoniali. In tale contesto, gli investitori e i creditori hanno iniziato a dubitare della capacità di alcune istituzioni finanziarie di far fronte ai propri impegni. Molte tra queste hanno sperimentato crescenti difficoltà nell'accedere al finanziamento a breve termine e ai mercati dei capitali. Alcune delle maggiori istituzioni finanziarie mondiali sono state colpite sia da un declassamento del *rating* sia da bruschi cali delle quotazioni dei loro titoli azionari. Tali sviluppi hanno costretto diverse istituzioni finanziarie dell'area dell'euro e in ambito internazionale a ricorrere al consolidamento o alla ricerca di sostegno addizionale da parte degli azionisti o dei governi. Ciò nonostante, per alcune di esse non è stato possibile evitare la bancarotta.

Agli inizi della crisi finanziaria le banche dell'area dell'euro si trovavano in condizioni di solvibilità abbondantemente al di sopra dei requisiti minimi regolamentari, dopo diversi anni di ottimi risultati reddituali. Sebbene alcune grandi banche dell'area fossero state interessate da forti svalutazioni sui prodotti di credito strutturato e dalle tensioni di mercato che si protraevano da oltre un anno, esse apparivano

¹ Dalla fine del 2004 la BCE pubblica un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro intitolato *Financial Stability Review*. Nel 2008 essa ha pubblicato anche la settima edizione del rapporto *EU banking structures* nonché i seguenti rapporti *ad hoc*: *Commercial property markets*, *The incentive structure of the 'originate and distribute' model*, *Covered bonds in the EU financial system* e *EU banks' liquidity stress testing and contingency funding plans*. Queste pubblicazioni presentano i principali risultati della regolare attività di monitoraggio della struttura e della stabilità del settore bancario da parte del BSC e sono disponibili sul sito Internet della BCE.

ampiamente in grado di far fronte agli andamenti avversi almeno fino a settembre 2008, quando la situazione è sensibilmente peggiorata.

La redditività del capitale delle banche dell'area dell'euro è generalmente calata nella prima metà del 2008, a causa delle perdite registrate a fronte delle valutazioni delle attività a prezzi di mercato. Inoltre sono aumentati significativamente gli accantonamenti a fronte delle svalutazioni di crediti e titoli, mentre gli introiti da commissioni e provvigioni e i proventi da negoziazione sono diminuiti, come riflesso delle difficili condizioni sui mercati dei capitali. Ciò nonostante, nella prima metà del 2008 i coefficienti di capitale regolamentari sono aumentati per effetto della riduzione del grado di leva finanziaria realizzata dalle singole banche attraverso il ridimensionamento delle attività ponderate per il rischio, dei diffusi aumenti di capitale messi in atto nonostante le difficili condizioni operative e, in qualche misura, anche dell'impatto derivante dall'applicazione di Basilea2 e dei filtri prudenziali.

Le prospettive di un ritorno della redditività sui livelli precedenti la crisi non appaiono molto promettenti nel breve termine. Non si possono infatti escludere nuove significative diminuzioni del valore di altri prodotti di finanza strutturata, compresi i titoli garantiti dai prestiti al consumo statunitensi e quelli garantiti da ipoteche residenziali dell'area dell'euro. È probabile che nel 2009 i minori tassi di crescita del credito alle famiglie e alle imprese, la sostanziale interruzione delle attività di cartolarizzazione e il calo degli introiti da commissioni e provvigioni e dei proventi da negoziazione incidano sfavorevolmente sulla *performance* finanziaria delle banche. Queste ultime hanno reagito irrigidendo i criteri di erogazione del credito e riducendo i costi. In tale contesto, l'Eurosistema e i governi dell'area dell'euro hanno lanciato importanti iniziative destinate a migliorare la liquidità del mercato, il clima di fiducia e le dotazioni patrimoniali.

I risultati finanziari delle grandi compagnie di assicurazione dell'area dell'euro sono

peggiorati nella prima metà del 2008 e nella maggioranza dei casi vi è stata una diminuzione dei premi rispetto al corrispondente periodo del 2007. Alla base di tale andamento vi è il calo della domanda di prodotti di assicurazione vita conseguente ai disordini nei mercati azionari e creditizi. Le turbolenze finanziarie e le loro ripercussioni sull'economia reale continueranno a essere fonte di difficoltà per molte compagnie di assicurazione. Inoltre gli assicuratori che offrono servizi bancari o che fanno parte di conglomerati finanziari continuano a risentire delle difficoltà che interessano il settore bancario.

Alla fine di settembre 2008 i rendimenti degli *hedge fund* che operano a livello mondiale risultavano fortemente negativi per la quasi totalità delle strategie di investimento. Alla debole *performance* dei fondi hanno concorso l'andamento estremamente volatile dei prezzi delle attività, la riduzione forzosa del grado di leva finanziaria, le richieste di margini di garanzia e i riscatti da parte degli investitori, nonché i divieti improvvisamente imposti dalle autorità sulle vendite allo scoperto. Benché il settore degli *hedge fund* abbia considerevolmente ridotto il grado di leva finanziaria dopo l'esplosione della crisi, attenuando così la propria vulnerabilità a fronte delle richieste di margini supplementari o del taglio improvviso delle linee di credito bancarie, la sua esposizione al rischio di riscatti da parte degli investitori sembra essere aumentata nel corso del 2008, dal momento che i riscatti tendono a essere collegati alla *performance* dei fondi. In prospettiva, qualora il disinvestimento dagli *hedge fund* dovesse continuare, la possibilità di nuove ingenti svendite di attività da parte del settore potrebbe costituire una minaccia non trascurabile per la stabilità dei mercati finanziari.

ANDAMENTI STRUTTURALI

Le principali tendenze strutturali che caratterizzano il settore bancario dell'UE sono in linea con quelle osservate negli anni passati².

² I dati presentati in questa sezione sono tratti dal rapporto della BCE intitolato *EU banking structures*, che riporta dati aggiornati alla fine del 2007.

È proseguito il processo di consolidamento, che pure ha dato segni di una leggera decelerazione. I quindici paesi membri di più lungo corso mostrano andamenti diversificati mentre in quelli che hanno aderito all'UE nel 2004 il numero di istituti di credito o enti creditizi è rimasto sostanzialmente invariato, con l'eccezione di Cipro dove è in corso un consolidamento del settore delle banche cooperative. Nel complesso, il numero degli istituti di credito nell'UE si è ridotto di 166 unità nel 2007 (da 8.514 a 8.348), a fronte di un calo di 175 unità nell'anno precedente.

Nel contempo, gli istituti di credito nazionali hanno continuato a dominare il panorama bancario dell'UE con una quota di mercato del 71,3 per cento, mentre la parte restante del mercato è risultata equamente suddivisa fra sussidiarie e succursali di istituti esteri. Va sottolineato, tuttavia, che esistono differenze significative fra i vari paesi: nei nuovi Stati membri vi è una predominanza degli istituti di credito esteri, in particolare istituti la cui capogruppo è localizzata in uno dei paesi membri di più lungo corso. È anche degno di nota il fatto che, contrariamente a quanto avvenuto nel 2006, le succursali di istituti di credito esteri operanti nell'UE hanno guadagnato quote di mercato. Ciò è vero in particolare nei paesi che hanno aderito all'UE nel 2004, dove la quota di mercato delle succursali estere è cresciuta di circa 1 punto percentuale, mentre quella delle sussidiarie estere è calata di circa 4 punti.

Per quanto riguarda le fusioni e le acquisizioni, nel 2007 si è registrato un calo del numero totale di operazioni. Tuttavia, le acquisizioni di banche situate al di fuori dell'UE da parte di istituti di credito dell'UE sono aumentate in misura significativa, superando il numero di operazioni interne all'UE degli ultimi tre anni. Il valore totale delle fusioni e acquisizioni è in crescita dal 2003 e nel 2007 ha superato per la seconda volta consecutiva il picco toccato nel 2000. Il grado di concentrazione è aumentato come riflesso, da un lato, del progressivo consolidamento del mercato, dall'altro, della vigorosa crescita di alcuni gruppi bancari dovuta

in parte ad attività di fusione e acquisizione. Va rilevato che i settori bancari dei paesi di minori dimensioni tendono a essere caratterizzati da un grado più elevato di concentrazione, con l'eccezione dell'Austria e del Lussemburgo: nel primo caso, ciò si deve alla forte presenza di casse di risparmio e banche di credito cooperativo, mentre nel secondo a quella di un gran numero di istituti di credito esteri.

Infine, è andata rafforzandosi l'attività di intermediazione bancaria, come segnalato dal fatto che il tasso di crescita del totale attivo degli istituti di credito è stato maggiore di quello del PIL. Tuttavia, nel 2007 il ritmo di crescita (pari al 10,7 per cento) è decelerato a livello di UE rispetto agli anni precedenti (2005: 13,7 per cento, 2006: 11,9 per cento)³. Peraltro, il dato aggregato nasconde forti variazioni: mentre gli Stati membri di più recente adesione hanno registrato una crescita superiore alla media di quasi il 25 per cento in termini nominali, il Regno Unito, il cui settore finanziario rappresenta circa un quarto delle attività bancarie dell'UE, ha registrato un aumento delle attività totali di appena il 2,3 per cento. In considerazione dei cambiamenti strutturali intervenuti nel sistema finanziario e della *performance* negativa dei fondi di investimento e degli *hedge fund*, le banche a prevalente attività commerciale sono destinate ad assumere un ruolo ancora più significativo nell'intermediazione creditizia.

1.2 GLI ACCORDI IN MATERIA DI STABILITÀ FINANZIARIA

Tanto a livello internazionale quanto a livello di UE sono state lanciate iniziative miranti ad affrontare le criticità che la crisi finanziaria ha

³ L'analisi qui condotta si basa esclusivamente su dati di bilancio. La valutazione delle tendenze relative alle attività totali potrebbe essere più accurata qualora fossero disponibili dati di flusso sulle attività cartolarizzate (collocate presso soggetti sia pubblici sia privati). La mancanza di tali dati è meno rilevante per l'analisi dei paesi che hanno aderito all'UE nel 2004, dove la cartolarizzazione non è ancora molto sviluppata. Inoltre, i dati relativi ai paesi esterni all'area dell'euro non tengono conto delle fluttuazioni del tasso di cambio dell'euro nei confronti delle monete locali.

fatto emergere nell'assetto complessivo della stabilità finanziaria.

Nell'aprile del 2008 il Forum per la Stabilità Finanziaria (FSF) ha presentato alcune raccomandazioni volte a rafforzare la capacità di tenuta dei mercati e delle istituzioni. In tale contesto, le autorità sono chiamate a rendere più chiari e solidi i meccanismi nazionali e internazionali per la gestione delle banche in crisi, nonché a rivedere, e ove necessario rafforzare, gli schemi di garanzia dei depositi. Per quanto concerne le procedure di gestione e risoluzione di crisi bancarie *cross-border*, il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (CBVB) ha condotto una rassegna delle prassi nazionali. Al contempo, l'FSF sta elaborando un insieme di principi di alto livello per la gestione delle crisi finanziarie.

Nel maggio del 2008 il Consiglio Ecofin ha aggiornato la tabella di marcia adottata nell'ottobre del 2007 per rafforzare gli accordi in materia di stabilità finanziaria. Coerentemente con quanto previsto dalla tabella, il 1° giugno del 2008 è entrato in vigore il Memorandum d'Intesa sulla stabilità finanziaria internazionale siglato dalle autorità di vigilanza, i ministeri delle finanze e le banche centrali dell'UE⁴. Il BSC – per il tramite di un'apposita *task force* – ha fornito assistenza alle autorità interessate per l'attuazione del Memorandum soprattutto con riguardo al recepimento del quadro analitico comune per la valutazione delle implicazioni sistemiche delle crisi finanziarie. Inoltre, esso ha passato in rassegna i principali dispositivi di gestione delle crisi attualmente vigenti negli Stati membri, contribuendo alle iniziative di revisione degli strumenti a disposizione delle autorità.

Nell'ottobre del 2008 gli Stati membri dell'UE hanno intrapreso una serie di iniziative volte a far sì che le misure di stabilizzazione predisposte a livello nazionale per fronteggiare la crisi finanziaria non producessero effetti negativi di contagio e fossero mantenute le condizioni di parità concorrenziale fra i vari paesi.

In primo luogo, il 7 ottobre il Consiglio Ecofin ha deciso di innalzare a 50.000 euro per almeno

un anno l'importo minimo garantito dall'UE per la tutela dei singoli depositi bancari. A seguito di ciò, il 15 ottobre 2008 la Commissione ha adottato una proposta di emendamento della Direttiva sugli schemi di garanzia dei depositi. È previsto che la Direttiva venga pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale nel marzo del 2009, con le modifiche approvate dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'UE. Essa sancirà un aumento a 50.000 euro della soglia di tutela obbligatoria per singolo depositante entro giugno 2009, per arrivare a 100.000 euro entro la fine del 2010, a meno che la Commissione non sancisca l'inadeguatezza di tale aumento.

In secondo luogo, è stata definita una serie di "principi comuni dell'UE", integrata da linee guida più particolareggiate concordate al vertice di Parigi tra i paesi dell'area dell'euro il 12 ottobre e avallate dai 27 Stati membri in occasione della riunione del Consiglio europeo del 15-16 ottobre. Tali principi specificano, fra l'altro, le caratteristiche comuni agli interventi degli Stati membri, incluse le garanzie da applicare al finanziamento e alla ricapitalizzazione delle banche.

Per quanto riguarda le misure di sostegno a favore di banche solvibili in difetto di liquidità, è stata prevista la possibilità di fornire garanzie pubbliche sulle nuove emissioni bancarie *senior* a medio termine (fino a cinque anni). È stato anche stabilito che i criteri di selezione delle istituzioni finanziarie ammesse a beneficiarne siano non discriminatori e includano le sussidiarie di istituzioni finanziarie straniere aventi un'attività significativa in Stati membri dell'UE. Lo schema di garanzia dovrebbe inoltre essere di importo limitato e non estendersi oltre il 31 dicembre 2009. È importante notare come la dichiarazione di Parigi affermi che i governi dovranno "lavorare in collaborazione con la Banca centrale europea per garantire la coerenza degli interventi deliberati con la gestione della liquidità nell'Eurosistema e la loro compatibilità con il quadro operativo dell'Eurosistema".

4 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>

Quanto agli interventi di ricapitalizzazione, gli Stati membri hanno deciso di mettere a disposizione delle istituzioni finanziarie interessate nuovo capitale di tipo *Tier1*, ad esempio tramite l'acquisizione di azioni privilegiate. Benché si siano impegnati a fornire fondi in volume sufficiente, i governi favoriranno la ricerca di capitali privati.

In occasione della riunione del 15-16 ottobre, il Consiglio europeo ha sottolineato l'importanza dei meccanismi di cooperazione e annunciato l'istituzione di una "cellula di crisi finanziaria", cui partecipa il Presidente della BCE, destinata a migliorare la gestione delle crisi da parte degli Stati membri dell'UE attraverso misure quali allerta informali, condivisione delle informazioni e un meccanismo di valutazione. Il Consiglio ha altresì sottolineato l'importanza di incontri periodici tra le autorità di vigilanza nazionali.

Infine, nel corso della riunione del Consiglio Ecofin del 2 dicembre 2008, particolare enfasi è stata data all'esigenza di istituire quanto prima schemi nazionali a supporto del settore bancario, basati sia sulla concessione di garanzie sia, soprattutto, su operazioni di ricapitalizzazione. È stato quindi chiesto alla Commissione europea di lavorare su questi temi in collaborazione con la BCE.

Allo scopo di migliorare la stabilità del sistema finanziario e garantire condizioni di parità concorrenziale, l'Eurosistema ha formulato raccomandazioni in merito sia alle garanzie governative a favore delle emissioni bancarie sia alla determinazione del prezzo delle ricapitalizzazioni bancarie. Nel dicembre 2008 la Commissione ha adottato una Comunicazione sulla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, che recepisce anche le raccomandazioni della BCE in materia⁵.

Nel febbraio 2009 il Consiglio Ecofin ha stabilito che, al fine di salvaguardare la stabilità del settore bancario, le garanzie governative sul debito bancario e le ricapitalizzazioni potranno essere accompagnate in taluni specifici casi da misure destinate al trattamento delle attività

deteriorate. Tali misure dovranno, comunque, essere coerenti con i principi delineati nell'ottobre 2008, soprattutto con riferimento alla salvaguardia della stabilità finanziaria e al ripristino dell'erogazione del credito all'economia, al mantenimento di condizioni di parità concorrenziale all'interno del Mercato Unico e al contenimento dell'impatto sulle finanze pubbliche. A tale proposito la Commissione, in collaborazione con la BCE, ha fornito linee guida a livello UE.

⁵ La Comunicazione è stata pubblicata nel gennaio 2009 (GU C 10 del 15.01.2009, pagg. 2-10).

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 ASPETTI GENERALI

Terminata la revisione della procedura Lamfalussy⁶ per la regolamentazione e la vigilanza finanziarie, condotta dalla Commissione europea con il contributo dell'Eurosistema, il 2008 è stato dedicato principalmente all'attuazione delle raccomandazioni adottate in materia dal Consiglio Ecofin del dicembre 2007.

In primo luogo, i Comitati di livello 3⁷ hanno emendato i rispettivi statuti al fine di introdurre la possibilità di votazioni a maggioranza qualificata. Sebbene le decisioni dei Comitati non siano vincolanti, i membri che non vi si attengono sono quantomeno tenuti a motivare pubblicamente le proprie decisioni.

In secondo luogo, gli stessi Comitati hanno accresciuto la propria *accountability* mediante la trasmissione dei rispettivi programmi di lavoro annuali alla Commissione europea, al Consiglio dell'UE e al Parlamento europeo, al fine di consentire a tali istituzioni di esprimersi sulle principali priorità e di fornire orientamenti di *policy* in materia di convergenza e cooperazione di vigilanza.

In terzo luogo, gli Stati membri sono stati invitati a inserire una dimensione europea nei mandati delle rispettive autorità di vigilanza nazionali. La BCE ha preso parte ai dibattiti tenuti in seno ai vari comitati europei sulle modalità di attuazione delle raccomandazioni formulate dal Consiglio Ecofin. Il 14 maggio 2008 quest'ultimo ha chiesto alla Commissione di rivedere le Decisioni istitutive dei Comitati di livello 3, al fine di attribuire a questi ultimi compiti specifici di promozione della convergenza e della cooperazione in materia di vigilanza. Il 7 novembre 2008 l'Eurosistema ha adottato un parere sulla revisione della Decisione istitutiva del Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS). La BCE si è espressa, fra l'altro, sull'appropriata suddivisione dei compiti fra CEBS e BSC per quanto riguarda la valutazione dei rischi per il settore bancario dell'UE. Mentre il BSC,

coerentemente con il proprio mandato, si occupa di individuare i principali rischi prudenziali per il sistema finanziario e il settore bancario, il CEBS si concentra sull'identificazione di rischi specifici, sulle valutazioni dei supervisori e sulle possibili risposte sul piano delle politiche.

Oltre a rafforzare la procedura Lamfalussy, le autorità hanno lanciato diverse iniziative concrete a livello internazionale ed europeo, al fine di rispondere alle preoccupazioni di ordine sistemico e valutare i potenziali effetti di lungo periodo delle proposte politiche relative alla revisione dell'attuale assetto regolamentare e di vigilanza. A livello internazionale, l'FSF ha intrapreso un'analisi delle sfide poste alle autorità di regolamentazione e vigilanza dai potenziali effetti prociclici del regime di adeguatezza patrimoniale, dalle prassi di accantonamento per perdite su crediti, dagli schemi di remunerazione e dai metodi di valutazione adottati dalle istituzioni finanziarie.

A livello comunitario, il Presidente della Commissione europea ha istituito nell'ottobre 2008 un gruppo di alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE che, a febbraio 2009, ha formulato raccomandazioni per il rafforzamento degli accordi europei in materia di vigilanza per l'insieme dei settori finanziari⁸. In occasione dell'incontro informale del Consiglio Ecofin tenutosi in data 12-13 settembre è stato creato un gruppo di lavoro, nel quale è rappresentata anche

6 La procedura Lamfalussy è una procedura a quattro livelli per l'approvazione della legislazione nei settori mobiliare, bancario e assicurativo. Per maggiori dettagli, cfr. il rapporto intitolato *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. anche il Rapporto annuale della BCE 2003, pag. 118.

7 Il terzo livello della procedura Lamfalussy è dedicato al rafforzamento della convergenza e della cooperazione nell'ambito della vigilanza. Tre comitati intervengono in questa fase il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS), il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) e il Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*, CEIOPS).

8 http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf

la BCE, con il mandato di valutare la gamma di azioni di *policy* che potrebbero contribuire all'attenuazione delle oscillazioni cicliche insite nelle attività del sistema finanziario. È stato, inoltre, chiesto alla BCE di presentare una relazione periodica sulla potenziale prociclicità dei requisiti patrimoniali come previsto dalla Direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (*Capital Requirements Directive*). A tal fine, la BCE collabora da vicino con il BSC e il CEBS e alla fine del 2008 ha presentato un rapporto preliminare basato su informazioni qualitative fornite dalle autorità competenti, in attesa che siano disponibili le serie di dati delle autorità di vigilanza.

2.2 IL SETTORE BANCARIO

DIRETTIVA SULL'ADEGUATEZZA PATRIMONIALE

La Direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (*Capital Requirements Directive*, CRD) mira a salvaguardare la solidità finanziaria delle banche e delle società di investimento, istituendo una stretta corrispondenza fra i rischi che le stesse sono chiamate a fronteggiare e i requisiti patrimoniali. Nell'ottobre del 2008 la Commissione europea ha adottato una proposta di emendamento di alcune disposizioni della CRD, in modo da tenere in considerazione, tra le altre cose, gli insegnamenti tratti dalla crisi finanziaria. Per quanto riguarda il regime applicabile ai grandi fidi, saranno sottoposte a restrizioni le esposizioni delle banche nei confronti di singole controparti: ciò porterà a delle limitazioni anche per quanto riguarda il mercato interbancario. Saranno, inoltre, introdotti criteri comuni a livello di UE per valutare l'ammissibilità degli strumenti ibridi di capitale, allo scopo di migliorare la qualità dei fondi propri delle banche. Nell'area della gestione dei rischi, gli emendamenti riguardano la gestione del rischio di liquidità e il trattamento dei prodotti cartolarizzati. Sul primo punto, sono state introdotte alcune disposizioni in linea con i lavori attualmente condotti dal CBVB e dal CEBS, mentre per quanto riguarda il secondo aspetto le modifiche apportate intendono accrescere la trasparenza, rafforzare i processi

di gestione dei rischi degli *originator* e degli investitori e realizzare un migliore allineamento degli incentivi lungo le diverse fasi del processo di cartolarizzazione. Infine, la proposta della Commissione prevede l'istituzione di "collegi dei supervisori" per tutte le banche *cross-border*, nonché una migliore definizione del ruolo delle autorità competenti al fine di rafforzare la vigilanza sui gruppi bancari internazionali. La BCE è stata consultata sulla bozza di proposta della Commissione; nel fornire il proprio contributo, essa si è avvalsa del lavoro condotto dal BSC per la predisposizione di due rapporti pubblicati nell'ultimo trimestre del 2008.

In novembre il BSC ha pubblicato un rapporto sulle prove di stress delle banche dell'UE con riferimento al rischio di liquidità e sui piani di emergenza (*contingency funding plans*) delle stesse. Il documento illustra nel dettaglio le tecniche delle prove di stress in materia di liquidità e i piani di emergenza adottati dalle banche: questi variano notevolmente fra le istituzioni dell'UE. Esso analizza altresì l'adeguatezza di tali tecniche e piani con riferimento alla capacità di assorbimento degli shock di liquidità, in particolare durante la crisi finanziaria, giungendo alla conclusione che vi sono margini di miglioramento in entrambe le aree.

In dicembre il BSC ha elaborato un rapporto sul modello *originate-and-distribute* che esamina l'evoluzione del modello nel periodo di crescente popolarità e nel contesto della crisi finanziaria. Il documento illustra la struttura degli incentivi e i conflitti di interesse tra gli operatori che intervengono nel modello e propone alcune soluzioni di mercato e alcuni interventi pubblici che potrebbero svolgere un ruolo importante nel ridurre l'impatto di tali conflitti.

I PRINCIPI CONTABILI

La crisi nei mercati finanziari ha confermato l'importanza dei principi contabili sotto il profilo della stabilità finanziaria. In particolare, sia il Consiglio Ecofin nel suo piano di riforme (*roadmap*) sia l'FSF hanno indicato, fra le aree meritevoli di attenzione, il miglioramento

dell'informativa sulle esposizioni ai prodotti strutturati, il trattamento dei veicoli fuori bilancio e l'uso del *fair value* allorché i mercati divengono inattivi o illiquidi.

Dando seguito alla richiesta dell'FSF, l'International Accounting Standards Board (IASB) ha costituito un *panel* di esperti, cui partecipa anche la BCE, che ha emanato a fine ottobre 2008 un insieme di indirizzi sull'applicazione del *fair value* in caso di inattività dei mercati.

Un'altra questione degna di nota riguarda l'importanza di assicurare condizioni di parità concorrenziale a livello mondiale – e in particolare fra le due sponde dell'Atlantico – con riferimento ai principi contabili. Al riguardo, lo IASB ha adottato alcune decisioni volte ad assicurare la coerenza fra gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e i *Generally Accepted Accounting Principles* statunitensi (US-GAAP) nel campo della riclassificazione delle poste di bilancio. Lo IASB ha anche istituito un gruppo consultivo di alto livello con il compito di contribuire ad assicurare che sulle questioni di rendicontazione contabile messe in luce dalla crisi economica mondiale vi sia un approccio coordinato a livello internazionale. Inoltre, la Commissione europea ha individuato alcune importanti aree di divergenza fra gli IFRS e gli US-GAAP e ha sollecitato gli organismi che elaborano gli standard di contabilità internazionali ad affrontare tali divergenze in via prioritaria. Sulla scorta dei pareri positivi formulati dal Consiglio Ecofin, dal Parlamento europeo e dal Comitato Europeo per i Valori Mobiliari (*European Securities Committee*), il 12 dicembre la Commissione europea ha stabilito che i principi contabili generalmente accettati di Stati Uniti, Giappone, Cina, Canada, Corea del Sud e India debbano essere considerati equivalenti agli IFRS, con decorrenza gennaio 2009. La Commissione ha altresì annunciato che continuerà a monitorare la situazione e che farà rapporto entro il 2011 al più tardi sugli ultimi quattro paesi menzionati. La BCE segue da vicino questi sviluppi.

2.3 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Dallo scoppio della crisi nei mercati finanziari le agenzie di *rating* sono state ampiamente criticate per le valutazioni inizialmente assegnate ai titoli di finanza strutturata in base al convincimento che tali valutazioni non abbiano tenuto pienamente conto dei rischi insiti in questi titoli. Nel rapporto⁹ sul rafforzamento della solidità dei mercati e degli intermediari, pubblicato il 7 aprile 2008, l'FSF ha messo in luce alcuni punti deboli dei modelli e delle metodologie di *rating* e ha raccomandato diverse misure volte a migliorare la qualità del processo di *rating*. Per affrontare tali questioni, il 31 luglio 2008 la Commissione europea ha pubblicato a fini di consultazione una bozza di regolamentazione sulle agenzie di *rating*. Essa stabilisce le condizioni per l'autorizzazione all'attività e per l'operatività delle agenzie, nonché quelle per la vigilanza sul loro operato e mira ad assicurare che le agenzie si conformino a elevati standard di indipendenza, integrità e qualità nello svolgimento delle loro funzioni. L'Eurosistema ha fornito il proprio contributo alla consultazione pubblica il 25 settembre 2008¹⁰, esprimendo un parere sostanzialmente favorevole alla bozza di proposta. L'Eurosistema ha sottolineato che la regolamentazione comunitaria sulle agenzie di *rating* dovrebbe essere finalizzata ad accrescere la trasparenza nell'attribuzione dei *rating* e nella loro verifica, ad assicurare che le disposizioni regolamentari non interferiscano con il contenuto informativo dei *rating* stessi e a salvaguardare l'integrità e l'indipendenza delle agenzie tramite la risoluzione dei conflitti di interesse. L'Eurosistema ha anche avanzato una proposta di assetto europeo di regolamentazione e vigilanza in base al quale le agenzie di *rating* continuerebbero formalmente a rispondere alle autorità nazionali per il rilascio dell'autorizzazione all'attività e per la vigilanza. L'autorizzazione e la vigilanza scaturirebbero, tuttavia, da un processo congiunto di valutazione e sarebbero integrate da un processo congiunto di

⁹ http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf

¹⁰ <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>

supervisione. Il CESR potrebbe svolgere un ruolo di coordinamento fra le autorità nazionali competenti sia per il rilascio dell'autorizzazione all'attività, sia per l'applicazione delle misure di *enforcement*.

Infine, l'Eurosistema ha sottolineato che eventuali accordi di coordinamento per la regolamentazione e la vigilanza sulle agenzie di *rating* dovrebbero contemplare un adeguato livello di coinvolgimento dell'Eurosistema stesso, considerato che quest'ultimo ha già istituito un suo quadro di valutazione del credito nell'ambito del quale l'attività e i risultati delle agenzie di *rating* sono sottoposti a monitoraggio nel contesto dell'attuazione delle operazioni di politica monetaria.

A conclusione della procedura di consultazione pubblica, la Commissione ha pubblicato la proposta di regolamentazione delle agenzie di *rating* nel novembre del 2008.

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema ha un forte interesse verso l'integrazione finanziaria in Europa dal momento che un sistema finanziario ben integrato contribuisce alla trasmissione fluida ed efficace degli impulsi di politica monetaria nell'area dell'euro e ha importanti implicazioni per quanto riguarda la salvaguardia della stabilità finanziaria, che rientra tra i compiti dell'Eurosistema stesso. Inoltre, l'integrazione finanziaria favorisce l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento in titoli. Infine, tale integrazione, che rappresenta un obiettivo prioritario per l'UE, può concorrere a promuovere lo sviluppo del sistema finanziario, aumentando così il potenziale di crescita economica.

L'Eurosistema distingue quattro tipi di attività attraverso le quali contribuisce a potenziare l'integrazione finanziaria europea:

- l'azione di sensibilizzazione sull'importanza dell'integrazione finanziaria e il monitoraggio dello stato di avanzamento di tale processo;
- il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno alle iniziative di coordinamento di tale settore;
- la consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta;
- l'offerta di servizi di banca centrale che favoriscono l'integrazione finanziaria.

Nel corso del 2008 la BCE ha continuato a operare in ciascuno di questi ambiti.

L'AZIONE DI SENSIBILIZZAZIONE E MONITORAGGIO IN MATERIA DI INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Nell'aprile del 2008 la BCE ha pubblicato la seconda edizione del rapporto annuale *Financial integration in Europe*¹¹, con il quale si propone soprattutto di favorire ulteriori progressi nell'integrazione finanziaria europea e di sensibilizzare il pubblico in merito al ruolo di sostegno all'integrazione finanziaria svolto dall'Eurosistema. La prima parte del rapporto presenta l'analisi condotta dalla BCE sullo stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Essa si fonda su una serie di indicatori quantitativi, disponibili anche sul sito

Internet della BCE con cadenza semestrale. Nel 2008 la gamma di indicatori è stata ampliata al fine di includere i dati sull'infrastruttura dei mercati europei. Il rapporto presenta inoltre un'analisi approfondita di specifiche tematiche selezionate per la loro rilevanza ai fini del programma di integrazione finanziaria dell'UE e dei compiti della BCE. Nell'edizione del 2008 gli argomenti trattati sono stati i seguenti: aspetti concettuali e di misurazione dello sviluppo finanziario, l'iniziativa *Short-Term European Paper* (STEP), l'integrazione e lo sviluppo dei mercati dei mutui ipotecari in Europa e l'integrazione delle operazioni di pagamento di elevato ammontare e delle transazioni in titoli. Infine, il rapporto passa in rassegna i contributi forniti dall'Eurosistema nel corso dell'anno per il raggiungimento di un maggior grado di integrazione e di sviluppo dei mercati finanziari in Europa.

Poiché l'integrazione finanziaria ha potenziali implicazioni per lo sviluppo del sistema finanziario e per la crescita economica, le attività della BCE in materia sono strettamente collegate all'analisi più generale da essa condotta sui fattori di supporto al funzionamento dei sistemi finanziari. I lavori in quest'ambito sono proseguiti nel 2008¹², con l'obiettivo di elaborare uno schema concettuale per il monitoraggio e la valutazione periodici delle frizioni nei sistemi finanziari.

Nel 2008 la BCE ha continuato a prendere attivamente parte al *network* di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa, gestito in cooperazione con il *Center for Financial Studies* dell'Università di Francoforte sul Meno. La serie di conferenze del *network*, cui partecipano personalità del mondo accademico, operatori di mercato ed esponenti delle autorità, è proseguita con il coinvolgimento attivo delle BCN. Il *network* nel 2008 ha completato la sua seconda fase, culminata nel

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>

12 Per maggiori dettagli, cfr. la sezione intitolata *Financial development: concepts and measures* del capitolo 2 all'interno di *Financial integration in Europe*, aprile 2008.

suo secondo simposio, dal titolo *Capital markets and financial integration in Europe*, tenutosi a Francoforte in data 13-14 febbraio. La terza fase è stata inaugurata dall'undicesima conferenza del *network*, ospitata dalla *Česká národní banka* a Praga in data 20-21 ottobre 2008 e dedicata allo sviluppo, all'integrazione e agli effetti economici del mercato dei servizi finanziari al dettaglio. Come già negli anni precedenti, anche nel 2008 la BCE ha assegnato nell'ambito del *network* cinque borse di studio *Lamfalussy Fellowships* a giovani ricercatori. Attualmente, le aree prioritarie di indagine del *network* sono le seguenti: a) il ruolo dei sistemi finanziari nella gestione, distribuzione e creazione del rischio; b) l'integrazione e lo sviluppo dei servizi finanziari al dettaglio e la promozione di imprese innovative; c) la modernizzazione e la *governance* finanziarie e l'integrazione del sistema finanziario europeo nei mercati mondiali dei capitali.

IL 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. Tali iniziative godono del sostegno delle autorità pubbliche.

Nel 2008 l'Eurosistema ha continuato a dare pieno appoggio al progetto di area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), che consente agli individui, alle imprese e alle amministrazioni pubbliche di effettuare pagamenti in euro con strumenti diversi dal contante in tutta l'area dell'euro e negli altri paesi aderenti al progetto, a partire da un singolo conto bancario situato in una zona qualsiasi dell'area unica dei pagamenti e utilizzando un unico insieme di strumenti di pagamento, in modo altrettanto semplice, efficiente e sicuro di quanto avviene a livello nazionale. La SEPA rappresenta un passo avanti verso un mercato integrato dei pagamenti in Europa, che apporterà notevoli benefici economici alla collettività. Essa è la logica conseguenza dell'introduzione dell'euro, oggi utilizzato in sedici paesi europei.

Il buon esito del lancio dei bonifici SEPA nel gennaio del 2008 rappresenta la prima pietra miliare del progetto. Da allora, infatti, hanno cominciato a materializzarsi i benefici della SEPA per le banche e, quel che è più importante, per gli utenti finali dei servizi di pagamento. L'Eurosistema ha invitato i gestori delle infrastrutture coinvolte a effettuare periodicamente un'autovalutazione della conformità con gli standard SEPA. La maggior parte dei sistemi di compensazione che trattano bonifici in euro si sono adeguati allo schema per i bonifici SEPA e molti di loro sono passati dall'offerta di sole operazioni nazionali a quella di servizi paneuropei. Tuttavia, come rilevato nel sesto rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA diffuso dall'Eurosistema nel novembre del 2008, il processo di migrazione risulta tuttora troppo lento e dovrebbero essere adottate le misure necessarie a imprimervi un'accelerazione.

Nel gennaio del 2008 è stato anche introdotto il quadro di riferimento SEPA per le carte di pagamento, ma in quest'ambito vi è ancora molto lavoro da svolgere. Tale quadro di riferimento dovrebbe determinare un ampliamento delle possibilità di scelta e migliorare l'efficienza eliminando gradualmente gli ostacoli legali, tecnici e specifici dello schema, favorendo altresì una maggiore concorrenza nei processi di emissione, *acquiring*, accettazione ed elaborazione. Nel 2008 è giunto a buon punto il passaggio a carte munite di *chip* elettronico e numero di identificazione personale (*personal identification number*, PIN), che costituisce un'importante componente della SEPA. Diversi schemi di carte di pagamento si sono adeguati ai requisiti SEPA; non è chiaro, tuttavia, se abbiano tutti realizzato un'effettiva separazione fra le attività di elaborazione e le funzioni di gestione. L'Eurosistema si attende che nei prossimi anni emerga almeno un altro schema europeo di carte di pagamento che risponda ai requisiti da esso stabiliti e a quelli dei possessori di carte, delle banche, dei commercianti e delle autorità per la concorrenza. Nell'aprile 2008 l'Eurosistema ha avviato un dibattito sulla questione con alcune importanti banche europee e altri soggetti

interessati, riscontrando da allora consensi crescenti. Sono in corso numerose iniziative di mercato per la creazione di uno schema di questo tipo, un chiaro segno, secondo l'Eurosistema, che il mercato stesso ne riconosce la necessità.

Sono proseguiti i preparativi per il lancio, il 1° novembre 2009, dello schema di addebito diretto SEPA, con l'adozione di due *Rulebook* contenenti le regole sui servizi fondamentali e su quelli *business-to-business*. Permangono, tuttavia, incertezze che dovranno essere risolte quanto prima, in particolare per quanto riguarda l'applicazione di una commissione di interscambio multilaterale. Al fine di favorire l'avvio tempestivo dell'addebito diretto, nel settembre del 2008 la BCE, in stretta collaborazione con la Commissione europea, ha proposto una soluzione provvisoria che prevede l'applicazione agli addebiti diretti SEPA delle commissioni esistenti. Durante il periodo di transizione, della durata di pochi anni, le banche dovrebbero modificare i propri modelli di *business* e fornire un'informativa adeguata alla clientela. L'Eurosistema ha continuato ad adoperarsi per garantire il lancio tempestivo di questi nuovi servizi di pagamento a livello europeo. In quest'ambito, il sesto rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA indica le aree prioritarie di intervento e incoraggia il proseguimento dei lavori su questo progetto.

In Europa il mercato dei titoli a breve termine ha natura per lo più nazionale. L'iniziativa STEP, portata avanti dagli operatori di mercato sotto gli auspici della Federazione Bancaria Europea e dell'ACI – *The Financial Markets Association*, e sotto la guida dello *STEP Market Committee*, ha colmato le lacune di integrazione finanziaria in questo campo attraverso l'elaborazione di standard e prassi di mercato comunemente concordati, cui gli operatori possono aderire su base volontaria.

L'Eurosistema ha sostenuto l'iniziativa STEP fin dal suo avvio nel 2001, facilitando l'interazione fra gli operatori di mercato, contribuendo alla stesura della *STEP Market Convention* e sensibilizzando il pubblico al

riguardo. Dopo il buon esito del lancio del mercato STEP nel giugno 2006, l'Eurosistema continua a partecipare a tale iniziativa in due modi: da un lato, attraverso la produzione di statistiche sul mercato STEP da parte della BCE e dall'altro attraverso l'assistenza fornita al Segretariato STEP dall'Eurosistema stesso per quanto riguarda il marchio STEP. Tale assistenza ha natura temporanea e cesserà nel giugno del 2010.

Lo *STEP Market Committee* ha avviato un riesame della *STEP Market Convention*, al fine di facilitarne l'applicazione tecnica da parte di un maggior numero di mercati, mantenendone o migliorandone al tempo stesso gli standard. La BCE valuta positivamente tale riesame. In primo luogo, la Convenzione deve essere aggiornata alla luce dell'evoluzione dei mercati. In secondo luogo, la revisione offre l'opportunità di fare il punto sui processi e sulle procedure applicati dall'avvio del mercato STEP nel giugno 2006 e di apportare, all'occorrenza, miglioramenti alla Convenzione.

La BCE pubblica statistiche giornaliere sui rendimenti delle nuove emissioni di titoli STEP denominati in euro, nonché dati sui volumi mensili dei titoli STEP. Nonostante le difficili condizioni di mercato, nel quarto trimestre del 2008 le consistenze totali di titoli di debito STEP risultavano aumentate del 24 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2007.

LA CONSULENZA SULL'ASSETTO LEGISLATIVO E REGOLAMENTARE DEL SISTEMA FINANZIARIO E LA REGOLAMENTAZIONE DIRETTA

L'Eurosistema contribuisce regolarmente allo sviluppo dell'assetto normativo e regolamentare dell'UE, fornendo consulenza sulle principali iniziative di *policy* in atto in quest'ambito.

Nel 2008 le attività relative alla vigilanza finanziaria nell'UE si sono incentrate sul seguito alla revisione della procedura Lamfalussy, cui ha contribuito anche l'Eurosistema (cfr. la sezione 2 di questo capitolo). Inoltre, nell'ambito del ruolo consultivo che le spetta in conformità con l'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, la BCE

fornisce periodicamente il proprio parere sulle proposte legislative della Commissione europea (cfr., anche in questo caso, la sezione 2).

La BCE ha fornito la propria consulenza sulle questioni relative all'integrazione dei sistemi di regolamento in titoli e di pagamento. In particolare, è stata coinvolta da vicino nei lavori collegati al Codice di condotta per la compensazione e il regolamento, finalizzato a promuovere la concorrenza sulla base della trasparenza dei prezzi, della libertà di accesso ai servizi di regolamento e garanzia, dell'interoperabilità e della separazione dei servizi e della contabilità. Poiché il codice è uno strumento di autodisciplina, è stato istituito un meccanismo rigoroso di monitoraggio per garantire che tutte le misure siano attuate correttamente e tempestivamente. Tale meccanismo si avvale dell'opera di revisori esterni e di un gruppo di monitoraggio *ad hoc* costituito dalla Commissione europea, dal CESR e dalla BCE, che nel 2008 si è riunito in quattro occasioni. La BCE e l'Associazione europea delle istituzioni di deposito accentrato dei titoli (*European Central Securities Depositories Association*) hanno condotto un'analisi sulla trasparenza dei prezzi, formulando alcuni suggerimenti per migliorare la confrontabilità tra i prezzi.

Dal momento che il fine ultimo del Codice è quello di assicurare la libertà di scelta, esso deve essere accompagnato dalla rimozione completa delle "barriere Giovannini" (così chiamate dal nome del gruppo che nel 2001 le ha individuate), che ostacolano una compensazione e un regolamento efficienti e che derivano dall'eterogeneità degli standard tecnici e delle prassi operative, dall'incertezza giuridica e dalle differenze nelle procedure fiscali. La BCE ha continuato a prendere parte al *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group* (CESAME), che si occupa della rimozione della prima serie di barriere, e al *Legal Certainty Group*, che nell'agosto del 2008 ha presentato quindici raccomandazioni volte a eliminare le barriere giuridiche collegate alla post-negoziazione.

Poiché l'armonizzazione dell'assetto giuridico europeo è alla base della SEPA, l'Eurosistema si interessa attivamente alla legislazione comunitaria in quest'ambito. La Direttiva sui servizi di pagamento¹³ è stata ufficialmente adottata nel novembre 2007. Secondo la Commissione europea, i lavori di recepimento della Direttiva da parte degli Stati membri, per cui è previsto il termine ultimo del 1° novembre 2009, sono a buon punto. La BCE partecipa al gruppo di lavoro istituito dalla Commissione per il recepimento della Direttiva. Anche la revisione del Regolamento (CE) n. 2560/2001 sui pagamenti transfrontalieri in euro¹⁴ ha importanti implicazioni per la SEPA, in particolare per gli addebiti diretti. È ampiamente riconosciuto che tale Regolamento è stato il motore che ha portato il settore bancario a decidere di avviare i lavori per la creazione della SEPA nel 2002. La proposta della Commissione¹⁵ mira ad adeguare il Regolamento alla situazione attuale in materia di pagamenti, ad esempio estendendolo alle operazioni di addebito diretto. Ciò significa che i prezzi delle operazioni transfrontaliere di addebito diretto SEPA non potranno superare quelli delle corrispondenti operazioni nazionali. La BCE è stata coinvolta nei lavori di predisposizione della proposta di regolamento della Commissione e ha pubblicato un parere al riguardo¹⁶.

La BCE ha, inoltre, partecipato ai preparativi condotti dalla Commissione in vista della revisione della Direttiva sulla moneta elettronica, che definisce il quadro giuridico di riferimento per le attività degli istituti di moneta elettronica¹⁷.

13 Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 novembre 2007 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica alle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE.

14 Regolamento (CE) n. 2560/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 dicembre 2001 relativo ai pagamenti transfrontalieri in euro.

15 Cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm

16 Parere concernente una proposta di regolamento relativo ai pagamenti transfrontalieri nella Comunità (CON/2009/1).

17 Cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm

Secondo la Commissione, la diffusione e l'uso degli strumenti di moneta elettronica sono inferiori alle previsioni, e sarebbe quindi opportuna una revisione della Direttiva. Dal punto di vista della BCE, tale revisione è da considerare con favore; tuttavia, alcuni aspetti della proposta della Commissione destano preoccupazione, in particolare per quanto riguarda l'assetto prudenziale e la natura giuridica degli istituti di moneta elettronica¹⁸.

L'OFFERTA DI SERVIZI DI BANCA CENTRALE CHE PROMUOVONO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Target2, il sistema di seconda generazione dell'Eurosistema per i pagamenti di importo rilevante, è stato avviato con successo il 19 novembre 2007 e a partire dal 19 maggio 2008 ha completamente sostituito la piattaforma Target di prima generazione. Il nuovo sistema mira a fornire ai mercati monetari e finanziari in euro un meccanismo efficace e sicuro per il regolamento in tempo reale dei pagamenti in euro in moneta di banca centrale. Con Target2 l'Eurosistema ha dato un contributo decisivo all'integrazione finanziaria europea: infatti, si tratta della prima infrastruttura di mercato completamente integrata e armonizzata a livello europeo, in grado di porre rimedio alla frammentazione che caratterizzava la gestione della liquidità di banca centrale e l'esecuzione dei pagamenti di importo rilevante. Le caratteristiche del nuovo sistema hanno consentito e anche incoraggiato cambiamenti organizzativi da parte degli istituti di credito operanti in più paesi europei, permettendo loro di razionalizzare le funzioni di *back-office* e di consolidare la gestione della liquidità in euro (cfr. la sezione 2.1 del capitolo 2).

Inoltre, l'Eurosistema e gli operatori di mercato hanno proseguito i lavori relativi al progetto *Target2-Securities* (T2S), una piattaforma multivalutaria destinata ai depositari centrali di titoli europei per il regolamento delle operazioni in titoli in moneta di banca centrale. Il 17 luglio 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di dare avvio al progetto T2S e di affidarne lo sviluppo e la gestione a Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de

France e Banca d'Italia. Grazie all'offerta di servizi armonizzati di regolamento in euro e in altre valute, senza frontiere e neutrali, T2S permetterà di compiere un importante passo in avanti verso la realizzazione di un mercato mobiliare integrato e contribuirà in modo significativo all'integrazione finanziaria europea (cfr. la sezione 2.2 del capitolo 2).

Infine, nel settore della gestione delle garanzie, il Consiglio direttivo ha deciso nel luglio del 2008 di realizzare una piattaforma unica condivisibile dalle BCN dell'area dell'euro (CCBM2), allo scopo di consolidare e accrescere l'efficienza dei sistemi interni dell'Eurosistema e di migliorare la gestione della liquidità e delle garanzie da parte delle controparti. Il Consiglio ha incaricato la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e De Nederlandsche Bank di sviluppare e gestire la piattaforma per conto dell'Eurosistema. I lavori di predisposizione della piattaforma vengono condotti in stretta collaborazione con gli operatori di mercato (cfr. la sezione 2.3 del capitolo 2).

¹⁸ Parere relativo a una proposta di direttiva sull'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica (CON/2008/84).

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO

I sistemi di pagamento e quelli di compensazione e regolamento dei titoli sono infrastrutture fondamentali, necessarie al corretto funzionamento delle economie di mercato. Essi sono indispensabili per l'efficiente fluire dei pagamenti a fronte di beni, servizi e attività finanziarie, e il loro regolare funzionamento è di primaria importanza per l'attuazione della politica monetaria della banca centrale e il mantenimento della stabilità e della fiducia nella moneta, nel sistema finanziario e nell'economia in generale.

Attraverso la sua attività di sorveglianza l'Eurosistema mira a garantire la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di pagamento e di regolamento dei titoli e delle controparti centrali operanti in euro utilizzando, fra l'altro, standard e requisiti minimi. In particolare, l'attività di sorveglianza è finalizzata al mantenimento della stabilità sistemica del sistema dei pagamenti tramite il contenimento dell'esposizione al rischio sistemico. A questo proposito, le autorità di sorveglianza si occupano in genere sia dei singoli sistemi di pagamento e regolamento dei titoli, sia – considerate le interdipendenze fra questi sistemi – dell'infrastruttura di mercato nel suo complesso. Infine, anche gli strumenti di pagamento rientrano nell'ambito della sorveglianza dell'Eurosistema, la quale ha l'obiettivo di garantirne soprattutto la sicurezza e l'efficienza.

Il Trattato conferisce all'Eurosistema responsabilità in materia di sorveglianza. Ai fini dell'efficacia e dell'efficienza dell'attività di sorveglianza, la BCE e le BCN dell'Eurosistema svolgono i compiti connessi con tale funzione in modo da permettere all'Eurosistema stesso di trarre vantaggio dalla propria struttura decentrata, garantendo al medesimo tempo il coordinamento delle attività di sorveglianza e l'applicazione uniforme delle politiche in materia. Nella formulazione delle politiche e dei requisiti per l'attività di sorveglianza l'Eurosistema si ispira a principi riconosciuti a livello internazionale, adeguandoli all'occorrenza alle condizioni e alle esigenze specifiche dell'Eurosistema.

4.1 I SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE E I FORNITORI DI SERVIZI DI INFRASTRUTTURA

L'azione di sorveglianza dell'Eurosistema riguarda tutti i sistemi di pagamento di importo rilevante che trattano operazioni in euro, compresi quelli gestiti dallo stesso Eurosistema, e per tutti questi sistemi si fonda sui medesimi principi, ossia i *Principi fondamentali per 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. Essi sono integrati dalle aspettative dell'Eurosistema in materia di continuità operativa per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, adottate dal Consiglio direttivo nel 2006 e alle quali tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica nell'area dell'euro sono tenuti a conformarsi entro il giugno del 2009.

Le più importanti infrastrutture di pagamento per le transazioni denominate in euro (Target2, Euro 1 e CLS), i fornitori di servizi di infrastruttura (come SWIFT) e le infrastrutture di compensazione e regolamento dei titoli hanno superato bene le difficoltà derivanti dalle turbolenze di mercato che hanno segnato anche il 2008. Per quanto riguarda l'attività di sorveglianza, gli eventi dell'anno in rassegna hanno fornito vari insegnamenti, non ultimo l'importanza di un'adeguata capacità di gestione da parte della funzione operativa e dell'esistenza di meccanismi consolidati di comunicazione in situazione di crisi fra le autorità di sorveglianza, le altre autorità interessate e i fornitori delle infrastrutture di mercato.

TARGET2

Il passaggio graduale da Target a Target2, iniziato nel novembre del 2007, è stato completato in maniera ordinata e nel rispetto delle scadenze il 19 maggio 2008, con la connessione a Target2 del terzo e ultimo gruppo di banche nazionali. Tutte le attività di sorveglianza su Target2 si svolgono sotto la guida e il coordinamento della BCE, la quale opera in stretta collaborazione

con le BCN partecipanti. Queste ultime sono incaricate della sorveglianza sulle componenti locali del sistema e contribuiscono alla sorveglianza delle componenti centrali su base volontaria.

Agli inizi del 2007, allorché Target2 era ancora in fase di sviluppo, le autorità competenti per la sorveglianza sul sistema hanno avviato una valutazione esaustiva del progetto Target2 rispetto ai *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica* e alle aspettative dell'Eurosistema in materia di continuità operativa dei sistemi di pagamento di importanza sistemica. I risultati preliminari della valutazione sono stati incoraggianti e, alla fine del 2007, le autorità competenti per la sorveglianza su Target2 sono giunte alla conclusione che il sistema sarebbe risultato con tutta probabilità conforme all'insieme dei Principi fondamentali applicabili, a condizione che nel corso del 2008 venissero risolte alcune questioni da parte del gestore del sistema sulla base di un programma di azione concordato. Nel novembre del 2008 il gestore ha presentato alle autorità un rapporto che descriveva in dettaglio come erano stati risolti i punti specificati nel programma di azione. Dopo aver passato in rassegna il documento e le azioni intraprese, nel marzo 2009 le autorità di sorveglianza hanno sottoposto agli organi decisionali della BCE un rapporto conclusivo sulla valutazione del progetto Target2. Una versione del rapporto destinata al pubblico sarà resa disponibile prossimamente.

Le autorità di sorveglianza ritengono che Target2 abbia risposto alle aspettative. Soltanto in un'occasione, il 30 giugno 2008, si è verificato un'importante malfunzionamento che ha richiesto particolare attenzione da parte delle autorità e reso necessario il loro intervento. Al riguardo, sono state discusse con il gestore del sistema alcune raccomandazioni prudenziali e sono state adottate delle misure adeguate.

EURO 1

Euro 1 è un importante sistema di pagamento per le operazioni nazionali e transfrontaliere di

importo rilevante in euro fra banche operanti nell'UE. 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 in moneta di banca centrale attraverso il sistema Target2, con la BCE nel ruolo di agente di regolamento. Nel 2008 le attività di sorveglianza sono state dedicate, fra l'altro, alla migrazione verso Target2 del regolamento delle posizioni di fine giornata di Euro 1, completata senza problemi nel maggio 2008, allorché ha cessato di operare il precedente sistema Target.

Il 7 luglio 2008, nel quadro del *Flexible Settlement Capability* (altresi chiamato "ponte di liquidità – *liquidity bridge*"), EBA CLEARING ha introdotto in Euro 1 due ulteriori finestre di distribuzione della liquidità una alle 13:00 e l'altra alle 15:30. Il sistema del *liquidity bridge* agevola l'elaborazione dei pagamenti che verrebbero altrimenti messi in coda nel caso in cui le banche raggiungano i massimali di debito o di credito previsti da Euro 1. Con le due ulteriori finestre di distribuzione della liquidità si intende ridurre i saldi detenuti sui conti pre-regolamento Euro 1 all'interno di Target2 e massimizzare il ricircolo della liquidità fornita in modalità *pre-funding*. La loro introduzione ha ricevuto l'avallo delle autorità di sorveglianza sia nell'ottica di Euro 1 sia in quella di Target2.

IL SISTEMA CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Il sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS) fornisce un servizio multivaluta di regolamento simultaneo – ossia pagamento contro pagamento (*payment-versus-payment*, PVP) – e definitivo delle istruzioni di pagamento collegate alle transazioni in cambi. Grazie al meccanismo PVP, CLS permette di eliminare quasi completamente il rischio di regolamento delle transazioni in cambi, ossia il rischio che una delle controparti, pur avendo adempiuto al pagamento della valuta venduta, non riceva la valuta acquistata.

Al momento del suo lancio nel 2002 CLS offriva servizi in sette importanti valute, fra cui l'euro.

Dopo aver ricevuto l'autorizzazione da parte delle autorità di sorveglianza competenti, nel 2008 CLS ha ampliato al peso messicano e allo shekel israeliano la gamma di valute trattate, che sono così passate a 17. CLS offre inoltre il regolamento di pagamenti monovaluta collegati a una serie limitata di strumenti finanziari, ovvero alle transazioni in derivati di credito negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) e a quelle in contratti di cambio a termine senza obbligo di consegna (*non-deliverable forward*)¹⁹.

CLS è gestito da CLS Bank International, che ha sede a New York ed è di proprietà di banche del settore privato e di altre istituzioni finanziarie. Il Federal Reserve System si fa carico del ruolo di principale autorità di sorveglianza su CLS nell'ambito di un accordo di collaborazione in materia di sorveglianza cui partecipano anche le banche centrali del G10 e quelle delle valute trattate dal sistema. Nel quadro di questo accordo, alla BCE (in stretta cooperazione con le BCN dell'area dell'euro) spetta la responsabilità principale per la sorveglianza sul regolamento delle operazioni in euro.

In termini di valore, CLS rappresenta il maggiore sistema di pagamento per le operazioni nella moneta unica al di fuori dell'area dell'euro. Di conseguenza, per l'Eurosistema è di importanza fondamentale che CLS continui a essere sicuro ed efficiente e a conformarsi ai principi istituzionali dell'Eurosistema stesso²⁰. Nel dicembre 2008 CLS ha regolato in media 473.000 operazioni valutarie al giorno, per un valore medio giornaliero equivalente a 3.300 miliardi di euro²¹. Si tratta di un aumento considerevole in termini di volumi rispetto al dicembre del 2007, quando le operazioni regolate giornalmente erano in media 381.436, per l'equivalente di 2.900 miliardi. Con una quota del 21 per cento circa dei regolamenti totali, l'euro ha continuato a essere la valuta maggiormente trattata dal sistema dopo il dollaro statunitense (44 per cento circa). Il valore medio giornaliero delle operazioni regolate nella moneta unica tramite CLS era pari a 560 miliardi di euro.

Nel 2008 la BRI ha pubblicato un rapporto dal titolo *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*²² sui progressi compiuti nella riduzione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi. Il documento, che contiene i contributi dell'Eurosistema, indica che la strategia di lungo periodo avallata dalle banche centrali del G10 nel 1996 ha permesso di ridurre significativamente il rischio sistemico collegato con le modalità di regolamento delle operazioni in cambi. Tuttavia, vi si rileva altresì che le singole istituzioni, le associazioni di settore e le banche centrali possono e dovrebbero fare di più per affrontare i rischi residui e vegliare affinché non vengano invalidati i progressi già compiuti.

SWIFT

La BCE partecipa insieme alle altre banche centrali del G10 alla sorveglianza cooperativa su SWIFT, per la quale la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique ha il ruolo di principale autorità competente. La sorveglianza su SWIFT è incentrata sugli obiettivi di sicurezza, affidabilità, continuità operativa e capacità di tenuta (*resilience*) dell'infrastruttura. Durante il 2008 il gruppo delle autorità di sorveglianza ha verificato il perseguimento di questi obiettivi da parte di SWIFT valutando il sistema di *governance*, le strutture, i processi, le procedure di gestione dei rischi e i controlli atti a gestire efficacemente i potenziali rischi per il corretto funzionamento delle infrastrutture di mercato che si avvalgono di SWIFT e per la stabilità finanziaria in generale.

Nel 2008 le autorità di sorveglianza hanno dedicato particolare attenzione al progettato

19 Definite come operazioni in cambi a termine "regolate in contante per differenziale", in base alle quali due parti stipulano due operazioni nozionali in cambi e regolano in contante, in una valuta prefissata, la differenza fra queste due operazioni. Il contratto di *non-deliverable forward* non prevede la consegna fisica delle valute di denominazione delle operazioni nozionali.

20 *The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*, BCE, luglio 2007.

21 Il regolamento in contante di ciascuna operazione in cambi consiste di due pagamenti, uno per ogni valuta coinvolta. Pertanto, nel dicembre 2008 CLS ha regolato 236.396 operazioni, per un valore giornaliero equivalente in media a circa 1.650 miliardi di euro.

22 <http://www.bis.org/publ/cps83.htm>

passaggio da parte di SWIFT a un sistema di trasmissione dati multizona. L'attività di SWIFT sarà organizzata in due zone, quella transatlantica e quella europea, allo scopo di accrescere la capacità elaborativa dell'infrastruttura, migliorarne la capacità di tenuta e rispettare i criteri europei di protezione dei dati. Nell'ambito di questo progetto, che sarà attuato in due fasi da concludersi entro il 2010 e il 2013 rispettivamente, verrà stabilito in Europa un nuovo centro operativo globale che si occuperà di entrambe le zone, transatlantica ed europea. I clienti europei saranno automaticamente assegnati alla zona europea e le loro operazioni interne al continente saranno trattate e archiviate in Europa. Le autorità di sorveglianza stanno attualmente analizzando i processi adottati da SWIFT per progettare e introdurre il nuovo sistema, verificando al tempo stesso che si stia prestando la dovuta attenzione a preservare nel tempo la capacità di tenuta e la disponibilità dei servizi SWIFT, che contribuiscono al mantenimento della stabilità finanziaria mondiale.

4.2 I SISTEMI E GLI STRUMENTI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

L'attività di sorveglianza dell'Eurosistema si estende anche ai sistemi e agli strumenti di pagamento al dettaglio. Nel 2008 la BCE ha continuato a vigilare sull'ordinato funzionamento di STEP2, un sistema per i pagamenti al dettaglio transfrontalieri e, in misura crescente, nazionali in euro gestito da EBA CLEARING. Nel corso dell'anno 2008 si è proceduto alla valutazione di vari cambiamenti apportati al sistema, verificandone la conformità con i principi di sorveglianza applicabili.

Il 28 gennaio 2008 EBA CLEARING ha introdotto nell'ambito di STEP2 un servizio di bonifici SEPA che consente di trattare i bonifici in conformità con gli standard SEPA contenuti nel Rulebook redatto dal Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*, EPC). Nel maggio 2008 esso è stato integrato da un ciclo infragiornaliero supplementare per far

fronte alla domanda proveniente dalla migrazione del traffico interno dei paesi dell'area dell'euro al nuovo servizio. Un cambiamento importante del sistema si è avuto l'8 dicembre 2008, quando il regolamento del servizio di bonifici SEPA è passato a Target2. Prima di tale data il regolamento del servizio bonifici era effettuato in Euro 1, come continua ad avvenire oggi per altri servizi STEP2. Queste modifiche non hanno alterato il grado di conformità di STEP2 con i principi di sorveglianza applicabili.

Nel gennaio 2008 il Consiglio direttivo ha approvato l'assetto per la sorveglianza sugli schemi di carte di pagamento operanti nell'area dell'euro, tenuto conto delle osservazioni pervenute durante la consultazione pubblica effettuata nel 2007. Sulla base dei nuovi principi così stabiliti, nel maggio del 2008 l'Eurosistema ha avviato la valutazione degli schemi di carte di pagamento operanti nell'area dell'euro: si tratta di 26 schemi, di cui quattro internazionali che sono esaminati da gruppi di valutazione cooperativa composti da una banca centrale capofila e da altre banche centrali che partecipano su base volontaria²³. Le verifiche di tutti i singoli schemi nazionali e internazionali di carte di pagamento saranno sottoposte a controverifiche da parte di altre autorità in modo da garantire un'applicazione uniforme dei principi di sorveglianza. È prevista la pubblicazione di un rapporto di valutazione complessivo contenente la descrizione dei principali risultati in forma aggregata.

Nel 2008 l'Eurosistema ha iniziato a definire gli assetti di sorveglianza dei nuovi strumenti di pagamento SEPA sviluppati dall'EPC: lo schema per i bonifici introdotto il 28 gennaio 2008 e quello per gli addebiti diretti, previsto per il 2009. Una volta definiti, i documenti relativi dovrebbero essere pubblicati a fini di consultazione.

²³ All'interno dell'Eurosistema, la BCE è l'autorità di sorveglianza avente primaria responsabilità per VISA, American Express e Diners/Discover. Essa prende parte, in qualità di membro del gruppo di valutazione, alla sorveglianza cooperativa su MasterCard, per la quale il ruolo di autorità principale di sorveglianza è affidato alla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

4.3 LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI E IN STRUMENTI DERIVATI

L'Eurosistema è particolarmente interessato all'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli poiché eventuali disfunzioni nei servizi di compensazione, regolamento o custodia degli strumenti stanziati in garanzia potrebbero pregiudicare l'attuazione della politica monetaria, l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e il mantenimento della stabilità finanziaria.

In veste di utilizzatore dei sistemi di regolamento in titoli (SRT), l'Eurosistema verifica la conformità degli SRT nell'area dell'euro, nonché dei collegamenti fra tali SRT, agli standard utente dell'Eurosistema²⁴. Gli SRT e i relativi collegamenti sono considerati idonei ai fini delle operazioni di credito dell'Eurosistema se rispondono agli standard utente, i quali costituiscono altresì la base di riferimento di cui si avvale l'Eurosistema per esaminare gli SRT o i collegamenti di nuova creazione, ovvero le modifiche rilevanti apportate a quelli già considerati idonei.

Nel 2008 sono stati sottoposti a valutazione un nuovo sistema (VP Lux) e un nuovo collegamento indiretto, entrambi risultati conformi agli standard utente dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo ha esaminato altresì l'SRT slovacco in previsione dell'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro il 1° gennaio 2009. L'SRT è stato giudicato conforme agli standard utente e pertanto idoneo a essere utilizzato nelle operazioni di politica monetaria e di credito intragiornaliero dell'Eurosistema. L'Eurosistema ha inoltre intrapreso la prima valutazione complessiva dell'insieme degli SRT e dei collegamenti diretti e indiretti in uso, i cui risultati dovrebbero essere resi noti nella primavera del 2009.

Nel 2008 l'Eurosistema ha preso in esame un nuovo schema per la custodia dei titoli di debito internazionali emessi sotto forma certificata

globale per il tramite di entrambi i sistemi di deposito accentrato internazionali (SDAI), Euroclear Bank (Belgio) e Clearstream Banking Luxembourg. Il nuovo schema, che sarà introdotto entro la metà del 2010, riprenderà i principali principi dello schema *New Global Note* istituito nel 2006 per i titoli di debito al portatore internazionali. Considerato il volume sempre minore di titoli di debito internazionali emessi in forma individuale, non si è ritenuto necessario rivedere la loro struttura di custodia. Si è pertanto deciso di eliminare questi titoli dall'elenco dei titoli stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Al riguardo è stato definito un periodo di transizione con termine il 30 settembre 2010 durante il quale i titoli di questo tipo emessi prima o in quella data continueranno a poter essere stanziati in garanzia fino alla loro scadenza.

LE RACCOMANDAZIONI SEBC-CESR PER LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UNIONE EUROPEA

Nel 2001 il Consiglio direttivo aveva approvato un quadro di cooperazione fra il SEBC e il CESR in materia di sistemi di compensazione e regolamento titoli. Lo stesso anno era stato creato un gruppo di lavoro misto allo scopo di adattare al contesto comunitario le raccomandazioni per gli SRT stilate dal CSPR e dalla *International Organization of Securities Commissions* (raccomandazioni CSPR-IOSCO) e, dopo il 2004, anche quelle relative alle controparti centrali. Nel 2005 i lavori sono stati sospesi in considerazione di tre questioni aperte concernenti l'ambito di applicazione, il contenuto e il fondamento giuridico delle raccomandazioni SEBC-CESR.

Il 3 giugno 2008 il Consiglio Ecofin ha formalmente invitato il SEBC e il CESR a concludere i lavori di adattamento e a finalizzare la bozza del documento *Standards for securities clearing and settlement in the EU* entro l'autunno del 2008, nel rispetto di determinati principi, fra cui: a) il testo approvato avrebbe dovuto

²⁴ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, gennaio 1998.

assumere la forma di raccomandazioni non vincolanti rivolte esclusivamente alle autorità pubbliche e non agli operatori di mercato; b) nel suo ambito di applicazione sarebbero dovuti rientrare i depositari internazionali (SDAI) ma non le banche custodi; c) relativamente ai controlli sui rischi di credito e di liquidità si sarebbe dovuto adottare il parametro accettato dal G10, ossia la nona raccomandazione CFSR-IOSCO per gli SRT.

Conformemente alla richiesta del Consiglio Ecofin, il gruppo di lavoro SEBC-CFSR ha ripreso i lavori e stilato una bozza di raccomandazioni sottoposte a consultazione pubblica dal 23 ottobre 2008 al 23 gennaio 2009. Durante il periodo di consultazione si è tenuta un'udienza pubblica a beneficio degli interessati.

Il Parlamento europeo, la Commissione europea, il CEBS e gli operatori e le associazioni di mercato sono stati coinvolti da vicino nelle diverse fasi di lavoro. L'approvazione finale delle raccomandazioni rivedute da parte del CFSR, del Consiglio direttivo e delle BCN esterne all'area dell'euro dovrebbe avvenire alla fine del primo trimestre del 2009. In parallelo, il CEBS sta conducendo un'analisi volta a determinare in quali aree siano potenzialmente necessarie ulteriori misure per colmare il divario fra le raccomandazioni ESCB-CFSR e la regolamentazione bancaria applicabile a quegli istituti che hanno internalizzato le attività di compensazione e regolamento.

Una volta finalizzate, le raccomandazioni saranno utilizzate dalle banche centrali competenti per la sorveglianza e dalle autorità di regolamentazione mobiliare al fine di salvaguardare tanto la solidità quanto l'efficienza della compensazione e del regolamento titoli nell'UE, nonché di assicurare alle varie infrastrutture condizioni di parità concorrenziale. Le raccomandazioni SEBC-CFSR vanno a integrare il lavoro di altri organismi dell'UE e sono considerate uno dei pilastri delle politiche comunitarie per il settore post-negoziato, alla stregua di *Target2-Securities*, il Codice di condotta per i servizi di

compensazione e regolamento e la rimozione delle barriere Giovannini.

RIDUZIONE DEL RISCHIO DI CONTROPARTE NEI CREDIT DEFAULT SWAPS

Stando ai dati della BRI, nel giugno del 2008 l'importo nozionale dei contratti di *credit default swap* in essere si collocava a 57.000 miliardi di dollari USA, pari all'8 per cento del totale degli strumenti derivati OTC. A seguito delle turbolenze finanziarie del 2008 la necessità di istituire un assetto operativo più solido per favorire l'ordinata processazione delle contrattazioni dei derivati OTC, già rilevata nel marzo 2007 dal CFSR nel rapporto *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, si è fatta più pressante. Il 3 novembre 2008 la BCE ha ospitato un incontro con le parti europee interessate per discutere della creazione di controparti centrali (*central counterparties*, CCP) per i *credit default swaps*. Fra i partecipanti figuravano i potenziali fornitori di servizi di CCP di questo tipo, gli intermediari, gli utenti e le autorità di regolamentazione. L'incontro si è affiancato alle iniziative intraprese in quest'ambito dalla Federal Reserve Bank di New York e dalla Commissione europea. La BCE ha inoltre partecipato al gruppo di lavoro per le questioni di vigilanza, regolamentazione e concorrenza collegate al mercato dei derivati istituito dalla Commissione europea allo scopo di promuovere la stabilità finanziaria. Le parti interessate hanno sottolineato i meriti di poter disporre di più soluzioni e di almeno una soluzione europea. Il 18 dicembre 2008 il Consiglio direttivo ha ribadito l'importanza di rafforzare l'infrastruttura per i derivati OTC e la necessità di disporre di almeno una CCP europea per i derivati creditizi. Considerata la sua potenziale importanza sistemica, la CCP europea dovrebbe essere collocata all'interno dell'area dell'euro.

L'Eurosistema condivide il punto di vista del Forum per la stabilità finanziaria e della Commissione europea sull'importanza di attenuare il rischio di controparte e di accrescere la trasparenza nei mercati dei derivati OTC, in particolare negli ambiti che presentano rilevanza

sistemica (ad esempio quello dei derivati creditizi). La creazione di una CCP per i derivati OTC è vista come una soluzione appropriata dal momento che le CCP, concentrando in un'unica sede le posizioni in essere, permettono di: a) ridurre il rischio di controparte al quale sono esposti gli operatori di mercato e migliorare l'efficienza della gestione dei rischi; b) accrescere l'integrità e la trasparenza del mercato e la disponibilità delle informazioni; c) standardizzare i criteri di valutazione delle esposizioni; d) liberare parte delle attività costituite in garanzia. L'Eurosistema ha annunciato l'intenzione di cooperare con le altre autorità al fine di promuovere al riguardo un'efficace azione collettiva da parte del settore privato. Nel dicembre 2008 il Consiglio Ecofin ha invitato il SEBC e il CESR a modificare le loro raccomandazioni sulle CCP affinché contemplino esplicitamente il rischio collegato con i derivati OTC.

4.4 ALTRE ATTIVITÀ

L'11 luglio 2008 la BCE ha diffuso il rapporto *Payment systems and market infrastructure oversight report 2007*, la prima pubblicazione dedicata alle attività di sorveglianza della BCE, che ha l'obiettivo di informare le autorità pubbliche, gli operatori e i partecipanti alle infrastrutture di mercato e altresì il pubblico più in generale sugli sviluppi intervenuti nell'assetto di riferimento per la sorveglianza nonché sull'attività di sorveglianza di specifici sistemi di pagamento. In futuro, la pubblicazione sarà ampliata e prenderà la forma di un rapporto sulle attività di sorveglianza dell'Eurosistema.

Poiché le infrastrutture di pagamento e di regolamento titoli sono fondamentali per il corretto funzionamento delle economie di mercato, è importante che esse, unitamente ai relativi partecipanti e ai fornitori di servizi, mettano in atto procedure efficienti e efficaci di gestione del rischio e di continuità operativa e rispettino gli standard nazionali e internazionali applicabili. Considerate le numerose interdipendenze esistenti fra le varie infrastrutture di mercato e l'esigenza di assicurare un adeguato scambio delle informazioni

e un elevato livello di comprensione reciproca, la BCE e le BCN dell'UE hanno deciso di promuovere la condivisione delle informazioni sugli standard nazionali e internazionali applicabili alla capacità di tenuta operativa, in particolare quelli relativi alla continuità operativa. Nel febbraio 2008 la BCE ha aperto all'interno del suo sito Internet una pagina dedicata alla continuità operativa delle infrastrutture di mercato²⁵. Essa fornisce agli interessati informazioni sui più recenti standard applicabili alle infrastrutture operanti in Europa, un glossario di termini relativi alla continuità operativa e dati aggiornati sugli ultimi sviluppi europei in questo campo. La pagina web contiene inoltre i link ai siti delle banche centrali e delle altre autorità di regolamentazione (anche al di fuori dell'Europa, come quelle di Stati Uniti, Hong Kong e Giappone) che hanno adottato principi e prassi di mercato analoghi nelle rispettive giurisdizioni.

Allo scopo di assicurare la coerenza terminologica dell'insieme delle pubblicazioni del SEBC in materia di sistemi di pagamento, compensazione e regolamento, il 30 settembre 2008 la BCE ha pubblicato a fini consultivi un glossario di termini relativi alle caratteristiche tecniche dei sistemi nell'UE. I termini sono stati definiti in modo semplice e chiaro, al fine di promuoverne l'utilizzo. La versione definitiva del glossario sarà pubblicata sul sito Internet della BCE.

Infine, la BCE diffonde con cadenza annuale statistiche sui pagamenti e sulla contrattazione, la compensazione e il regolamento titoli. I dati sono disaggregati per paese e, a partire dal 2007, vengono pubblicati esclusivamente in versione elettronica all'interno dello *Statistical Data Warehouse* sul sito Internet della BCE. I dati per il 2007 sono stati resi noti il 26 novembre 2008.

²⁵ La pagina web si trova all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>



Il 22 ottobre 2003, in occasione della cerimonia di commiato, Willem F. Duisenberg consegna a Jean-Claude Trichet la campanella utilizzata nelle riunioni del Consiglio direttivo

CAPITOLO 5

**LE RELAZIONI
EUROPEE
E INTERNAZIONALI**

I LE TEMATICHE EUROPEE

Nel 2008 la BCE ha continuato a tenere contatti regolari con istituzioni e consessi europei, in particolare con il Parlamento europeo (cfr. capitolo 6), il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo e la Commissione europea. 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 2008 il quadro macroeconomico inizialmente positivo ha favorito il miglioramento dei saldi di bilancio di gran parte dei paesi e, di conseguenza, l'abrogazione delle procedure per disavanzo eccessivo di cinque dei sei Stati membri dell'UE che si trovavano in tale situazione alla fine del 2007. Il Consiglio Ecofin ha chiuso le procedure riguardanti la Repubblica Ceca, l'Italia, il Portogallo e la Slovacchia nel giugno 2008 e quella relativa alla Polonia il mese successivo. Per la Slovacchia, ciò ha rimosso un serio ostacolo all'adozione dell'euro nel 2009. La revisione del disavanzo della Grecia relativo al 2007, dal 2,8 al 3,5 per cento del PIL, non ha determinato l'avvio di una procedura nei confronti di tale paese.

Il deterioramento del quadro macroeconomico in corso d'anno e l'impatto della crisi finanziaria sul gettito fiscale hanno tuttavia messo sotto pressione le finanze pubbliche e determinato il riemergere di ampi disavanzi, soprattutto nei paesi vulnerabili a causa dell'insufficiente risanamento ottenuto durante le fasi di congiuntura favorevole. A luglio 2008 il Consiglio Ecofin ha avviato una procedura di disavanzo eccessivo nei confronti del Regno Unito raccomandando a quest'ultimo – ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 7, del Trattato – di

portare il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL entro l'esercizio finanziario 2009-10. La procedura a carico dell'Ungheria è rimasta aperta nel 2008, con un termine ultimo per la correzione del disavanzo entro e non oltre il 2009. In aggiunta, a maggio 2008 la Commissione ha impartito alla Francia una "raccomandazione di politica economica e di bilancio", con la quale la invitava a portare avanti il necessario risanamento dei conti pubblici e a perseguire riforme strutturali. Rispecchiando la necessità di vincolanti regole di bilancio a medio termine e il rischio di un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL, il mese successivo la Commissione ha impartito analoga raccomandazione anche alla Romania.

In maggio l'Eurogruppo ha approvato il quadro di riferimento per le politiche economiche istituito dal Patto di stabilità e crescita. I ministri hanno rilevato che in diversi paesi servirebbero politiche più ambiziose per ottemperare con il disposto nel meccanismo preventivo del Patto e conseguire gli obiettivi previsti dall'accordo di Berlino del 2007, in base al quale gli Stati membri appartenenti all'area dell'euro dovrebbero raggiungere gli obiettivi di bilancio di medio periodo nel 2008 o 2009 e tutti dovrebbero mirare al loro conseguimento al più tardi entro il 2010.

In relazione all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel corso dell'anno e al conseguente calo di fiducia nel settore finanziario, in ottobre il Consiglio Ecofin ha richiamato alla prudenza in materia di conti pubblici con lo scopo di sostenere la fiducia. I ministri hanno ribadito la perdurante adeguatezza del quadro di riferimento offerto dal Patto e l'importanza di una sua applicazione completa. In particolare, gli stabilizzatori automatici dovrebbero contribuire ad attutire gli effetti del rallentamento atteso. Per quanto riguarda la sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche, il Consiglio ha discusso alcune proposte tese a includere nella definizione degli obiettivi di medio termine l'onere per i bilanci pubblici prodotto dall'invecchiamento della popolazione.

LA STRATEGIA DI LISBONA

La strategia di Lisbona – l'ampio programma di riforme dell'UE in campo economico, sociale e ambientale – è entrata in un nuovo ciclo triennale nel 2008, il secondo dal suo riesame del 2005.

Nella primavera 2008 il Consiglio europeo ha confermato gli Orientamenti integrati relativi al ciclo 2005-2008 e sottolineato che il ciclo attuale dovrebbe concentrarsi sul raggiungimento degli obiettivi concordati. Ha inoltre aggiunto raccomandazioni specifiche per ciascuno Stato membro e una linea guida trasversale rivolta ai paesi dell'area dell'euro. La Commissione europea è stata invitata a proseguire nella collaborazione con gli Stati membri allo scopo di definire una metodologia chiara e trasparente per seguire nel tempo e valutare le riforme concordate a Lisbona. Inoltre, per garantire un impegno costante verso l'attuazione delle riforme strutturali, il Consiglio europeo ha invitato la Commissione, il Consiglio UE e i coordinatori nazionali per la strategia di Lisbona ad avviare una riflessione sul futuro di quest'ultima dopo il 2010.

In autunno gli Stati membri hanno presentato i rispettivi programmi nazionali di riforma, che descrivono i progressi finora compiuti nell'attuazione delle strategie di riforma strutturale volte a: garantire la sostenibilità e la qualità delle finanze pubbliche; migliorare il quadro normativo per le imprese; accrescere gli investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione; introdurre misure per promuovere la partecipazione alla forza lavoro e accrescere la flessibilità del mercato del lavoro. Alla fine del 2008 la Commissione europea ha pubblicato la sua prima valutazione dell'attuazione del Programma comunitario di Lisbona 2008-2010, un documento adottato a fine 2007 che riporta tutte le azioni da intraprendere a livello dell'UE a complemento dei programmi nazionali di riforma. La Commissione ha inoltre suggerito misure aggiuntive per rafforzare la strategia di Lisbona nel contesto del Piano di ripresa dell'economia europea¹.

La BCE ha più volte ribadito l'importanza di riforme strutturali volte a incrementare la crescita e l'occupazione. In particolare, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero attuare riforme

di ampio respiro per promuovere l'ordinato funzionamento dell'UEM.

ANDAMENTI DEI MERCATI FINANZIARI E INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Le politiche perseguite dall'UE nel 2008 sui mercati finanziari sono state in larga misura determinate dalla crisi del settore. Nella seconda metà del 2007 il Consiglio UE aveva adottato tre tabelle di marcia (*roadmap*) in risposta alle turbolenze emerse nei suddetti mercati nell'agosto di quell'anno. Le tre *roadmap* specificavano le misure necessarie per: 1) reagire alle turbolenze; 2) rafforzare gli accordi UE in materia di stabilità finanziaria; 3) rivedere il processo Lamfalussy per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria.

Nel corso del 2008 sono stati compiuti notevoli progressi su tutti e tre i fronti. Con riferimento al primo, la Commissione europea ha pubblicato in luglio i suoi suggerimenti circa le condizioni per l'autorizzazione, l'operatività e la vigilanza delle agenzie di *rating* e ha presentato in ottobre una proposta di modifica della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (maggiori dettagli sono forniti nella sezione 2 del capitolo 4). Per quanto concerne la seconda *roadmap*, a giugno è entrato in vigore il Protocollo d'intesa sulla cooperazione in materia di stabilità finanziaria a livello transfrontaliero adottato dalle autorità di vigilanza, le banche centrali e i ministeri finanziari dell'UE. Anche il riesame del processo Lamfalussy ha registrato progressi sostanziali: in questo contesto è stato deciso che i mandati delle autorità di vigilanza nazionali avrebbero incluso una dimensione UE entro la metà del 2009 e che, per i gruppi finanziari internazionali più grandi, sarebbero stati istituiti dei "collegi di supervisori".

¹ Tali misure prevedono di: a) accelerare l'attuazione di misure volte a migliorare il contesto in cui operano le imprese; b) perfezionare il funzionamento del mercato del lavoro; c) ridurre le carenze di personale specializzato; d) anticipare gli investimenti in infrastrutture pubbliche. Il Piano di ripresa dell'economia europea ribadisce inoltre l'importanza di agevolare l'accesso ai mercati internazionali e intensificare la cooperazione internazionale in materia di regolamentazione.

All'acuirsi della crisi finanziaria nell'autunno 2008, le istituzioni e gli Stati membri dell'UE hanno intensificato il coordinamento delle misure per affrontare le nuove sfide. Il 12 ottobre i Capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro hanno adottato un piano d'azione concertato e il 15 dello stesso mese il Consiglio europeo ha approvato i principi concordati dai paesi dell'area e invitato gli Stati membri dell'UE ad adottare provvedimenti nazionali conformi al piano d'azione. Il Presidente della BCE ha partecipato a entrambi gli incontri.

Il piano intendeva principalmente garantire condizioni di liquidità adeguate alle istituzioni finanziarie, facilitare il finanziamento delle banche, fornire alle istituzioni finanziarie ulteriori risorse di capitale, consentire alle banche in dissesto di ricapitalizzarsi in modo efficiente e assicurare il livello necessario di flessibilità nell'applicazione delle norme contabili. Inoltre, per agevolare un'azione rapida ed efficace in caso di crisi, è stata istituita un'unità di crisi finanziaria, cui partecipano rappresentanti del paese che detiene la presidenza dell'UE, del Presidente della Commissione europea, del Presidente della BCE (in collegamento con le altre banche centrali dell'UE), del Presidente dell'Eurogruppo e dei governi degli Stati membri.

ALTRE POLITICHE DELL'UE

La BCE ha seguito gli sviluppi in materia di cambiamento climatico e politiche energetiche

dell'UE in relazione al loro potenziale impatto sugli andamenti macroeconomici, la stabilità dei prezzi e le posizioni di bilancio. Per quanto concerne le politiche energetiche, è prevedibile che un migliore funzionamento del mercato interno dell'energia dell'UE eserciti effetti positivi sull'evoluzione dei prezzi e accresca la prevedibilità dell'offerta. In entrambi i campi d'azione, nel 2008 l'attenzione si è concentrata sulla trasformazione degli ambiziosi impegni assunti dall'UE in atti normativi². La BCE ha inoltre seguito gli sviluppi della politica agricola comune (PAC), soprattutto in termini del loro impatto sui prezzi dei beni alimentari. In risposta all'impennata di questi ultimi, il Consiglio UE ha approvato diverse misure tese a migliorare l'offerta di alimentari: vendita dei prodotti conferiti all'ammasso, sospensione dell'obbligo per gli agricoltori di lasciare incolti parte dei terreni agricoli, aumento delle quote lattiere e sospensione dei dazi all'importazione per i cereali. Facendo seguito all'avvio della "Valutazione dello stato di salute della PAC" da parte della Commissione, nel novembre 2008 il Consiglio UE ha deciso di modernizzare e razionalizzare la politica agricola comune, nonché, per rispondere alla crescente domanda di beni alimentari, di rimuovere le limitazioni residue imposte agli agricoltori.

² Il pacchetto legislativo sul clima e l'energia prevede che entro il 2020 l'UE riduca le emissioni di gas serra del 20 per cento rispetto ai livelli del 1990, incrementi il ricorso a fonti energetiche rinnovabili fino al 20 per cento dei propri consumi totali di energia e accresca del 20 per cento il grado di efficienza energetica.

Riquadro 12

I DIECI ANNI DELL'UEM

Nel 2008 si è celebrato il decimo anniversario della BCE, dell'Eurosistema e del SEBC. La ricorrenza ha offerto l'opportunità di esaminare i primi dieci anni dell'UEM e trarre insegnamenti dall'esperienza maturata nel periodo.

A maggio 2008 la BCE ha pubblicato un numero speciale del proprio Bollettino mensile, presentando il resoconto dell'attività svolta dall'Eurosistema e dei risultati conseguiti e delineando le sfide che l'Eurosistema e l'area dell'euro si trovano ad affrontare alle soglie del loro secondo decennio. I primi dieci anni dell'UEM hanno dimostrato la capacità della BCE di adempiere pienamente al mandato conferitole dal Trattato. Nonostante il difficile contesto

esterno, caratterizzato da un significativo aumento dei corsi delle materie prime, la stabilità dei prezzi è stata generalmente assicurata. Nell'area dell'euro l'aumento medio annuo dei prezzi al consumo è stato pari al 2,1 per cento tra il 1999 e il 2007, ben inferiore al 3 per cento del periodo 1990-98. Inoltre, la BCE è riuscita ad ancorare saldamente le attese di inflazione a più lungo termine su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. L'UEM ha altresì favorito la creazione di posti di lavoro. Tra il 1999 e il 2007 il numero di occupati nell'area dell'euro è salito di circa 16 milioni, contro i circa 6 del periodo 1990-98.

In maggio la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione accompagnata da un rapporto. Quest'ultimo, intitolato *EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, sottolinea il successo dell'euro a dieci anni dalla sua introduzione. La Commissione ha inoltre presentato diverse proposte volte a potenziare il ruolo internazionale dell'area dell'euro, migliorare il coordinamento e la sorveglianza all'interno dell'UEM e promuovere un efficace governo di quest'ultima.

Il Consiglio Ecofin ha discusso i primi dieci anni dell'UEM nel suo incontro del 7 ottobre 2008, giungendo alla conclusione che l'UEM ha contribuito alla stabilità macroeconomica nel decennio trascorso e che – dopo i processi di riforma interna – l'UE dispone ora di strumenti più efficaci per affrontare gli shock economici. Al fine di ottenere ulteriori vantaggi dall'UEM e migliorare i risultati economici degli Stati membri, il Consiglio ha approvato diverse proposte volte fra l'altro a: a) seguire in modo più efficace gli andamenti della competitività (soprattutto nei paesi partecipanti all'area dell'euro e agli AEC II); b) stabilire un ordine di priorità delle raccomandazioni in materia di riforme strutturali che tenga conto della situazione economica; c) tenere maggiormente conto degli effetti sul gettito fiscale dei cicli economici e dei connessi cicli dei prezzi delle attività.

Anche il Parlamento europeo ha adottato una risoluzione sui primi dieci anni dell'UEM (cfr. capitolo 6).

La conclusione generale che emerge dalle riflessioni sul primo decennio di attività dell'UEM è che l'assetto istituzionale di quest'ultima funziona bene. Tuttavia, per consolidare questo successo, i responsabili delle politiche devono impegnarsi fermamente a rispettare gli obiettivi concordati a livello europeo e attuare con decisione le politiche necessarie.

I.2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

IL TRATTATO DI LISBONA

Dopo la firma del Trattato di Lisbona da parte dei capi di Stato o di governo il 13 dicembre 2007, gli Stati membri ne hanno avviato la procedura di ratifica in conformità con le rispettive norme costituzionali. Tale procedura è stata finora completata da 23 paesi. Germania e Polonia sono prossime alla sua conclusione formale, mentre nella Repubblica Ceca si attende ancora la ratifica parlamentare.

In Irlanda il Trattato di Lisbona è stato sottoposto a un referendum vincolante, non ottenendo la

maggioranza dei voti. Su questo sfondo, il Consiglio europeo del 19 e 20 giugno 2008 ha ribadito che l'obiettivo del Trattato di Lisbona, di "aiutare l'Unione allargata ad agire in modo più efficace e più democratico", deve comunque essere perseguito. I Capi di Stato o di governo riuniti in sede di Consiglio europeo l'11 e 12 dicembre 2008 hanno convenuto di offrire "garanzie giuridiche" all'Irlanda a seguito della bocciatura del Trattato e il governo irlandese si è impegnato ad adoperarsi per una ratifica entro la fine del mandato dell'attuale Commissione europea.

I RAPPORTI SULLA CONVERGENZA

Ai sensi dell'articolo 122 del Trattato, la BCE e la Commissione europea hanno predisposto i rispettivi rapporti sulla convergenza concernenti i progressi compiuti da Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia verso il soddisfacimento delle condizioni necessarie per l'ingresso nell'area dell'euro. In tali rapporti, pubblicati il 7 maggio 2008, la Slovacchia è stata oggetto di una valutazione più approfondita degli altri paesi in quanto la richiesta di esame presentata dalle sue autorità era connessa all'intenzione di adottare l'euro dal 1° gennaio 2009. Sulla base di una proposta della Commissione, l'8 luglio 2008 il Consiglio Ecofin ha deciso che la Slovacchia soddisfaceva le condizioni per l'ingresso nell'area dell'euro dal 1° gennaio 2009 (cfr. capitolo 3).

negoziati di otto dei 35 capitoli per l'assenza di progressi nell'estensione dell'unione doganale agli Stati membri dell'UE. Le istituzioni dell'UE continuano a vagliare la compatibilità dell'ordinamento giuridico turco con l'*acquis communautaire* e stanno compiendo progressi verso l'apertura dei restanti capitoli. La BCE ha continuato il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche in corso da tempo con la Banca centrale della Repubblica di Turchia.

Pur avendo ottenuto lo status di paese candidato nel 2005, l'ex Repubblica iugoslava di Macedonia non ha ancora soddisfatto una serie di criteri istituzionali preliminari all'avvio dei negoziati per l'adesione, tra cui alcuni connessi ad ambiti fondamentali di riforma delle politiche. I contatti a livello di esperti fra la BCE e la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia sono rimasti intensi.

I.3 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E LE RELAZIONI CON GLI STESSI

La BCE ha proseguito nel dialogo di politica economica con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione all'UE in incontri bilaterali e nel quadro istituzionale complessivo del processo di allargamento definito dall'UE.

I negoziati per l'adesione della Croazia sono stati avviati nell'ottobre 2005. I negoziati relativi ai singoli capitoli dell'*acquis communautaire* hanno avuto inizio nel giugno 2006 e hanno registrato progressi significativi nel corso del 2008. A fine anno erano stati aperti negoziati su 21 capitoli e ne erano stati temporaneamente chiusi quattro. La BCE ha mantenuto relazioni bilaterali proficue con la Banca nazionale croata, ad esempio nel contesto del dialogo di alto livello sulle politiche economiche.

Dopo l'avvio dei negoziati per l'adesione della Turchia nell'ottobre 2005, la Commissione europea ha iniziato a negoziare i singoli capitoli dell'*acquis communautaire* a giugno dell'anno successivo. Nel dicembre 2006 il Consiglio europeo ha deciso di sospendere i

2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

2.1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Considerato l'alto livello di integrazione economica e finanziaria, il contesto economico internazionale riveste un ruolo estremamente rilevante per la conduzione della politica economica nell'area dell'euro. Di conseguenza, l'Eurosistema segue da vicino e analizza le politiche macroeconomiche e gli andamenti di fondo dei paesi non appartenenti all'area. Inoltre, la BCE svolge un ruolo importante nel processo di sorveglianza multilaterale internazionale delle politiche macroeconomiche, che si svolge principalmente in occasione degli incontri di organismi internazionali quali la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), come pure in sedi quali le riunioni dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G7 e del G20. L'analisi degli andamenti internazionali al fine di contribuire al perseguimento di un contesto macroeconomico stabile e di politiche macroeconomiche e finanziarie rigorose è stata particolarmente importante nel 2008.

Il contesto economico internazionale del 2008 è stato in larga misura dominato dalle turbolenze finanziarie su scala mondiale, che hanno riflesso il rientro non graduale degli squilibri interni ed esterni accumulatisi negli anni precedenti e il concretizzarsi dei relativi rischi.

I problemi derivanti dalla realizzazione di tali rischi si sono rapidamente trasmessi in tutto il mondo, data sia la natura internazionale dei modelli normativi, contabili e operativi che hanno contribuito al diffondersi di prassi successivamente dimostratesi non trasparenti e insostenibili, sia i forti legami finanziari e commerciali esistenti a livello mondiale. Lo shock, originato inizialmente nel mercato statunitense dei mutui *subprime*, è stato notevolmente amplificato, tra l'altro, dall'elevato *leverage* delle istituzioni finanziarie

e dalla sottovalutazione dei rischi su scala internazionale. Mentre tra agosto 2007 e settembre 2008 gli episodi di turbolenza sui mercati sono stati comparativamente brevi e limitati a un numero relativamente ridotto di istituzioni finanziarie, da settembre 2008 in poi le difficoltà di una serie di istituzioni molto grandi e attive a livello mondiale hanno provocato pesanti ripercussioni, dando origine a: forti tensioni nei mercati interbancari e in altri importanti mercati finanziari, gravi episodi di stress nel settore bancario di diversi paesi, variazioni significative dei corsi petroliferi e dei cambi su scala internazionale, una pronunciata flessione dei prezzi delle attività in tutto il mondo e un sensibile rallentamento dell'attività reale (cfr. anche il Capitolo 1). Benché l'attuale crisi finanziaria abbia avuto origine negli Stati Uniti, essa si è successivamente estesa a un numero crescente di economie sia avanzate sia, più di recente, emergenti. Diversi paesi hanno chiesto aiuto all'FMI (cfr. la successiva sezione sull'architettura finanziaria internazionale). Anche le banche centrali principali, tra cui la BCE e la Federal Reserve, hanno fornito un sostegno di liquidità alle banche centrali di altri paesi. Ad esempio, la Federal Reserve ha deciso alla fine di ottobre del 2008 di accordare alle banche centrali di quattro grandi economie di importanza sistemica (Brasile, Corea del Sud, Messico e Singapore) una linea di *swap* allo scopo di scongelare i mercati monetari delle economie emergenti³.

Per motivi in larga misura riconducibili a tali sviluppi, nel 2008 i saldi correnti hanno registrato variazioni di rilievo. In primo luogo il disavanzo del conto corrente statunitense è sceso di 0,7 punti percentuali, al 4,6 per cento del PIL, soprattutto a causa della minore domanda interna⁴. In secondo luogo, alcuni paesi con avanzi correnti hanno visto scendere questi ultimi in misura significativa: in Cina e Giappone il calo è stato rispettivamente pari all'1,9 e 0,8 per cento del PIL. I paesi esportatori

3 Per informazioni sulle linee di *swap* fornite dalla BCE cfr. la sezione 1 del capitolo 2.

4 I dati di questo paragrafo sono ripresi dall'edizione di ottobre 2008 del *World Economic Outlook* dell'FMI.

di petrolio hanno invece evidenziato nel loro insieme un aumento dell'avanzo corrente nel 2008; i corsi petroliferi, che pure sono diminuiti notevolmente verso la fine dell'anno, si sono mantenuti per la maggior parte dell'anno superiori ai livelli del 2007. Il saldo corrente dell'area dell'euro è passato da un surplus nel 2007 a un disavanzo dello 0,5 per cento del PIL nel 2008.

Nel 2008, l'Eurosistema ha ripetutamente sottolineato i rischi e le distorsioni connessi con il persistere degli squilibri mondiali. Ha inoltre confermato il suo pieno sostegno a un approccio collaborativo per garantire un rientro graduale da tali squilibri. In particolare, l'Eurosistema ha caldeggiato a più riprese l'adozione di politiche volte a: aumentare il risparmio del settore privato e di quello pubblico nei paesi con disavanzi correnti; attuare ulteriori riforme strutturali nelle economie mature con un potenziale di crescita relativamente basso; accrescere la domanda interna nelle economie di mercato emergenti con grandi avanzi di conto corrente; garantire una migliore allocazione del capitale in queste ultime; più in generale, migliorare la valutazione dei rischi. Nel contesto della riflessione in corso su come migliorare l'architettura finanziaria internazionale (cfr. paragrafi seguenti), alla quale partecipano la BCE e le altre banche centrali dell'Eurosistema, quest'ultimo ha sottolineato l'importanza di adoperarsi affinché, oltre a promuovere la disciplina dei mercati finanziari, tale miglioramento comporti altresì una maggiore disciplina di politica macroeconomica. Il rafforzamento del quadro di sorveglianza multilaterale dell'economia dovrebbe contribuire a far sì che, soprattutto nei paesi di importanza sistemica, le politiche economiche siano orientate alla stabilità e sostenibili.

Infine, anche l'area dell'euro è soggetta alla sorveglianza internazionale sulle politiche economiche. Nel 2008 sia l'FMI sia l'OCSE hanno condotto le loro analisi periodiche delle politiche monetaria, finanziaria ed economica dell'area, a complemento delle rispettive valutazioni sui singoli paesi partecipanti. Le consultazioni ex articolo IV dell'FMI e

l'analisi da parte del Comitato d'esame delle situazioni economiche e dei problemi di sviluppo (*Economic and Development Review Committee*) dell'OCSE hanno fornito l'occasione di un utile dibattito fra le due organizzazioni internazionali e la BCE, la presidenza dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Sulla scorta di questo dibattito, sia l'FMI sia l'OCSE hanno predisposto un proprio rapporto valutativo delle politiche economiche dell'area dell'euro⁵.

L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE

Le turbolenze finanziarie hanno dato origine a un ampio dibattito sull'assetto e il funzionamento del sistema monetario e finanziario internazionale. Nella riunione informale tenutasi a Bruxelles il 7 novembre 2008, i capi di Stato o di governo dell'UE hanno deciso di coordinare le risposte alla crisi finanziaria e mettere in pratica principi comuni sui quali costruire un nuovo sistema finanziario internazionale. Il 15 novembre i leader dei paesi del G20 si sono incontrati a Washington per il loro primo vertice sui mercati finanziari e l'economia mondiale. In tale occasione hanno sollecitato iniziative in materia di regolamentazione finanziaria e politiche macroeconomiche e hanno sottolineato il loro impegno in favore del libero scambio. Il lavoro per dare un seguito al vertice è stato assicurato da quattro gruppi, che riferiscono ai Sostituti incaricati di preparare l'incontro dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G20 nella primavera del 2009.

Rispondendo agli appelli dei paesi membri, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha apportato concrete modifiche alle proprie linee di sostegno finanziario. In ottobre è stato creato un nuovo strumento, la linea di liquidità a breve termine (*short-term liquidity facility*), il cui scopo è consentire la rapida erogazione di finanziamenti a paesi con politiche solide e un'esperienza passata positiva che affrontano problemi temporanei di liquidità connessi agli andamenti sui mercati internazionali dei capitali. L'FMI ha

⁵ *Euro area policies: 2008 Article IV consultation - staff report*, FMI, agosto 2008; "Economic survey of the euro area", OCSE, gennaio 2009.

inoltre avviato un riesame dei vari aspetti del suo ruolo di finanziatore e, attraverso i suoi normali schemi di *standby*, ha erogato fondi a paesi membri quali: Bielorussia, Islanda, Lettonia, Pakistan, Ucraina e Ungheria.

Nel 2008 sono proseguiti gli sforzi di riforma dell'FMI. Importanti aree di riforma in discussione sono state l'attività di sorveglianza, il ruolo di finanziatore, la *governance* (compresa l'allocazione delle quote e dei diritti di voto) e il modello di reddito e di spesa. L'accordo su queste materie viene ricercato attraverso discussioni sia all'interno dell'FMI sia in altre sedi, quali il G7 e il G20. Il SEBC e l'Eurosistema svolgono il loro ruolo seguendo il dibattito e fornendo il loro contributo ove opportuno.

Dopo aver adottato una nuova decisione circa la sorveglianza bilaterale sulle politiche dei suoi membri a metà 2007, l'FMI ne ha affrontato gli aspetti attuativi nell'ambito delle regolari consultazioni ex articolo IV con i paesi membri. Scopo della decisione è accrescere il livello di attenzione verso gli effetti di *spillover* internazionali, assumendo come principio fondatore della sorveglianza il concetto di stabilità esterna. Quest'ultima viene definita con riferimento al tasso di cambio, la cui analisi diventa quindi una componente essenziale del processo di sorveglianza. A ottobre il Fondo ha adottato la sua prima Dichiarazione sulle priorità della sorveglianza (*Statement of surveillance priorities*), che dovrebbe orientarne le attività in materia fino al 2011. Tale dichiarazione individua quattro priorità fondamentali a questo riguardo: risolvere le tensioni nei mercati finanziari, rafforzare il sistema finanziario internazionale, adeguarsi alle brusche variazioni dei corsi delle materie prime e promuovere una riduzione graduale degli squilibri mondiali. A sostegno di tali priorità, l'FMI intende migliorare l'individuazione preventiva dei rischi e delle vulnerabilità, tra l'altro mediante un'analisi dei collegamenti macro-finanziari, ed estendere le sue analisi di vulnerabilità alle economie avanzate. Il Fondo ha inoltre continuato a concentrarsi sulle problematiche del settore finanziario e sui connessi insegnamenti

sul piano delle politiche, nonché a migliorare la collaborazione con il Forum per la stabilità finanziaria.

Il Consiglio dei governatori dell'FMI ha inoltre approvato un pacchetto complessivo di riforma delle quote e dei diritti di voto, che prevede sostanzialmente una nuova formula per l'assegnazione delle quote, una seconda serie di aumenti *ad hoc* delle stesse sulla base della nuova formula, la triplicazione dei diritti di voto di base per accrescere la rappresentatività dei paesi a basso reddito e un ulteriore Sostituto Direttore esecutivo per i due seggi africani nel Comitato esecutivo. La riforma si prefigge un duplice obiettivo: riallineare le quote degli Stati membri al loro ruolo e peso relativo nell'economia mondiale e rafforzare la rappresentanza e la partecipazione delle economie a basso reddito nell'FMI. Il lavoro sulla *governance* del Fondo proseguirà sulla base, fra l'altro, del rapporto elaborato nel 2008 dall'Independent Evaluation Office dell'FMI e di quello del Committee of Eminent Persons sulla riforma della *governance*, che sarà pubblicato entro la primavera 2009.

Ulteriori misure adottate dal Consiglio dei governatori del Fondo sono state rivolte ad accrescere la solidità finanziaria dell'istituzione. Dal lato delle entrate, l'FMI potrà contare in futuro su fonti di reddito più ampie e sostenibili. A tale scopo saranno ampliati i suoi poteri in materia di investimenti e verrà creato un fondo finanziato con i proventi di una vendita rigorosamente limitata di oro in linea con l'Accordo sull'oro fra le banche centrali (Central Bank Gold Agreement). Dal lato della spesa, il nuovo quadro di riferimento si ispira sia al mandato fondamentale dell'FMI sia a un'accurata definizione delle sue priorità, prevedendo riduzioni di bilancio sostanziali. Inoltre, nel quadro delle turbolenze finanziarie, è in corso un dibattito sull'adeguatezza delle risorse del Fondo.

Un contributo importante al rafforzamento della capacità di tenuta del sistema finanziario mondiale è stato fornito dal Forum per la stabilità finanziaria, che ha agevolato il coordinamento

di diverse iniziative nazionali e internazionali e ha vigilato sulla loro tempestiva attuazione. Ha inoltre formulato e verificato la messa in pratica di raccomandazioni in cinque ambiti principali (vigilanza prudenziale, trasparenza e valutazione, *rating* creditizi, reattività delle autorità ai rischi e disposizioni per gestire le tensioni nel sistema finanziario).

La comunità finanziaria internazionale ha altresì continuato a occuparsi della promozione di meccanismi per la prevenzione e la gestione ordinata delle crisi. In questo contesto sono stati compiuti ulteriori progressi verso l'attuazione dei principi atti a garantire la stabilità dei flussi di capitali e un'equa ristrutturazione del debito nei mercati emergenti, approvati dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G20 nel 2004. Questi principi, volontari e basati su regole di mercato, intendono fornire linee guida per il comportamento degli emittenti sovrani e dei relativi creditori privati in materia di condivisione delle informazioni, dialogo e stretta cooperazione. Tali principi sono stati sostenuti da un numero crescente di istituzioni finanziarie e di paesi emittenti, che hanno manifestato un particolare interesse nel promuoverne l'applicazione. Durante il suo incontro più recente, che ha avuto luogo a Washington nell'ottobre 2008, il *Group of Trustees* (un organismo in cui siedono alcuni dei protagonisti della finanza internazionale, istituito per guidare il processo di attuazione di tali principi) ha preso in esame i progressi compiuti nel contesto dell'architettura finanziaria internazionale e ha fornito orientamenti per l'attività futura.

Un'ulteriore iniziativa rivolta ai mercati finanziari nel 2008 è consistita nell'elaborazione dei Principi di Santiago da parte del Gruppo di lavoro internazionale dei fondi sovrani (International Working Group of Sovereign Wealth Funds). Definiti congiuntamente dai fondi sovrani delle economie avanzate, emergenti e in via di sviluppo, i principi costituiscono il risultato di uno sforzo collaborativo volto a istituire un quadro completo per migliorare la comprensione dell'operatività di tali fondi. A

carattere volontario, tali principi si prefiggono di migliorare il ruolo di stabilizzazione svolto dai fondi sovrani nei mercati finanziari e di contribuire a mantenere la libera circolazione degli investimenti a livello transfrontaliero. L'OCSE fornisce assistenza ai paesi beneficiari sulle politiche da adottare nei confronti degli investimenti dei suddetti fondi.

2.2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI AL DI FUORI DELL'UE

L'Eurosistema ha continuato a sviluppare le sue attività internazionali con le banche centrali dei paesi al di fuori dell'UE attraverso l'organizzazione di seminari e *workshop*. L'assistenza tecnica da esso fornita resta inoltre uno strumento importante per il rafforzamento delle competenze amministrative delle banche centrali, soprattutto nelle regioni confinanti con l'UE, e per migliorare il grado di aderenza agli standard europei e internazionali. La BCE ha inoltre partecipato attivamente, al fianco della Commissione europea, al dialogo macroeconomico dell'UE con Cina, India e Russia.

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con i paesi dei Balcani occidentali. Il 1° settembre 2008, insieme con 17 BCN⁶ dell'UE, ha varato un programma di assistenza tecnica della durata di nove mesi a favore della banca centrale serba. Finanziato dall'Agenzia europea per la ricostruzione, il programma fornirà alla banca centrale serba un rapporto di analisi dei bisogni sui progressi da compiere in vista dell'adesione all'UE nelle seguenti aree di attività di banca centrale: vigilanza bancaria; armonizzazione dell'ordinamento giuridico nazionale con l'*acquis communautaire* negli ambiti di competenza della banca centrale serba; liberalizzazione dei movimenti di capitale; conduzione della politica monetaria e regime di cambio; statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti; tutela dei consumatori di servizi finanziari.

6 Le BCN di Belgio, Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Germania, Estonia, Grecia, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Ungheria, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Romania e Regno Unito.

La cooperazione tecnica con la banca centrale russa si è intensificata con l'avvio, il 1° aprile 2008, di un nuovo programma di cooperazione tra banche centrali finanziato dalla Commissione europea, che coinvolge la BCE in *partnership* con: Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank e Suomen Pankki – Finlands Bank, quest'ultima in collaborazione con l'autorità finlandese di vigilanza finanziaria Rahoitustarkastus. Il programma, che si concluderà nel dicembre 2010, mira a condividere con la banca centrale russa le conoscenze e l'esperienza dell'UE in materia di *audit* interno, oltre che a sostenerla nella graduale attuazione dei principi di Basilea2 nel proprio quadro di vigilanza bancaria.

Il quinto seminario ad alto livello dell'Eurosistema con i governatori delle banche centrali dei paesi partner euro-mediterranei dell'UE, organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla banca centrale egiziana, ha avuto luogo ad Alessandria d'Egitto il 26 e 27 novembre 2008. I governatori hanno esaminato i recenti sviluppi economici e finanziari nella regione e discusso le strategie di politica monetaria e i regimi di cambio nonché le problematiche del settore bancario nei paesi del Mediterraneo. Rappresentanti della BCE hanno inoltre partecipato a una serie di riunioni incentrate su aspetti economici e finanziari nel contesto del "Processo di Barcellona: Unione per il Mediterraneo".

Nel contesto della cooperazione in corso con la Banca centrale d'Egitto, il 1° gennaio 2009 è stato varato un nuovo programma triennale finanziato dalla Commissione europea con la partecipazione di esperti provenienti da: Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Česká národní banka, Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banque de France, Banca d'Italia e Banca Națională a României. Il programma persegue tre obiettivi principali: preparare le linee guida che aiuteranno la banca centrale egiziana a predisporre nuove norme in linea con le disposizioni fondamentali di

Basilea2; completare il quadro normativo e organizzativo per la sua attuazione; definire un nuovo schema per le segnalazioni delle banche alla Banca centrale d'Egitto per assicurare l'attuazione delle norme adottate.

La BCE, di concerto con la Deutsche Bundesbank, ha organizzato il primo seminario ad alto livello dell'Eurosistema con i governatori delle banche centrali e le agenzie monetarie degli Stati membri del Consiglio di cooperazione del Golfo (CCG)⁷, che si è tenuto a Mainz l'11 e 12 marzo 2008. Il dibattito si è incentrato sulle strutture e gli andamenti economici dei paesi del CCG e il ruolo di quest'ultimo nell'economia mondiale (in particolare in ambito monetario, finanziario, energetico e commerciale).

La BCE, la banca centrale della Repubblica popolare cinese e la Banca d'Italia hanno organizzato congiuntamente la quarta edizione di un seminario di alto livello che ha riunito le banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico e quelle dell'area dell'euro presso la Banca d'Italia, a Roma, il 26 e 27 giugno. Scopo del seminario era favorire uno scambio di vedute sulle problematiche che i politici di entrambe le regioni devono affrontare, quali ad esempio le turbolenze finanziarie, gli squilibri mondiali e le prospettive per la crescita.

Nel 2008 la BCE ha ulteriormente rafforzato i suoi rapporti con la banca centrale della Repubblica popolare cinese e rinnovato il protocollo d'intesa sottoscritto dalle due istituzioni nel 2002. La cooperazione si è notevolmente intensificata negli ultimi anni, attraverso riunioni ad alto livello e una maggiore collaborazione tra i rispettivi esperti. Il Presidente della BCE e il Governatore della banca centrale della Repubblica popolare cinese si sono incontrati presso la BCE il 5 settembre per un confronto sulla politica economica.

7 Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.



L'ex Presidente della Repubblica italiana, Carlo Azeglio Ciampi (a destra), e Jean-Claude Trichet al loro arrivo alla cerimonia di festeggiamento del decimo anniversario della BCE alla Alte Oper a Francoforte il 2 giugno 2008

CAPITOLO 6

LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO

Negli ultimi decenni l'indipendenza delle banche centrali si è affermata come un elemento indispensabile della politica monetaria delle economie mature ed emergenti. La decisione di rendere le banche centrali indipendenti è saldamente radicata nella teoria economica e nell'evidenza empirica, le quali dimostrano che tale assetto favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel contempo, principio fondamentale di ogni società democratica è che le istituzioni indipendenti, titolari di funzioni pubbliche, rendano conto del proprio operato ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti. Nel caso di una banca centrale indipendente, la responsabilità per il proprio operato può essere pertanto intesa come l'obbligo di spiegare e giustificare le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti. Essa costituisce quindi un importante bilanciamento all'indipendenza della banca centrale.

Sin dalla sua istituzione, la BCE ha sempre riconosciuto l'importanza fondamentale di rendere conto delle proprie decisioni. Come disposto dal Trattato, ha mantenuto un dialogo permanente con i cittadini dell'UE e il Parlamento europeo. L'impegno della BCE in tal senso è anche testimoniato dall'elevato numero di pubblicazioni e di discorsi pronunciati dai membri del Consiglio direttivo durante il 2008.

Il Trattato stabilisce precisi obblighi di rendiconto per la BCE, che comprendono la pubblicazione di un rapporto trimestrale, di una situazione contabile consolidata settimanale e di un rapporto annuale. In realtà la BCE va al di là di questi obblighi statutari, diffondendo, ad esempio, bollettini a cadenza mensile (anziché trimestrale come richiesto) e tenendo conferenze stampa, su base mensile, dopo la prima riunione del Consiglio direttivo.

Il Parlamento europeo, quale organo che trae la sua legittimità direttamente dai cittadini dell'UE, ha continuato a svolgere un ruolo essenziale in materia di responsabilità della BCE per il proprio operato. Secondo quanto previsto dal Trattato, nel 2008 il Presidente della BCE ha presentato il Rapporto annuale 2007 della Banca 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, sulle decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e gli altri compiti a essa attribuiti. Il Presidente è altresì intervenuto a una riunione congiunta del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali per esaminare il quadro di riferimento dell'UE sulla tutela della stabilità finanziaria.

Anche altri membri del Comitato esecutivo hanno tenuto in diverse occasioni audizioni presso il Parlamento europeo. Il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2007 della BCE alla Commissione per i problemi economici e monetari. Gertrude Tumpel-Gugerell è comparsa due volte presso la medesima Commissione per informare i suoi membri circa i recenti sviluppi in materia di servizi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e il progetto *Target2-Securities* dell'Eurosistema. Jürgen Stark ha presentato alla Commissione il Rapporto sulla convergenza 2008 della BCE e ha inoltre riferito circa l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro. Lorenzo Bini Smaghi è intervenuto a un dibattito organizzato dalla Commissione sui primi dieci anni dell'UEM e sulle sfide future.

Inoltre, hanno avuto luogo discussioni fra esperti della BCE e membri del Parlamento europeo su ulteriori aspetti di competenza della BCE (ad esempio, la contraffazione dell'euro, i requisiti patrimoniali e le statistiche). Secondo una prassi consolidata, una delegazione della Commissione per i problemi economici e monetari ha effettuato una visita presso la BCE per uno scambio di opinioni con i membri del Comitato esecutivo su diverse tematiche. La BCE ha inoltre continuato a rispondere volontariamente alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari su questioni attinenti al proprio ambito di competenza.

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 esaminata un'ampia serie di problematiche. Le questioni fondamentali sollevate nel corso di queste discussioni sono trattate nei paragrafi seguenti.

RISOLUZIONE DEL PARLAMENTO EUROPEO SUL RAPPORTO ANNUALE 2007 DELLA BCE

In linea con una prassi consolidata, il 9 luglio 2008 il Parlamento europeo ha adottato, di propria iniziativa, una risoluzione sul Rapporto annuale 2007 della BCE. In tale risoluzione, il Parlamento, nel dare riconoscimento alla piena indipendenza della BCE, ha convenuto che la pubblicazione dei verbali delle riunioni del Consiglio direttivo potrebbe determinare pressioni politiche sui suoi componenti. Ha altresì rilevato l'eccellente operato della BCE nella gestione delle turbolenze finanziarie e sottolineato il fatto che le principali banche centrali, tra cui la BCE, avevano, prima dell'inizio della crisi finanziaria, messo in guardia da una sottovalutazione dei rischi. Inoltre, ha evidenziato i benefici della strategia monetaria basata su due pilastri dell'Eurosistema.

REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

Il Parlamento europeo e la BCE hanno continuato lo stretto dialogo in materia di regolamentazione finanziaria. Nelle risoluzioni adottate a tale riguardo, il Parlamento ha richiesto adeguati requisiti patrimoniali anticiclici per tutte le entità operanti nei mercati finanziari. Inoltre, ha rilevato l'esigenza di un'informativa e un trattamento contabile appropriati per le voci fuori bilancio e ravvisato la necessità di accrescere la disponibilità e la qualità delle informazioni in merito a prodotti complessi e al processo di cartolarizzazione. Per quanto concerne le società di *rating*, il Parlamento ha auspicato la creazione di un meccanismo di riesame a livello dell'UE e insistito ai fini dell'adozione di misure tese al miglioramento sia della trasparenza delle metodologie di *rating* sia dei sistemi di garanzia della qualità.

Intervenendo alla riunione congiunta del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali

del 23 gennaio 2008, il Presidente ha avvertito che la crescente complessità degli strumenti finanziari e la scarsa chiarezza sull'esposizione delle istituzioni finanziarie potrebbero generare una maggiore incertezza circa il grado di rischio effettivamente esistente e i soggetti cui il rischio fa capo, inducendo potenzialmente un contagio più generalizzato. Il Presidente ha sottolineato la necessità di aumentare la trasparenza e rendere il quadro regolamentare più anticiclico. Ha inoltre esortato le istituzioni finanziarie a migliorare le proprie prassi di gestione del rischio. In diverse occasioni il Presidente ha evidenziato l'esigenza di una rapida attuazione della tabella di marcia strategica adottata dal Consiglio Ecofin, che definisce le risposte di politica economica necessarie per fronteggiare episodi di turbolenza finanziaria.

QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'UE IN MATERIA DI VIGILANZA E STABILITÀ NEL SETTORE FINANZIARIO

Nelle discussioni tra la BCE e il Parlamento europeo ha esercitato un ruolo di primo piano anche il quadro di riferimento dell'UE in materia di vigilanza e stabilità nel settore finanziario. Nelle varie risoluzioni adottate in materia, il Parlamento ha fatto presente come la vigilanza finanziaria in Europa non abbia tenuto il passo con l'integrazione dei mercati finanziari dell'UE. Ha ravvisato pertanto la necessità di istituire "collegi di autorità di vigilanza" per i maggiori gruppi finanziari transfrontalieri, nonché di rafforzare e chiarire lo *status* e la responsabilità dei tre comitati di Livello 3 nel quadro dell'approccio Lamfalussy (per maggiori dettagli sull'approccio Lamfalussy, cfr. la sezione 2 del capitolo 4). Il Parlamento ha inoltre esortato la BCE e il SEBC a contribuire attivamente all'elaborazione e all'attuazione delle politiche dell'UE in materia di vigilanza macroprudenziale e di stabilità finanziaria e ha invitato le autorità di vigilanza e le banche centrali a fornire alla BCE, attraverso il Comitato per la vigilanza bancaria, i dati microprudenziali rilevanti. Infine, il Parlamento ha auspicato interventi legislativi volti a migliorare i dispositivi di prevenzione e gestione delle crisi.

Durante le sue audizioni dinanzi al Parlamento il Presidente ha sottolineato che il potenziale fornito dall'approccio Lamfalussy andrebbe ulteriormente sfruttato e che le decisioni previste nella tabella di marcia adottata per la sua revisione andrebbero attuate prontamente. Inoltre, ha richiesto una rapida applicazione delle misure definite nel piano d'azione per il rafforzamento degli accordi UE in materia di stabilità finanziaria. In particolare, ha rilevato la necessità di un'ordinata interazione e di un adeguato scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza e le banche centrali.

UN DECENNIO DI UEM

Il Parlamento europeo ha anche contribuito al dibattito sul primo decennio dell'UEM (cfr. riquadro 12). Il 18 novembre 2008 ha adottato una risoluzione in cui afferma che i primi dieci anni dell'UEM sono stati un successo e che la moneta unica ha accresciuto la stabilità economica e l'integrazione nei paesi dell'area dell'euro. Nel contempo, il Parlamento ha richiamato la necessità di fare di più per sfruttare appieno i benefici dell'UEM, specie per quanto riguarda il perseguimento di riforme strutturali e di solide politiche di bilancio.

Il Presidente della BCE ha convenuto che l'attuazione di riforme strutturali e politiche di bilancio prudenti è essenziale per assicurare il regolare funzionamento dell'UEM. Inoltre, ha espresso i propri timori in merito al rallentamento nella realizzazione delle riforme strutturali e nel processo di riequilibrio dei conti pubblici.



Jean-Claude Trichet taglia la torta per il decimo compleanno della BCE durante la cerimonia tenutasi presso l'Alte Oper di Francoforte il 2 giugno 2008. Da sinistra a destra: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pöttering, Gretta Duisenberg, Janez Janša

CAPITOLO 7

**L'ATTIVITÀ
DI COMUNICAZIONE
ESTERNA**

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione esterna condotta dalla Banca centrale europea mira a promuovere una migliore comprensione da parte del pubblico delle proprie politiche e 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 inoltre 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 si tiene subito dopo 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 alle loro domande. Dal dicembre 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 giuridici della BCE e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema sono resi disponibili in tutte le lingue ufficiali dell'UE¹. Anche il Rapporto annuale della BCE e i numeri trimestrali del Bollettino mensile sono diffusi in versione integrale nelle lingue ufficiali dell'UE². Il Rapporto sulla Convergenza è pubblicato in versione integrale o sintetica in tutte le lingue ufficiali dell'UE³. Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini, la BCE pubblica altri documenti oltre quelli statutari in alcune o in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati

stampa sulle decisioni di politica monetaria, le proiezioni macroeconomiche⁴, gli indirizzi di *policy* e il materiale informativo rilevante 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 Ad eccezione dell'irlandese, per cui è in vigore una deroga a livello dell'UE.

2 Ad eccezione dell'irlandese (per deroga a livello dell'UE) e del maltese (per accordo con la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, dopo la revoca nel maggio 2007 della deroga provvisoria dell'UE).

3 Cfr. nota 2.

4 Si tratta delle proiezioni degli esperti della BCE dal settembre 2004 e di quelle degli esperti dell'Eurosistema dal dicembre 2000.

2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE

La BCE si rivolge 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. Al fine di spiegare il proprio mandato e le proprie decisioni, si avvale perciò di un ampio ventaglio di strumenti e di attività di comunicazione, che vengono costantemente affinati affinché siano il più possibile efficaci, in considerazione dei diversi destinatari a cui si rivolgono nonché del contesto e delle esigenze di comunicazione.

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.

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, tenendo discorsi pubblici e rilasciando interviste ai mezzi di informazione. Nel 2008 il Presidente è apparso cinque volte dinanzi al Parlamento europeo; inoltre, i membri del Comitato esecutivo hanno tenuto circa 300 discorsi a un pubblico variegato, rilasciato circa 200 interviste ai mezzi di informazione 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.

Nel 2008 la BCE ha organizzato, in via esclusiva o in collaborazione con le BCN dell'UE e lo European Journalism Centre, 12 seminari volti ad approfondire le conoscenze e la comprensione da parte dei rappresentanti dei mezzi di informazione nazionali e internazionali. Per la prima volta, uno di questi seminari è stato organizzato in occasione di una riunione del Consiglio direttivo tenutasi fuori sede, a Bruxelles, il 4 dicembre.

Nel 2008 la BCE ha accolto presso la propria sede a Francoforte circa 14.000 visitatori, la maggior parte dei quali costituita da studenti universitari e professionisti del settore finanziario, che hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di presentazioni tenute da esperti e dirigenti della BCE.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e l'elenco delle attività svolte sono disponibili sul suo sito Internet, che nel 2008 ha ricevuto 18 milioni di visite (il 20 per cento in più rispetto all'anno precedente) con 126 milioni di pagine visualizzate e 25 milioni di documenti scaricati. Nello stesso anno la BCE ha risposto a circa 60.000 richieste di informazioni da parte del pubblico su varie questioni relative ad attività, politiche e decisioni della BCE.

Le attività di comunicazione della BCE nel 2008 sono state mirate soprattutto a spiegare gli eventi e le conseguenze delle turbolenze finanziarie mondiali nonché le misure adottate dalla BCE e dall'Eurosistema. Un quarto di tutti i discorsi tenuti in pubblico dai membri del Comitato esecutivo e un terzo dei comunicati stampa della BCE vertevano su questa tematica e si sono concentrati nella seconda metà del 2008. Si è osservato un incremento del numero di pareri emessi dalla BCE su misure regolamentari e di bilancio adottate dai singoli Stati membri dell'UE. Si è altresì avuto un aumento significativo del numero di richieste ricevute dalla stampa, dal pubblico e dai visitatori presso la BCE di informazioni sulle tensioni finanziarie

e sui provvedimenti adottati dall'Eurosistema. La sezione del sito Internet della BCE dedicata alle operazioni di mercato aperto è stata migliorata per soddisfare l'accresciuta domanda di informazioni: è stato introdotto un *feed* di notizie relative alle operazioni di politica monetaria mediante asta e sono stati pubblicati dati su tutte le operazioni di mercato condotte dal 1999.

In occasione del suo decimo anniversario, il 1° giugno 2008 la BCE ha aperto le porte al grande pubblico. Per i 1.400 visitatori registrati sono state organizzate visite guidate dell'edificio, seminari, mostre e giochi.

Il programma *Cultural Days* della BCE, organizzato nel 2008 in collaborazione con tutte le BCN del SEBC, era dedicato all'UE e ha presentato contributi artistici di tutti i 27 Stati membri dell'UE. La manifestazione è stata fatta coincidere con le celebrazioni dell'anniversario della BCE, cui hanno preso parte i capi di Stato e di governo dell'UE e numerose personalità che hanno apportato un contributo importante alla realizzazione dell'UEM. È stato pubblicato un numero speciale del Bollettino mensile dedicato all'anniversario, in cui si passano in rassegna i primi dieci anni dell'UEM e si esaminano le sfide future. Il 13 e 14 novembre si è tenuta a Francoforte la quinta *Central Banking Conference* della BCE dal titolo *The euro at ten: lessons and challenges*, che ha riunito banchieri centrali, esponenti del mondo accademico, operatori di mercato e corrispondenti di mezzi di informazione provenienti da tutto il mondo.

Nel 2008 la BCE, insieme alla Národná banka Slovenska, ha organizzato una campagna di informazione in vista dell'introduzione dell'euro in Slovacchia il 1° gennaio 2009. Il logo "L'EURO, la NOSTRA moneta", sviluppato dall'Eurosistema, è stato utilizzato in tutte le attività di comunicazione relative all'introduzione dell'euro in Slovacchia. La campagna slovacca ha seguito il profilo della strategia di comunicazione sviluppata per Slovenia, Cipro e Malta. Essa ha perseguito l'obiettivo di aiutare i gestori professionali

del contante e il grande pubblico ad acquisire 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). In vista dell'introduzione della seconda serie di banconote in euro nei prossimi anni, è in fase di sviluppo una strategia di comunicazione da parte delle banche centrali dell'Eurosistema.



Quinta edizione della Central Banking Conference, 13-14 novembre 2008

**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 (16 dal 1° gennaio 2009). Il termine "Eurosistema" è stato adottato dal Consiglio direttivo al fine di agevolare la comprensione della struttura che svolge le 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 membri di tale struttura. Il trattato di Lisbona incorpora il termine "Eurosistema"¹.

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

¹ Per maggiori informazioni sul Trattato di Lisbona, cfr. la sezione 1.2 del capitolo 5.

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. 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 interni². 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 2008 due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso la Banca di Grecia ad Atene e l'altra presso la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a Bruxelles.

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. Il 18 dicembre 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere il suo attuale sistema di voto³ e di introdurre il sistema di rotazione solo quando il numero dei governatori dell'area dell'euro sarà superiore a 18⁴. Tale decisione è stata determinata dall'aumento, a 16 componenti, del numero dei governatori nel Consiglio direttivo, a seguito dell'adozione dell'euro da parte della Slovacchia il 1° gennaio 2009. Nel contempo il Consiglio direttivo ha deciso in

2 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.

3 Ai sensi dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, che limita il numero di governatori con diritto di voto a 15, ma prevede anche la possibilità per il Consiglio direttivo di differire l'attuazione del sistema di rotazione finché il numero di governatori non sia superiore a 18.

4 Cfr. il comunicato stampa del 18 dicembre 2008 e la Decisione BCE/2008/29 sulla proroga dell'avvio del sistema di rotazione nel Consiglio direttivo della Banca centrale europea.

merito ai principali aspetti dell'attuazione del sistema di rotazione⁵ da applicarsi quando il numero di governatori sarà superiore a 18. Dopo aver analizzato varie possibilità, il Consiglio direttivo ha optato per il seguente modello di rotazione: i governatori eserciteranno il diritto di voto a rotazione di un mese. Il numero dei governatori interessati dalla rotazione corrisponderà alla differenza fra il numero di governatori e il numero di voti attribuiti a ciascun gruppo meno due; in caso di numero negativo, sarà considerato il valore assoluto. Grazie a questo modello di rotazione, i periodi in cui i singoli governatori non hanno diritto di voto sono brevi ed è preservata, al contempo, una relativa stabilità nella composizione del collegio votante⁶.

5 Il 19 dicembre 2002 il Consiglio direttivo ha approvato un sistema di rotazione in base al quale i governatori delle BCN eserciteranno il diritto di voto con frequenze differenti, secondo un indicatore della dimensione relativa delle economie dei rispettivi paesi all'interno dell'area dell'euro. Sulla base di tale indicatore, i governatori delle BCN saranno assegnati a gruppi diversi. Tale assegnazione determina la frequenza con la quale i governatori possono esercitare il diritto di voto. Inizialmente vi saranno due gruppi che diventeranno tre quando i paesi dell'area dell'euro saranno 22. Per una descrizione del sistema di rotazione, cfr. anche il comunicato stampa del 20 dicembre 2002 all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>

6 La modalità a rotazione verrà formalmente messa in atto mediante una decisione della BCE che modificherà la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea; per ulteriori dettagli si rimanda a un articolo del Bollettino mensile che verrà pubblicato prossimamente.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Michael C. Bonello

Governatore della Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

(fino al 13 giugno 2008)

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Tony Grimes

Governatore *ad interim* della Central Bank and

Financial Services Authority of Ireland

(dal 19 luglio fino al 19 settembre 2008)

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland (dal 1° gennaio al

18 luglio 2008 e dal 20 settembre 2008)

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Klaus Liescher

Governatore della Oesterreichische

Nationalbank (fino al 31 agosto 2008)

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du

Luxembourg

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Ewald Nowotny

Governatore della Oesterreichische
Nationalbank (dal 1° settembre 2008)

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro

George A. Provopoulos

Governatore della Banca di Grecia

(dal 20 giugno 2008)

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Ivan Šramko⁷

Governatore della Národná banka Slovenska

(dal 1° gennaio 2009)

Jürgen Stark

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Panayotis-Aristidis Thomopoulos

Governatore *ad interim* della Banca di Grecia

(dal 14 giugno fino al 19 giugno 2008)

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente di De Nederlandsche Bank

Terza fila (da sinistra):

John Hurley,
Michael C. Bonello,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Miguel Fernández Ordóñez,
Yves Mersch

Seconda fila (da sinistra):

Christian Noyer,
Marko Kranjec,
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,
George A. Provopoulos,
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

Prima fila (da sinistra):

Ivan Šramko,
José Manuel González-Páramo,
Axel A. Weber, Nout Wellink,
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,
Jürgen Stark

Mario Draghi e Athanasios Orphanides non erano presenti quando è stata scattata la foto.

⁷ Il governatore della Národná banka Slovenska ha partecipato agli incontri del Consiglio direttivo nel 2008 in veste di "invitato speciale" in seguito alla decisione presa dal Consiglio Ecofin l'8 luglio 2008 di abrogare la deroga della Slovenia a decorrere dal 1° gennaio 2009.

I.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 livello elevato.

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

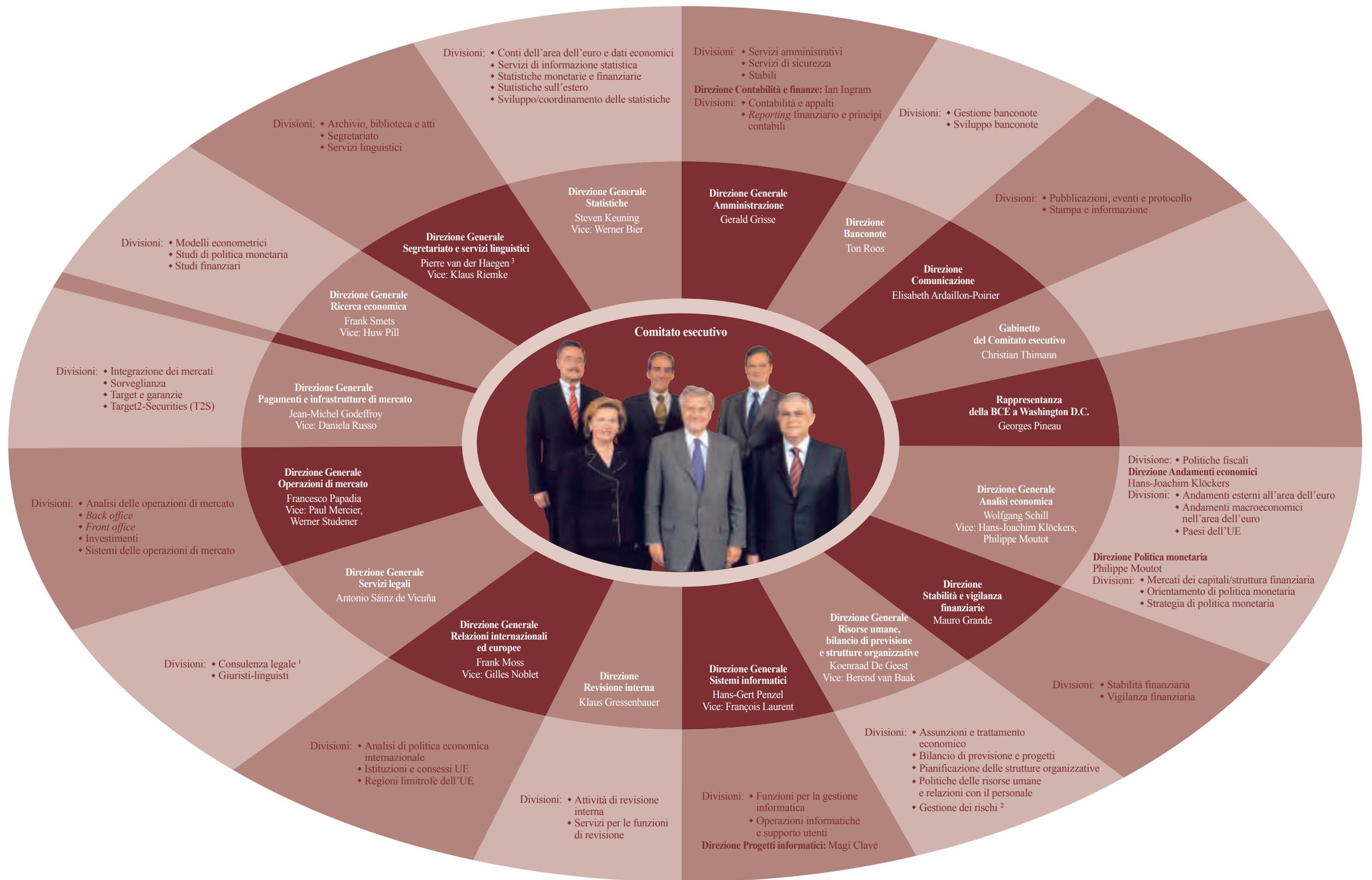
Membro del Comitato esecutivo della BCE

Jürgen Stark

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-Gugereit, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Include la funzione di protezione dei dati.

² Risponde direttamente al Comitato esecutivo.

³ Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

I.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti i 27 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 2008 il Consiglio generale si è riunito cinque volte.

Terza fila (da sinistra):

Marko Kranjec,
John Hurley,
Michael C. Bonello,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Miguel Fernández Ordóñez,
Yves Mersch, Christian Noyer

Seconda fila (da sinistra):

Ivan Šramko,
George A. Protopoulos,
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

Prima fila (da sinistra):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,
Guy Quaden, Ivan Iskrov,
Nils Bernstein, Andres Lipstok,
Sławomir Skrzypek, András Simor



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Nils Bernstein

Governatore della Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Governatore della Central Bank of Malta

Vitor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

(fino al 13 giugno 2008)

Tony Grimes

Governatore *ad interim* della Central Bank and

Financial Services Authority of Ireland

(dal 19 luglio fino al 19 settembre 2008)

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland

(dal 1° gennaio al 18 luglio 2008 e dal

20 settembre 2008)

Stefan Ingves

Governatore della Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Governatore della Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Governatore della Българска народна банка

(Banca nazionale di Bulgaria)

Mervyn King

Governatore della Bank of England

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Governatore della Oesterreichische

Nationalbank

(fino al 31 agosto 2008)

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands

Bank

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du

Luxembourg

Ewald Nowotny

Governatore della Oesterreichische

Nationalbank

(dal 1° settembre 2008)

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro

George A. ProvopoulosGovernatore della Banca di Grecia
(dal 20 giugno 2008)**Guy Quaden**Governatore della Nationale Bank van
België/Banque Nationale de Belgique**Ilmārs Rimševičs**

Governatore della Latvijas Banka

Reinoldijus ŠarkinasPresidente del Consiglio di amministrazione
della Lietuvos bankas**Slawomir Skrzypek**

Presidente della Narodowy Bank Polski

András Simor

Governatore della Magyar Nemzeti Bank

Ivan Šramko

Governatore della Národná banka Slovenska

Panayotis-Aristidis ThomopoulosGovernatore *ad interim* della Banca di Grecia
(dal 14 giugno fino al 19 giugno 2008)**Zdeněk Tůma**

Governatore della Česká národní banka

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente di De Nederlandsche Bank

1.5 I COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO, LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E LO STEERING COMMITTEE PER L'INFORMATICA DELL'EUROSISTEMA**COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO,
CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E LORO PRESIDENTI**Comitato per le questioni contabili e il reddito monetario
(AMICO)

Ian Ingram

Comitato per le relazioni internazionali (IRC)

José Viñals

Comitato per la vigilanza bancaria (BSC)

Peter Praet

Comitato legale (LEGCO)

Antonio Sáinz de Vicuña

Comitato per le banconote (BANCO)

Ton Roos

Comitato per le operazioni di mercato (MOC)

Francesco Papadia

Comitato per la metodologia dei costi (COMCO)

Wolfgang Duchatezek

Comitato per la politica monetaria (MPC)

Wolfgang Schill

Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC (ECCO)

Elisabeth Ardailon-Poirier

Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento (PSSC)

Jean-Michel Godeffroy

Comitato per le tecnologie informatiche (ITC)

Hans-Gert Penzel

Comitato per le statistiche (STC)

Steven Keuning

Comitato dei revisori interni (IAC)

Klaus Gressenbauer

Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM)

José de Matos

Conferenza per le risorse umane (HRC)

Koenraad De Geest

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. Al 31 dicembre 2008 risultavano istituiti 13 comitati dell'Eurosistema/SEBC ai sensi dell'articolo 9.1 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 (*Human Resources Conference*, HRC), 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.

In linea con la missione e i principi organizzativi dell'Eurosistema, che dichiarano lo scopo di sfruttare le sinergie all'interno dell'Eurosistema e di raggiungere guadagni di efficienza in termini di costo tramite economie di scala, nell'agosto 2007 il Consiglio direttivo ha istituito lo *Steering Committee* per l'informatica nell'Eurosistema (*Eurosystem IT Steering Committee*, EISC) con il mandato di apportare costanti miglioramenti nell'utilizzo dell'informatica all'interno dell'Eurosistema. Le responsabilità dell'EISC riguardano in particolare l'organizzazione informatica dell'Eurosistema e il suo scopo è

quello di accrescere l'efficienza e l'efficacia del processo decisionale del Consiglio direttivo sui progetti informatici e sulle operazioni informatiche dell'Eurosistema/SEBC. L'EISC, composto da un membro per banca centrale dell'Eurosistema, rende conto al Consiglio direttivo tramite il Comitato esecutivo.

1.6 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 revisione⁸. Nel 2008, nel contesto del compito statutario del Consiglio direttivo di formulare raccomandazioni al Consiglio UE sulla nomina dei revisori esterni per le banche centrali del SEBC, il Consiglio direttivo ha approvato un documento che definisce le buone prassi per la selezione dei revisori esterni e il conferimento del relativo mandato (*Good practices for the selection and mandate of External Auditors*) che è stato pubblicato sul sito Internet della BCE. Queste prassi, che

⁸ KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft è stato il revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari 2003-2007. A seguito della conclusione di un'asta pubblica d'appalto e in linea con la prassi concordata di rotazione delle società di revisione, il mandato di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari 2008-2012 è stato conferito a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

forniscono una guida di alto livello per ciascuna banca centrale dell'Eurosistema nella selezione dei revisori esterni e nella conseguente determinazione del mandato da conferire, consentono al Consiglio direttivo di formulare le proprie raccomandazioni al Consiglio UE sulla base di criteri di selezione armonizzati, coerenti e trasparenti.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio per cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della gestione dei propri rischi e controlli, nonché dell'efficacia e dell'efficienza delle proprie attività. Le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità in osservanza della tolleranza al rischio fissata *ex ante* dal Comitato esecutivo. 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. Nel 2008 la BCE ha continuato a fare progressi nel suo approccio alla gestione dei rischi operativi. In primo luogo, un'unità centrale della Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative ha coordinato un esercizio *top-down* in cui le aree operative hanno identificato i rischi operativi che, qualora si materializzassero, potrebbero avere significative conseguenze sul piano operativo, finanziario o di reputazione per la BCE. Sulla base di tale esercizio, sono stati approntati piani d'azione per la gestione di tali rischi. In secondo luogo, la BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno sviluppato un quadro per la gestione del rischio operativo per i compiti e i processi dell'Eurosistema che sarà attuato a partire dal 2009.

Indipendentemente dalla struttura di controllo interno e dal monitoraggio dei rischi della BCE, la Direzione Revisione interna svolge incarichi di revisione su mandato diretto del Comitato esecutivo. In conformità con il mandato definito dallo Statuto dei revisori della BCE⁹, essa

fornisce una garanzia e servizi di consulenza indipendenti e obiettivi, apportando un approccio sistematico alla valutazione e al miglioramento dell'efficacia dei processi di gestione dei rischi, di controllo e di *governance*. La Direzione Revisione interna aderisce agli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* 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 la *governance*, nell'aprile 2007 il Consiglio direttivo ha istituito un Comitato di *audit* della BCE, composto da tre dei suoi membri e presieduto da John Hurley (Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

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 funzionamento¹⁰. 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 Comitato

9 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

10 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9, i suoi emendamenti, GU C 10 del 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

esecutivo, che nello svolgimento dei loro compiti sono tenuti a conformarsi a elevati standard professionali e deontologici¹¹. 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 terzi¹². Il terzo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo¹³. 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 regolamento¹⁴ 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 decisione¹⁵, 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 BCE¹⁶, 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. La decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle

BCN e la riservatezza di talune materie proprie dell'espletamento delle funzioni della BCE¹⁷.

Nel 2008 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

11 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.

12 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.

13 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.

14 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.

15 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 C-11/00 Commissione delle Comunità europee contro BCE, Raccolta della giurisprudenza europea, pag. I-7147.

16 Decisione BCE/2004/3 sull'accesso pubblico ai documenti della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

17 In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, una sezione *Archives* è stata aggiunta nel sito Internet della BCE per fornire accesso alla documentazione storica.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LE RISORSE UMANE

Nel 2008 la BCE ha continuato ad applicare il proprio quadro di politiche in materia di risorse umane che incorpora i valori e i principi di base della BCE per le risorse umane¹⁸. Tale quadro spiega perché sono state scelte specifiche politiche per le risorse umane e come sono interconnesse. Nell'ambito di tale quadro, le politiche attinenti alla gestione delle risorse umane ricadono in quattro ambiti principali.

LA CULTURA AZIENDALE

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 gestione della diversità della BCE è basata sulla strategia della diversità lanciata nel 2006 e mira ad assicurare che tutti i membri del personale siano trattati con rispetto e che le loro prestazioni siano valutate in base al merito. Nel 2008 la BCE ha organizzato il suo primo *forum* sulla diversità dedicato ai dirigenti al fine di accrescere la consapevolezza sulle questioni della diversità e di condividere punti di vista ed esperienze sui vari argomenti legati a genere, nazionalità ed età.

I sei valori comuni della BCE (competenza, efficacia ed efficienza, integrità, spirito di squadra, 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 comportamento quotidiano e miglioramento delle prestazioni.

EVOLUZIONE DEL PERSONALE

I principi generali per la mobilità interna presso la BCE, che incoraggiano i membri del personale ad assumere una diversa posizione lavorativa ogni cinque anni di servizio, hanno continuato a ricevere notevole sostegno. La mobilità è considerata un'opportunità per il personale di ampliare le proprie competenze e sviluppare le proprie capacità e un mezzo per la BCE per

diffondere la consapevolezza tra il personale e accrescere le sinergie tra aree operative. La politica di assunzione interna, che dà risalto a competenze ampie, intende pertanto agevolare ulteriormente la mobilità interna del personale. Nel 2008 165 dipendenti, inclusi 17 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente per coprire altre posizioni, sia su base temporanea che a lungo termine.

Il programma di esperienza lavorativa esterna della BCE facilita il distacco di personale presso le 27 BCN dell'UE o importanti organizzazioni internazionali (ad esempio l'FMI e la BRI) per periodi da due a dodici mesi. Nel 2008 sono stati distaccati 23 dipendenti nell'ambito di tale programma. Inoltre, la BCE ha concesso periodi di congedo non retribuito, per una durata massima di tre anni, a 30 dipendenti. Molti di loro (19) hanno assunto impieghi presso BCN, organizzazioni internazionali o società private. Altri hanno utilizzato questi periodi di congedo non retribuito a fini di studio. A fine dicembre il numero totale dei dipendenti in congedo non retribuito era pari a 54 (contro 56 nel 2007), mentre il numero dei membri del personale in congedo parentale era pari a 26 (contro 23 nel 2007).

Oltre a promuovere la mobilità, anche attraverso la rotazione dei dirigenti, la strategia di gestione delle risorse umane ha continuato a vertere sullo sviluppo del personale della BCE e, in particolare, sul rafforzamento delle capacità di gestione tramite corsi di formazione e programmi di preparazione individuale. La formazione dei dirigenti si è incentrata sul miglioramento delle prestazioni dei team, sulle capacità di *leadership* e di assunzione, nonché su vari aspetti di *performance management*.

I dirigenti hanno inoltre partecipato all'esercizio obbligatorio annuale di *feedback* incrociato in cui i diretti collaboratori, i pari grado e i contatti esterni individuano le aree di sviluppo personale dei dirigenti. Sulla base dei risultati ottenuti da

¹⁸ I principi di base per le risorse umane sono: necessità organizzativa, gestione del personale decentralizzata, merito, diversità, condizioni di impiego interessanti e impegno reciproco.

tale esercizio di *feedback* incrociato sono stati predisposti programmi di *coaching* individuale.

La costante acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale resta una pietra angolare della strategia di gestione delle risorse umane della BCE. Come principio di base, l'apprendimento e lo sviluppo sono una responsabilità condivisa da personale e istituzione. Da un lato, la BCE fornisce le risorse finanziarie e il quadro formativo e i dirigenti definiscono le esigenze di formazione del personale per la posizione ricoperta al momento. Dall'altro lato, il personale deve fare quanto necessario per apprendere, crescere professionalmente e assicurare che le proprie competenze siano mantenute al massimo livello. 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 a carattere più tecnico e hanno inoltre beneficiato di programmi del SEBC oppure offerti dalle BCN.

Nel quadro della sua politica di formazione secondaria, la BCE ha consentito a 12 dipendenti di acquisire una qualifica che ne avrebbe incrementato le competenze professionali al di là dei requisiti richiesti dalla posizione ricoperta al momento.

ASSUNZIONI

Alla fine del 2008, il numero effettivo, equivalente a tempo pieno, dei dipendenti titolari di contratto con la BCE era pari a 1536¹⁹ (rispetto a 1478 alla fine del 2007).

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 le altre posizioni, che possono essere convertiti in contratti a tempo indeterminato in base a considerazioni organizzative e alle prestazioni individuali. I contratti a tempo determinato possono essere assegnati anche per sostituire personale a tempo indeterminato temporaneamente assente per periodi superiori a 12 mesi, ad esempio in caso

di congedo parentale o non retribuito. Nel 2008 la BCE ha offerto in totale 108 contratti a tempo determinato. Per contro, nel corso dell'anno, 45 membri del personale con contratti a tempo determinato o indeterminato hanno lasciato la BCE. Inoltre, nel 2008 sono stati sottoscritti 113 contratti a breve termine (in aggiunta ad alcune estensioni di contratto dal 2007) per coprire assenze di personale inferiori a un anno e 83 contratti a breve termine sono scaduti nel corso dell'anno.

La BCE offre inoltre contratti a breve termine a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali, consentendo così alla BCE e a tali organizzazioni di beneficiare dell'esperienza reciproca. L'assunzione a breve termine di personale delle BCN consente inoltre di alimentare lo spirito di squadra in seno al SEBC. Il 31 dicembre 2008 122 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali lavoravano alla BCE con varie funzioni (contro 91 il 31 dicembre 2007).

Nel settembre 2008 è stato stipulato il terzo gruppo di contratti accordati su base biennale non convertibile nel quadro del *Graduate Programme* della BCE, rivolto a dottori di ricerca con ampia formazione. La prima generazione di partecipanti ha completato il *Graduate Programme* nel 2008 e molti di loro si sono poi candidati con successo per posizioni a tempo determinato convertibili presso la BCE.

Le opportunità di tirocini interni offerti dalla BCE si sono focalizzate su studenti e laureati aventi una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione. Il 31 dicembre 2008 la BCE ospitava 84 tirocinanti.

Inoltre, la BCE ha offerto rispettivamente due borse di ricerca nell'ambito del *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aperto a

¹⁹ Escluso il personale in congedo non retribuito. Questo numero comprende i dipendenti con contratto a tempo indeterminato, a termine o a breve termine e i partecipanti al *Graduate Programme* della BCE, nonché il personale in congedo parentale e in aspettativa per motivi di salute.

economisti di spicco, e altre cinque nel contesto del *Lamfalussy Fellowship Programme*, dedicato a giovani ricercatori.

CONDIZIONI DI IMPIEGO

Tenendo conto dei più recenti sviluppi in materia di aspettativa di vita e finanziamento a lungo termine, la BCE ha effettuato una revisione del piano pensionistico offerto al proprio personale. I risultati di tale revisione dovrebbero essere applicati all'inizio del 2009.

Nel 2008 la BCE ha inoltre avviato una revisione delle sue procedure disciplinari e di appello. Le modifiche introdotte sono tese ad accrescere l'efficacia e l'efficienza di entrambe le procedure, preservando nel contempo i diritti concessi ai membri del personale.

Al fine di migliorare l'equilibrio tra vita professionale e privata e per sviluppare ulteriormente la capacità di tenuta della BCE, nel 2008 il Comitato esecutivo ha deciso di lanciare un progetto pilota teso a introdurre progressivamente il telelavoro. Una volta conclusa la fase pilota nel 2009, verranno valutati attentamente i vantaggi e gli svantaggi per prendere una decisione in merito a un'estensione del programma.

2.2 LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE

Nel 2008 le attività della Conferenza per le risorse umane (*Human Resources Conference*, HRC) e le sue sottostrutture hanno riguardato molteplici aspetti della formazione e dello sviluppo del personale. A seguito di un'analisi dei bisogni sono state sviluppate nuove attività di formazione del SEBC che saranno introdotte nel 2009. L'HRC ha inoltre assunto iniziative per accrescere la mobilità all'interno del SEBC, al fine di estendere le opportunità di reciproco apprendimento per il personale delle banche centrali dell'Eurosistema/SEBC e di promuovere lo spirito di cooperazione e di squadra.

Inoltre, al fine di uno scambio di esperienze e di un'evoluzione verso l'istituzione delle

migliori prassi, l'HRC e il Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC hanno organizzato una conferenza sulla comunicazione nell'ambito delle risorse umane a cui sono state rappresentate tutte le banche centrali del SEBC. Le riunioni dell'HRC hanno altresì trattato altre questioni, quali demografia, *assessment centres* e il futuro delle risorse umane in Europa, nonché le principali sfide fino al 2015.

2.3 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Nel 2008 le attività relative alla nuova sede della BCE nel distretto Ostend di Francoforte hanno avuto ulteriore sviluppo.

Nel mese di aprile 2008 sono cominciate sul nuovo lotto le opere propedeutiche ai lavori di costruzione. I due corpi di fabbrica di quattro piani, ai lati della Grossmarkthalle, sono stati demoliti manualmente e la maggior parte dei mattoni in clinker sono stati recuperati per il restauro dei prospetti della Grossmarkthalle, allo scopo di preservare il colore e le caratteristiche dei mattoni originali. Alla fine della primavera sono stati avviati, nella parte meridionale del lotto, i lavori di scavo per i due piani interrati delle torri per uffici e per il parcheggio sotterraneo riservato al personale. Sono stati, inoltre, realizzati i pali di fondazione. Tali lavori preliminari sono stati completati nel settembre 2008, nel rispetto dei tempi e dei costi previsti.

Il 6 maggio 2008, Petra Roth, Sindaco della Città di Francoforte, ha consegnato al Presidente della BCE il permesso per costruire la nuova sede. Tale permesso costituisce la formale approvazione legale per la realizzazione del nuovo edificio sul sito della Grossmarkthalle.

Il 25 giugno 2008 la BCE ha deciso di chiudere formalmente la procedura di gara d'appalto internazionale per l'individuazione di un *General Contractor* per l'affidamento dei lavori di costruzione della nuova sede, in quanto sotto il profilo economico la sola offerta ricevuta superava considerevolmente la previsione di spesa della BCE. Tra l'estate e l'autunno

del 2008 i progettisti e i consulenti hanno condotto analisi approfondite sulla situazione del mercato edile. Sulla base di tali analisi, nel novembre 2008, il Consiglio direttivo ha deciso di cambiare la strategia d'appalto, dividendo i lavori di costruzione in contratti e lotti separati, e, conseguentemente, indire una nuova gara di appalto. Nel corso del 2009 saranno, infatti, avviate circa 15 distinte procedure di gara a invito, per le opere strutturali, la realizzazione della facciata, delle altre parti dell'immobile, ecc. Tale strategia si prefigge lo scopo di raggiungere imprese di media grandezza e individuare società specializzate per ciascuna categoria di lavori, allo scopo di ottenere offerte più competitive. La strategia d'appalto sarà basata su condizioni contrattuali che prevedranno un'indicizzazione dei prezzi, spesso utilizzata nel mercato edile.

La BCE conferma l'impegno a rispettare i costi di costruzione, stimati in circa 500 milioni di euro (a prezzi costanti 2005). Tali costi sono rivalutati in linea con gli indici di prezzo ufficiali stilati dall'ufficio statistico tedesco (Statistisches Bundesamt). La costruzione della nuova sede, destinata a soddisfare le peculiari necessità della BCE, è considerata, in termini finanziari, la migliore opzione possibile.

Alla fine del 2009, dopo la valutazione delle offerte, il Consiglio direttivo deciderà quali azioni intraprendere.

2.4 L'UFFICIO DI COORDINAMENTO DEGLI ACQUISTI DELL'EUROSISTEMA

Nel luglio 2007 il Consiglio direttivo ha deciso di istituire un ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema (*Eurosystem Procurement Coordination Office*, EPCO) al fine di migliorare la cooperazione all'interno dell'Eurosistema in materia di acquisti. Un totale di 20 banche centrali del SEBC partecipa su base volontaria. Nel dicembre 2007 la Banque centrale du Luxembourg è stata prescelta come banca ospitante l'EPCO per il periodo dal 1° gennaio 2008 al 31 dicembre 2012. Nel 2008 sono stati assunti tutti e quattro i membri

del personale dell'EPCO e si sono tenute sette riunioni di esperti di acquisti delle banche centrali partecipanti. Il lavoro si è incentrato sulla definizione delle migliori prassi. Nel novembre 2008 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione che stabilisce il quadro per gli acquisti congiunti dell'Eurosistema. In base a tale decisione, che mira ad assicurare pari condizioni per le banche centrali che partecipano ad acquisti congiunti, il Consiglio direttivo ha altresì approvato un piano di acquisti per il 2009. L'EPCO è guidato dallo *Steering Committee* dell'EPCO che rende conto al Consiglio direttivo tramite il Comitato esecutivo.

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 dalle banche centrali del SEBC e dalle federazioni sindacali europee²⁰. Il suo obiettivo è di fornire informazioni e favorire il dibattito sulle questioni che possono avere maggiore impatto sulle condizioni del lavoro nelle banche centrali del SEBC.

Queste informazioni sono fornite in una *newsletter* semestrale e in occasione di incontri che si sono svolti in aprile e ottobre. Nel 2008 gli incontri si sono incentrati sulle questioni della cooperazione e della specializzazione nell'Eurosistema, sul Trattato di Lisbona e sul suo impatto sul SEBC, nonché sul ruolo delle operazioni di mercato e della vigilanza finanziaria in periodi di turbolenza. Sono state inoltre discusse questioni relative alla produzione e circolazione delle banconote, nonché ai sistemi di pagamento (*Target*, *Target2-Securities* e *CCBM2*). I rappresentanti del personale sono stati inoltre informati dei lavori in corso da parte dell'HRC.

È stato istituito un gruppo di lavoro *ad hoc* sulla produzione e circolazione di banconote. Ha coinvolto un numero molto limitato di partecipanti e ha mirato ad affrontare questioni tecniche relative alle banconote prima dell'assemblea plenaria del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC.

²⁰ Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI – Europa Finance) e European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 IL BILANCIO DELLA BCE

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2008

1 ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2008 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 dei risultati ottenuti sulla base di tali obiettivi è 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.

Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono riportati nella nota 29, *Spese per il personale*, del Bilancio.

RISORSE UMANE

Nel 2008 il numero medio dei dipendenti (equivalenti a tempo pieno) titolari di un

contratto con la BCE¹ è aumentato, passando da 1.448 a 1.499 unità. Alla fine del 2008 l'organico ammontava a 1.536 unità. Per ulteriori informazioni si rimanda alla nota 29, *Spese per il personale*, del Bilancio 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 dei paesi dell'area dell'euro ai sensi dell'articolo 30 dello Statuto del SEBC 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 quello di 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

¹ Nel conteggio sono inclusi i dipendenti con contratto a tempo indeterminato e determinato (sia a breve che a lungo termine), i partecipanti al Graduate Programme della BCE, il personale in congedo di maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

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 interno della BCE, e dal Consiglio direttivo coadiuvato dal BUCOM.

4 RISULTATO ECONOMICO

BILANCIO

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 DI 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. Al 31 dicembre 2007, tale fondo ammontava a 2.668.758.313 euro. Ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, anche la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno conferito rispettivamente 4.795.450 e 2.388.127 euro al fondo di accantonamento con effetto dal

1° gennaio 2008. In base agli esiti della sua valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2008, un importo aggiuntivo di 1.339.019.690 euro, portando la dotazione del fondo al massimo consentito di 4.014.961.580 euro. Il Consiglio direttivo ha deliberato che l'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

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 disporre sono riesaminate con cadenza annuale tenendo conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo.

RISULTATO ECONOMICO PER IL 2008

Il reddito netto della BCE prima del trasferimento al fondo accantonamento rischi è pari a 2.661 milioni di euro (286 milioni nel 2007). L'utile netto di 1.322 milioni di euro, risultante dopo il trasferimento, è stato distribuito alle BCN.

Nel 2007 l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e in misura minore dello yen giapponese ha comportato una diminuzione di circa 2,5 miliardi di euro del controvalore delle attività detenute dalla BCE denominate in tali valute, che è stata imputata al conto economico. Nel 2008 il deprezzamento dell'euro rispetto alle due valute ha dato luogo a plusvalenze non realizzate pari a circa 3,6 miliardi di euro, che sono state iscritte nei conti di rivalutazione, in linea con i criteri armonizzati di rilevazione contabile e

di redazione del bilancio definiti dal Consiglio direttivo per l'intero Eurosystema.

Gli interessi attivi netti si sono ridotti, passando da 2.421 milioni di euro a 2.381 milioni di euro, per effetto di due fattori principali: la riduzione degli interessi attivi netti denominati in dollari e l'aumento della remunerazione dei crediti delle BCN a fronte delle riserve ufficiali trasferite. La flessione degli interessi attivi netti è stata solo in parte compensata dall'incremento degli interessi attivi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosystema, che ha rispecchiato prevalentemente il generale aumento delle banconote in euro in circolazione.

Nel 2008 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono diminuiti rispetto all'esercizio precedente, passando da 779 a 662 milioni di euro, a causa principalmente del minore volume delle vendite di oro effettuate conformemente al Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali), entrato in vigore il 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria. La contrazione degli utili realizzati su tali operazioni è stata solo in parte compensata dai maggiori utili netti realizzati sulle vendite di titoli effettuate nel 2008, in seguito al calo dei tassi di interesse statunitensi verificatosi in tale anno.

Rispetto all'esercizio precedente le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 385 a 388 milioni di euro.

VARIAZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

In base alle Decisioni 2007/503/CE e 2007/504/CE del Consiglio del 10 luglio 2007, Cipro e Malta hanno adottato la moneta unica il 1° gennaio 2008. Di conseguenza, in conformità all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno versato, in tale data, la parte restante delle rispettive quote di sottoscrizione del capitale della BCE. Questi importi hanno determinato un incremento del

capitale versato della BCE da 4.127 milioni di euro il 31 dicembre 2007 a 4.137 milioni di euro il 1° gennaio 2008.

5 ALTRE INFORMAZIONI

PROBLEMATICHE AMBIENTALI

In aderenza al quadro per la politica ambientale adottato dalla BCE a fine 2007, durante l'esercizio in esame è stato stilato un inventario degli aspetti ecologici legati all'attività corrente della BCE, nonché una prima valutazione del suo impatto sull'ambiente. La BCE ha inoltre deciso di porre in essere un sistema di gestione ambientale conforme agli standard internazionali ISO 14001 ed EMAS e ha avviato un progetto volto a ottenerne la certificazione nel 2010; alcune misure sono già state attuate con successo nel corso del 2008.

GESTIONE DEI SERVIZI INFORMATICI

Nel 2008 la BCE è stata la prima banca centrale a ottenere la certificazione di conformità allo standard internazionale ISO/IEC 20000 per l'eccellenza nella gestione dei servizi informatici. Lo standard ISO/IEC 20000 descrive un insieme integrato di processi gestionali per un'efficace erogazione dei servizi informatici all'organizzazione e ai suoi clienti. L'applicazione dello standard ha già dato un contributo rilevante all'erogazione dei servizi informatici nella BCE, traducendosi in vantaggi concreti e in un elevato grado di soddisfazione degli utenti finali.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2008

ATTIVO	NOTA N.	2008 €	2007 €
Oro e crediti in oro	1	10.663.514.154	10.280.374.109
Credit denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI		346.651.334	449.565.998
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		41.264.100.632	28.721.418.912
		41.610.751.966	29.170.984.910
Credit denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2	22.225.882.711	3.868.163.459
Credit denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		629.326.381	0
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	25.006	13.774
Credit interni all'Eurosistema	5		
Crediti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		61.021.794.350	54.130.517.580
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		234.095.515.333	17.241.183.222
		295.117.309.683	71.371.700.802
Altre attività	6		
Immobilizzazioni materiali		202.690.344	188.209.963
Altre attività finanziarie		10.351.859.696	9.678.817.294
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"		23.493.348	34.986.651
Ratei e risconti attivi		1.806.184.794	1.365.938.582
Varie		1.272.185.672	69.064.934
		13.656.413.854	11.337.017.424
Totale attivo		383.903.223.755	126.028.254.478

PASSIVO	NOTA N.	2008 €	2007 €
Banconote in circolazione	7	61.021.794.350	54.130.517.580
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	8	1.020.000.000	1.050.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9	253.930.530.070	14.571.253.753
Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	10	272.822.807	0
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	10		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività		1.444.797.283	667.076.397
Passività interne all'Eurosistema	11		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali		40.149.615.805	40.041.833.998
Altre passività	12		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"		1.130.580.103	69.589.536
Ratei e risconti passivi		2.284.795.433	1.848.257.491
Varie		1.797.414.878	659.763.920
		5.212.790.414	2.577.610.947
Accantonamenti	13	4.038.858.227	2.693.816.002
Conti di rivalutazione	14	11.352.601.325	6.169.009.571
Capitale e riserve	15		
Capitale		4.137.159.938	4.127.136.230
Utile dell'esercizio		1.322.253.536	0
Totale passivo		383.903.223.755	126.028.254.478

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2008

	NOTA N.	2008 €	2007 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		997.075.442	1.354.887.368
Interessi attivi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		2.230.477.327	2.004.355.782
Altri interessi attivi		8.430.894.437	4.380.066.479
<i>Interessi attivi</i>		<i>11.658.447.206</i>	<i>7.739.309.629</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(1.400.368.012)	(1.356.536.045)
Altri interessi passivi		(7.876.884.520)	(3.962.006.944)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(5.318.542.989)</i>
Interessi attivi netti	23	2.381.194.674	2.420.766.640
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	24	662.342.084	778.547.213
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	25	(2.662.102)	(2.534.252.814)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo		(1.339.019.690)	(286.416.109)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(679.339.708)	(2.042.121.710)
Spese nette per provvigioni e commissioni	26	(149.007)	(621.691)
Proventi da azioni e partecipazioni	27	882.152	920.730
Altri proventi	28	7.245.593	6.345.668
Proventi totali netti		1.709.833.704	385.289.637
Spese per il personale	29	(174.200.469)	(168.870.244)
Spese di amministrazione	30	(183.224.063)	(184.589.229)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali		(23.284.586)	(26.478.405)
Servizi di produzione di banconote	31	(6.871.050)	(5.351.759)
Utile dell'esercizio		1.322.253.536	0

Francoforte sul Meno, 24 febbraio 2009

BANCA CENTRALE EUROPEA

Jean-Claude Trichet
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO ¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della 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 della BCE 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.

Ad eccezione dei titoli, le operazioni su strumenti finanziari denominati in valuta estera sono 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; 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 registrati su base giornaliera e, pertanto, incidono giornalmente sulla posizione in valuta.

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 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 2008, è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre.

TITOLI

Tutti i titoli negoziabili e le altre attività analoghe sono valutati singolarmente sulla base dei prezzi medi di mercato oppure della relativa curva dei rendimenti alla data di riferimento del bilancio.

¹ I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono definiti in dettaglio nella Decisione BCE/2006/17, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38, e successive modifiche.

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.

Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2008 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre. I titoli non negoziabili sono valutati al costo, mentre le azioni illiquide sono valutate al costo tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore.

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 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 operazioni 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 operazioni 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 in contanti presso un conto della BCE. Nel 2008 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 e degli swap su tassi di interesse si basa su metodi comunemente accettati che prevedono l'utilizzo dei prezzi e dei tassi di mercato e dei fattori di

sconto osservabili tra le date 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 significativa sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

I fatti contabili rilevanti successivi alla data di chiusura del bilancio che non hanno effetti sulle attività e passività a tale data sono riportati nelle note.

SALDI INTRA-SEBC E SALDI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell'UE; hanno luogo principalmente tramite Target2³, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. capitolo 2), e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le banche centrali dell'UE collegate a Target2. 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 denominati in euro 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 nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione al sistema Target2⁴, sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

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 su tutto il periodo per il quale ci si attende che il bene sia disponibile per l'utilizzo, secondo lo schema seguente:

Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Impianti, mobili e attrezzature	10 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 al conto economico prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede.

3 Il sistema di prima generazione, tecnicamente decentrato, è stato progressivamente sostituito dal sistema di seconda generazione (Target2), che si basa su un'unica infrastruttura tecnica, ossia la piattaforma unica condivisa (Single Shared Platform, SSP). La migrazione a Target2, avviata nel novembre 2007, è stata completata nel maggio 2008.

4 Al 31 dicembre 2008 partecipavano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski ed Eesti Pank.

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 della BCE 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 BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema⁵. L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di

⁵ 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.

ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote⁶.

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 fruttifera⁷, 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". Tale reddito è dovuto alle BCN nello stesso esercizio finanziario in cui matura, ma viene loro conferito il secondo giorno lavorativo dell'anno seguente⁸. 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/o 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.

RICLASSIFICAZIONI

Nell'esercizio 2008 alcune voci sono state riclassificate a fini di presentazione del bilancio e i corrispondenti saldi al 31 dicembre 2007 sono stati modificati di conseguenza. Tali riclassificazioni sono illustrate nelle note allo stato patrimoniale⁹.

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 PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2012.

6 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.

7 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.

8 Decisione BCE/2005/11, del 17 novembre 2005, relativa alla distribuzione del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti, GU L 311 del 26.11.2005, pag. 41.

9 Le riclassificazioni sono conformi ai criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE definiti nella Decisione BCE/2006/17, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38, e successive modifiche.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

1 ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2008 la BCE deteneva 17.156.546 once di oro fino (18.091.733 nel 2007). La riduzione di questa voce è dovuta in primo luogo a vendite di oro fino per un totale di 963.987 once effettuate conformemente al Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali) entrato in vigore il 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria, e in secondo luogo al trasferimento di 19.151 e 9.649 once di oro fino¹⁰ da parte della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta, rispettivamente, allorché Cipro e Malta hanno adottato la moneta unica, ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC. La diminuzione del controvalore in euro di tali consistenze, risultante da queste operazioni, è stata più che compensata dal notevole incremento del prezzo dell'oro registrato nel corso del 2008 (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 2008, 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 E CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste due poste sono rappresentate da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi. In precedenza l'ammortamento degli sconti e dei premi su titoli denominati in valuta estera confluiva, rispettivamente, nei "Ratei e risconti attivi" e nei "Ratei e risconti passivi". A fini di presentazione del bilancio, la BCE ha deciso di riclassificare queste voci nei "Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero". I corrispondenti saldi al 31 dicembre 2007 sono stati modificati di conseguenza.

Crediti verso non residenti nell'area dell'euro	2008 €	2007 €	Variazione €
Conti correnti	5.808.582.148	761.073.851	5.047.508.297
Depositi del mercato monetario	573.557.686	688.783.688	(115.226.002)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	379.961.453	543.247.188	(163.285.735)
Investimenti in titoli	34.501.999.345	26.728.314.185	7.773.685.160
Totale	41.264.100.632	28.721.418.912	12.542.681.720

Crediti verso residenti nell'area dell'euro	2008 €	2007 €	Variazione €
Conti correnti	619.534	574.945	44.589
Depositi del mercato monetario	22.225.263.177	3.867.588.514	18.357.674.663
Totale	22.225.882.711	3.868.163.459	18.357.719.252

L'incremento dei conti correnti presso non residenti nell'area dell'euro è dovuto principalmente al regolamento della parte in corone danesi delle operazioni di *swap* con la

¹⁰ I trasferimenti, per un controvalore complessivo di 16,5 milioni di euro, sono stati eseguiti con effetto dal 1° gennaio 2008.

Danmarks Nationalbank in essere al 31 dicembre 2008 per 3,9 miliardi di euro (cfr. la nota 20, *Operazioni di swap e a termine in valuta*), nonché ai saldi in franchi svizzeri, per un controvalore di 1,2 miliardi di euro, connessi all'accordo di *swap* con la Banca nazionale svizzera¹¹ (cfr. la nota 9, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*). Inoltre, all'aumento del valore totale di queste voci hanno contribuito l'apprezzamento dello yen giapponese e del dollaro statunitense nei confronti dell'euro, le plusvalenze non realizzate su titoli (cfr. la nota 14, *Conti di rivalutazione*), l'investimento dei proventi delle vendite di oro (cfr. la nota 1, *Oro e crediti in oro*), nonché i redditi derivanti soprattutto dal portafoglio in dollari.

I depositi relativi alle operazioni condotte dalle banche centrali dell'Eurosistema per fornire liquidità in dollari agli enti creditizi dell'area dell'euro sono inclusi nella componente dei depositi del mercato monetario presso residenti nell'area dell'euro.

Inoltre, allorché Cipro e Malta hanno adottato la moneta unica, con effetto dal 1° gennaio 2008, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno trasferito alla BCE dollari statunitensi per un controvalore complessivo di 93,5 milioni di euro in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

Consistenze nette in valuta estera¹² (dollari statunitensi e yen giapponesi) detenute dalla BCE al 31 dicembre 2008:

	milioni, nell'unità monetaria
Dollari statunitensi	40.062
Yen giapponesi	1.084.548

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Nell'esercizio 2007 i depositi del mercato monetario e i conti correnti presso non residenti nell'area dell'euro detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve della BCE risultavano inclusi in questa voce. La BCE ha

deciso di riclassificare tali consistenze in un portafoglio specifico, ora esposto alla voce "Altre attività finanziarie". Il corrispondente saldo al 31 dicembre 2007 è stato modificato di conseguenza.

Al 31 dicembre 2008 tale posta comprendeva essenzialmente un credito pari a 460,0 milioni di euro verso la Magyar Nemzeti Bank, concesso nell'ambito di un accordo concluso con la BCE su operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine. In virtù dell'accordo, la Magyar Nemzeti Bank dispone di una linea di credito, fino a 5 miliardi di euro, finalizzata a sostenere le proprie operazioni nazionali di erogazione di liquidità in euro.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Nell'esercizio 2007 i depositi del mercato monetario e i conti correnti presso residenti nell'area dell'euro detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve della BCE risultavano inclusi in questa voce. La BCE ha deciso di riclassificare tali consistenze in un portafoglio specifico, ora esposto alla voce "Altre attività finanziarie". Il corrispondente saldo al 31 dicembre 2007 è stato modificato di conseguenza.

Al 31 dicembre 2008, questa posta dell'attivo è rappresentata da un conto corrente presso un residente nell'area dell'euro.

11 I saldi in franchi svizzeri riflettono le misure di controllo dei rischi adottate dalla BCE nelle operazioni di swap euro/franchi; sono pertanto applicati margini iniziali del 5 per cento per le operazioni a una settimana e del 15 per cento per quelle a 84 giorni.

12 Attività meno passività denominate nelle rispettive divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle 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 residenti nell'area dell'euro", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio" (lato del passivo) 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 degli strumenti finanziari denominati in valuta estera.

5 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

CREDITI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

In questa posta di bilancio confluiscono 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)

Nel 2008 la voce include prevalentemente i saldi Target2 delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). L'incremento di questa posta di bilancio è riconducibile principalmente alle operazioni di *back-to-back swap* condotte con le BCN nell'ambito delle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi (cfr. la nota 9, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

Questa voce comprende anche il saldo a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro a titolo di distribuzione provvisoria del reddito della BCE derivante dalle banconote (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2008 €	2007 €
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	420.833.781.929	145.320.642.526
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(185.532.591.178)	(128.079.459.304)
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria del reddito della BCE derivante dalle banconote	(1.205.675.418)	0
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	234.095.515.333	17.241.183.222

6 ALTRE ATTIVITÀ

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Voci iscritte al 31 dicembre 2008:

	2008 €	2007 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	159.972.149	156.964.236	3.007.913
Computer (hardware e software)	174.191.055	168.730.634	5.460.421
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	28.862.720	27.105.564	1.757.156
Immobilizzazioni in corso	83.407.619	59.791.855	23.615.764
Altre immobilizzazioni	3.577.485	1.195.290	2.382.195
Costo totale	450.011.028	413.787.579	36.223.449
Ammortamento cumulato			
Terreni e fabbricati	(59.885.983)	(49.672.589)	(10.213.394)
Computer (hardware e software)	(160.665.542)	(150.195.777)	(10.469.765)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	(26.618.732)	(25.562.068)	(1.056.664)
Altre immobilizzazioni	(150.427)	(147.182)	(3.245)
Ammortamento cumulato totale	(247.320.684)	(225.577.616)	(21.743.068)
Valore netto contabile	202.690.344	188.209.963	14.480.381

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è in gran parte attribuibile ai lavori iniziali connessi alla realizzazione della nuova sede della BCE. I trasferimenti da tale posta alle immobilizzazioni pertinenti verranno effettuati in seguito all'entrata in funzione dei beni.

ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

L'ammortamento degli sconti e dei premi su titoli denominati in euro confluiva in precedenza rispettivamente nei "Ratei e risconti attivi" e nei "Ratei e risconti passivi". A fini di presentazione del bilancio, la BCE ne ha deciso la riclassificazione in questa voce. Risultano ora iscritti in questa voce anche i depositi del

mercato monetario e i conti correnti in euro detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve della BCE (cfr. le note 3, *Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro*, e 4, *Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*). I corrispondenti saldi al 31 dicembre 2007 sono stati modificati di conseguenza.

Le principali componenti di questa voce sono:

	2008 €	2007 €	Variazione €
Conti correnti in euro	4.936.630	5.153.295	(216.665)
Depositi in euro del mercato monetario	150.000.000	120.000.000	30.000.000
Titoli denominati in euro	9.675.505.128	8.843.080.586	832.424.542
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	479.293.075	668.392.837	(189.099.762)
Altre attività finanziarie	42.124.863	42.190.576	(65.713)
Totale	10.351.859.696	9.678.817.294	673.042.402

(a) I conti correnti, i depositi del mercato monetario, i titoli 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 netto del valore delle attività detenute a fronte dei fondi propri della BCE è ascrivibile soprattutto all'investimento, nell'ambito di tale portafoglio, dell'ammontare trasferito al fondo di accantonamento della BCE per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro nel 2007, alle plusvalenze non realizzate su titoli (cfr. la nota 14, *Conti di rivalutazione*) e ai redditi ricevuti sul portafoglio a fronte dei fondi propri.

(b) La BCE detiene 3.211 azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Nel 2008 la componente principale di questa voce è rappresentata dalle plusvalenze da valutazione su operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 19, *Swap su tassi di interesse*).

RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel bilancio 2008 la voce include gli interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema per l'ultimo trimestre (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio), pari a 500,4 milioni di euro, e 648,9 milioni di euro a titolo di interessi attivi maturati sui saldi Target2 dovuti dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro per l'ultimo mese dell'esercizio.

Questa posta comprende inoltre interessi maturati su titoli (cfr. anche le note 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*, e 6, *Altre attività*) e altre attività finanziarie.

VARIE

In questa posta di bilancio confluisce prevalentemente il reddito riveniente alla BCE dalle banconote da corrispondere alle BCN conformemente allo schema di distribuzione provvisoria (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio, e la nota 5, *Crediti interni all'Eurosistema*).

La voce si compone anche dei saldi positivi derivanti dalle operazioni di *swap* e da quelle a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2008 (cfr. la nota 20, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Questi saldi derivano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a

fronte dei controvalori in euro per i quali queste sono state inizialmente registrate (cfr. la sezione *Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

È inoltre incluso un credito nei confronti del ministero delle finanze della Repubblica federale di Germania 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

In questa voce confluiscono 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 Target2.

9 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce è costituita principalmente da una passività nei confronti della Federal Reserve per un ammontare di 219,7 miliardi di euro, connessa al programma di anticipazioni a termine tramite asta (Term Auction Facility) di dollari statunitensi. In questo contesto, la Federal Reserve ha erogato alla BCE dollari statunitensi mediante un accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*), concluso allo scopo di offrire finanziamenti a breve termine in

dollari alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha condotto simultaneamente operazioni di *back-to-back swap* con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali hanno utilizzato la liquidità così ottenuta per eseguire operazioni di immissione di liquidità in dollari (operazioni temporanee e di *swap*) con le controparti dell'Eurosistema. Le operazioni di *back-to-back swap* condotte fra la BCE e le BCN hanno dato luogo a saldi all'interno dell'Eurosistema registrati alla voce *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*.

In questa posta è ricompresa anche una passività pari a 18,4 miliardi di euro verso la Banca nazionale svizzera, che ha erogato franchi svizzeri mediante un accordo di *swap* concluso per offrire finanziamenti a breve termine nella valuta elvetica alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha condotto contemporaneamente operazioni di *swap* con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali hanno utilizzato la liquidità così ottenuta per eseguire operazioni di immissione di liquidità in franchi svizzeri contro euro (operazioni di *swap*) con le controparti dell'Eurosistema. Le operazioni di *swap* condotte tra la BCE e le BCN hanno dato luogo a saldi all'interno dell'Eurosistema registrati alla voce *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*. Un'ulteriore componente di questa posta è rappresentata da una passività di 15,4 miliardi di euro verso la Banca nazionale svizzera, che ha collocato presso la BCE fondi in euro ricevuti da operazioni con altre controparti.

La voce comprende, per il resto, i saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che derivano da operazioni effettuate tramite Target2 (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 RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce include prevalentemente le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con residenti e non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

	Fino al 31 dicembre 2007 €	Dal 1° gennaio 2008 ¹ €
Banka Slovenije	183.995.238	183.995.238
Suomen Pankki - Finlands Bank	717.086.011	717.086.011
Totale	40.041.833.998	40.149.615.805

1) I singoli importi sono arrotondati all'euro. Eventuali discrepanze fra la somma delle singole componenti e il totale sono dovute ad arrotondamenti.

11 PASSIVITÀ INTERNE ALL'EUROSISTEMA

Costituiscono 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. Esse sono remunerare 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 23, *Interessi attivi netti*).

Il trasferimento di riserve valutarie da parte della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta all'atto dell'adozione della moneta unica nei due paesi, ha determinato un incremento di 107.781.807 euro di tali passività.

I crediti della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta sono stati fissati rispettivamente a 71.950.549 euro e a 35.831.258 euro in modo da assicurare che il rapporto fra tali crediti e l'ammontare complessivo dei crediti delle altre BCN dei paesi che hanno adottato l'euro fosse pari al rapporto fra le quote attribuite alle due BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e quelle complessivamente attribuite alle altre BCN partecipanti. La differenza fra il credito e il valore delle attività trasferite (cfr. le note 1, *Oro e crediti in oro*, e 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*) è stata contabilizzata come parte dei contributi delle due BCN, dovuti in base all'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, alle riserve e agli accantonamenti equivalenti a riserve della BCE in essere al 31 dicembre 2007 (cfr. le note 13, *Fondi di accantonamento*, e 14, *Conti di rivalutazione*).

	Fino al 31 dicembre 2007 €	Dal 1° gennaio 2008 ¹ €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.423.341.996	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.821.492.402	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511.833.966	511.833.966
Banca di Grecia	1.046.595.329	1.046.595.329
Banco de España	4.349.177.351	4.349.177.351
Banque de France	8.288.138.644	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.217.924.641	7.217.924.641
Banca centrale di Cipro	-	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	90.730.275	90.730.275
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.243.025.226	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.161.289.918	1.161.289.918
Banco de Portugal	987.203.002	987.203.002

12 ALTRE PASSIVITÀ

DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2008 (cfr. la nota 20, *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 che si ottiene dalla conversione delle operazioni

al costo medio della rispettiva divisa (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio, nonché la nota 6, *Altre attività*).

Anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse confluiscono in questa voce.

RATEI E RISCOINTI PASSIVI

La voce è costituita prevalentemente da interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE (cfr. la nota 11, *Passività interne all'Eurosistema*), per un ammontare di 1,4 miliardi di euro. Sono inoltre compresi i ratei passivi sui saldi dovuti alle BCN in relazione a Target2, quelli su strumenti finanziari (cfr. anche le note 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*, e 6, *Altre attività*) e altri ratei.

VARIE

La voce si compone essenzialmente dei saldi negativi connessi alle operazioni di *swap* e a quelle a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2008 (cfr. la nota 20, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Questi saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali queste sono state inizialmente registrate (cfr. la sezione *Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In tale voce confluiscono inoltre le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 337,6 milioni di euro, collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 6, *Altre attività*) e la passività netta relativa agli obblighi pensionistici della BCE, come di seguito illustrato.

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):

	2008 milioni di euro	2007 milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	317,0	285,8
Fair value delle attività a servizio del piano	(226,7)	(229,8)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	7,6	35,4
Passività iscritta nello stato patrimoniale	97,9	91,4

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 42,3 milioni di euro (36,8 milioni nel 2007).

Sono di seguito esposti gli importi iscritti nel conto economico per gli esercizi 2008 e 2007 alle voci *Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti*, *Interessi sull'obbligazione*, *Rendimento atteso sulle attività del piano* e *(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio*.

	2008 milioni di euro	2007 milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	24,7	26,5
Interessi sull'obbligazione	10,7	8,6
Rendimento atteso sulle attività del piano	(10,0)	(7,9)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	(1,1)	0
Totale incluso in Spese per il personale	24,3	27,2

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), la quota degli utili 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 è ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti:

	2008 milioni di euro	2007 milioni di euro
Obbligazione a benefici definiti iniziale	285,8	258,5
Costo previdenziale	24,7	26,5
Spesa per interessi	10,7	8,6
Contributi versati dai partecipanti al piano	17,9	14,2
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	(12,3)	2,5
Benefici versati	(3,8)	(2,5)
(Utili)/perdite attuariali	(6,0)	(22,0)
Obbligazione a benefici definiti finale	317,0	285,8

Variazioni del *fair value* delle attività a servizio del piano:

	2008 milioni di euro	2007 milioni di euro
<i>Fair value</i> iniziale delle attività a servizio del piano	229,8	195,3
Rendimento atteso	10,0	7,9
Utili/(perdite) attuariali	(32,7)	(4,0)
Contributi versati dal datore di lavoro	17,5	16,2
Contributi versati dai partecipanti al piano	17,8	14,1
Benefici versati	(3,4)	(2,2)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	(12,3)	2,5
<i>Fair value</i> finale delle attività a servizio del piano	226,7	229,8

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 nella tavola seguente. Il tasso di rendimento atteso delle attività a servizio del piano viene utilizzato dagli attuari per il calcolo dell'imputazione annuale al conto economico.

	2008 %	2007 %
Tasso di attualizzazione	5,75	5,30
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,50	6,50
Incrementi retributivi futuri	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	2,00	2,00

13 FONDI DI ACCANTONAMENTO

La voce comprende un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, nonché altri accantonamenti di varia natura. Tra questi è incluso un adeguato 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 nuova sede.

Al 31 dicembre 2005, 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. Il fondo di accantonamento verrà utilizzato, nella misura considerata necessaria dal Consiglio direttivo, per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. L'ammontare di tale accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione ai rischi summenzionati. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la

misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo¹³. L'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Al 31 dicembre 2007 il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro ammontava a 2.668.758.313 euro; ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta vi hanno conferito i rispettivi contributi di 4.795.450 euro e 2.388.127 euro con effetto dal 1° gennaio 2008. Alla luce degli esiti della relativa valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire al 31 dicembre 2008 un importo aggiuntivo di 1.339.019.690 euro¹⁴, portando il fondo a 4.014.961.580 euro – ammontare corrispondente al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro al 31 dicembre 2008 – e riducendo l'utile netto a 1.322.253.536 euro.

14 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività. Ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno trasferito rispettivamente 11,1 milioni di euro e 5,5 milioni di euro a questo titolo con effetto dal 1° gennaio 2008.

	2008 €	2007 €	Variazione €
Oro	6.449.713.267	5.830.485.388	619.227.879
Valuta estera	3.616.514.710	0	3.616.514.710
Titoli e altri strumenti	1.286.373.348	338.524.183	947.849.165
Totale	11.352.601.325	6.169.009.571	5.183.591.754

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2008	2007
Dollari statunitensi per euro	1,3917	1,4721
Yen giapponesi per euro	126,14	164,93
Euro per DSP	1,1048	1,0740
Franchi svizzeri per euro	1,4850	non applicabile
Corone danesi per euro	7,4506	non applicabile
Euro per oncia di oro fino	621,542	568,236

15 CAPITALE E RISERVE

CAPITALE

In base alle Decisioni 2007/503/CE e 2007/504/CE del Consiglio del 10 luglio 2007, emanate in virtù dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, Cipro e Malta hanno adottato la moneta unica il 1° gennaio 2008. Conformemente all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e agli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 31 dicembre 2007¹⁵, al 1° gennaio 2008 la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno versato rispettivamente 6.691.401 euro e 3.332.307 euro, che rappresentano gli importi restanti delle loro quote di sottoscrizione del capitale della BCE. Il capitale versato della BCE è pertanto aumentato da 4.127.136.230 euro al 31 dicembre 2007 a 4.137.159.938 euro al 1° gennaio 2008, come indicato nella tavola¹⁶.

¹³ Cfr. anche il capitolo 2 del Rapporto annuale della BCE.

¹⁴ Il trasferimento è stato finanziato attraverso plusvalenze realizzate su vendite di oro pari a 0,3 miliardi di euro e il reddito riveniente alla BCE dalle banconote in euro in circolazione per 1,0 miliardi di euro.

¹⁵ Decisione BCE/2007/22, del 31 dicembre 2007, 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 Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta, GU L 28 dell'1.2.2008, pag. 36; Accordo, del 31 dicembre 2007, tra la Banca centrale europea e la Banca centrale di Cipro riguardo alla somma accreditata alla Banca centrale di Cipro 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 29 dell'1.2.2008, pag. 4; Accordo, del 31 dicembre 2007, tra la Banca centrale europea e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta riguardo alla somma accreditata alla Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta 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 29 dell'1.2.2008, pag. 6.

¹⁶ 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.

	Quota di capitale sottoscritto fino al 31 dicembre 2007 %	Capitale versato fino al 31 dicembre 2007 €	Quota di capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2008 %	Capitale versato dal 1° gennaio 2008 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	142.334.200	2,4708	142.334.200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1.182.149.240	20,5211	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51.183.397	0,8885	51.183.397
Banca di Grecia	1,8168	104.659.533	1,8168	104.659.533
Banco de España	7,5498	434.917.735	7,5498	434.917.735
Banque de France	14,3875	828.813.864	14,3875	828.813.864
Banca d'Italia	12,5297	721.792.464	12,5297	721.792.464
Banca centrale di Cipro	-	-	0,1249	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9.073.028	0,1575	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3.583.126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224.302.523	3,8937	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116.128.992	2,0159	116.128.992
Banco de Portugal	1,7137	98.720.300	1,7137	98.720.300
Banka Slovenije	0,3194	18.399.524	0,3194	18.399.524
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2448	71.708.601	1,2448	71.708.601
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	69,5092	4.004.183.400	69,6963	4.014.961.580
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8833	3.561.869	0,8833	3.561.869
Česká národní banka	1,3880	5.597.050	1,3880	5.597.050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6.104.333	1,5138	6.104.333
Eesti Pank	0,1703	686.727	0,1703	686.727
Banca centrale di Cipro	0,1249	503.654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1.134.330	0,2813	1.134.330
Lietuvos bankas	0,4178	1.684.760	0,4178	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5.299.051	1,3141	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0622	250.819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19.657.420	4,8748	19.657.420
Banca Națională a României	2,5188	10.156.952	2,5188	10.156.952
Národná banka Slovenska	0,6765	2.727.957	0,6765	2.727.957
Sveriges Riksbank	2,3313	9.400.866	2,3313	9.400.866
Bank of England	13,9337	56.187.042	13,9337	56.187.042
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro	30,4908	122.952.830	30,3037	122.198.358
Totale	100,0000	4.127.136.230	100,0000	4.137.159.938

Le BCN dei paesi non appartenenti 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. Alla fine del 2008 tale contributo ammontava a un totale di 122.198.358 euro. Le BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro 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.

16 FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

MODIFICA ALLO SCHEMA DI SOTTOSCRIZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

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 quinquennale¹⁷. Dall'istituzione della BCE, il secondo di tali adeguamenti è stato apportato il 1° gennaio 2009. 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 europea¹⁸, le quote delle BCN nel capitale della BCE sono state modificate il 1° gennaio 2009. Il nuovo schema di sottoscrizione è riportato di seguito.

	Quota di capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2008 al 31 dicembre 2008 %	Quota di capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2009 %
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro	30,3037	30,2085
Totale	100,0000	100,0000

INGRESSO DELLA SLOVACCHIA NELL'AREA DELL'EURO

In base alla Decisione 2008/608/CE del Consiglio, dell'8 luglio 2008, emanata in virtù dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la Slovacchia ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2009. Conformemente all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e agli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 31 dicembre 2008¹⁹, la Národná banka Slovenska ha versato un ammontare di 37.216.407 euro al 1° gennaio 2009, che rappresenta l'importo restante della sua quota di sottoscrizione del capitale della BCE. Ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, la Národná banka Slovenska ha trasferito in totale alla BCE riserve ufficiali per un controvalore di 443.086.156 euro con effetto dal 1° gennaio 2009. La somma totale conferita è stata determinata moltiplicando il valore in euro, ai tassi di cambio vigenti al 31 dicembre 2008, delle riserve valutarie già trasferite alla BCE per il rapporto fra la quota del capitale sottoscritta dalla Národná banka Slovenska e le quote già versate dalle altre BCN senza deroga.

	Quota di capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2008 al 31 dicembre 2008 %	Quota di capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Banca di Grecia	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Banca centrale di Cipro	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2448	1,2539
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	69,6963	69,7915
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954

¹⁷ I coefficienti di ponderazione sono inoltre adeguati ogni volta che un nuovo Stato membro entra a far parte dell'UE.

¹⁸ GU L 181 del 19.7.2003, pag. 43.

¹⁹ Decisione BCE/2008/33, del 31 dicembre 2008, 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 Národná banka Slovenska, GU L 21 del 24.1.2009, pag. 83; Accordo, del 31 dicembre 2008, tra la Banca centrale europea e la Národná banka Slovenska riguardo alla somma accreditata alla Národná banka Slovenska 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 18 del 24.1.2009, pag. 3.

Le riserve valutarie conferite erano composte per l'85 per cento da dollari statunitensi (in titoli e contante) e per il 15 per cento da oro.

La Národná banka Slovenska ha iscritto crediti equivalenti al capitale versato e alle riserve valutarie trasferite, il cui trattamento è identico a quello applicato ai crediti già in essere per le altre BCN partecipanti (cfr. la nota 11, *Passività interne all'Eurosistema*).

INCIDENZA SUL CAPITALE DELLA BCE

La modifica delle quote di capitale sottoscritte dalle BCN unitamente all'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro ha determinato un incremento di 5.100.251 euro del capitale versato della BCE.

INCIDENZA SUI CREDITI DELLE BCN RELATIVI ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE ALLA BCE

L'adeguamento dei coefficienti di ponderazione delle BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e il trasferimento di riserve valutarie da parte della Národná banka Slovenska hanno comportato, in termini netti, un aumento pari a 54.841.411 euro dei crediti delle BCN relativi alle riserve ufficiali conferite alla BCE.

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 BCE, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2008 risultavano in essere operazioni temporanee per un ammontare di 1,2 miliardi di euro, a fronte di 3,0 miliardi nel 2007 (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 2008 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 2008 risultavano in essere le seguenti operazioni:

Future su tassi di interesse in valuta	Valore dei contratti €
Acquisti	2.041.082.857
Vendite	1.209.470.518

Future su tassi di interesse in euro	Valore dei contratti €
Acquisti	50.000.000
Vendite	33.000.000

19 SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2008 risultavano in essere contratti di *swap* su tassi di interesse per un importo di 459,3 milioni di euro; tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

20 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE, al 31 dicembre 2008 risultavano in essere attività per un importo di 358,1 milioni di euro e passività pari a 404,3 milioni di euro relative a operazioni di *swap* e a termine in valuta.

OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ

Al 31 dicembre 2008 rimanevano in essere passività su operazioni a termine verso la Danmarks Nationalbank per un ammontare di 3,9 miliardi di euro. Queste posizioni debitorie sono sorte nell'ambito dell'accordo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) concluso con la BCE, in base a cui quest'ultima fornisce euro alla Danmarks Nationalbank a fronte di corone danesi per

la durata delle operazioni. La liquidità così ottenuta è utilizzata per sostenere le misure tese a migliorare le condizioni di liquidità nei mercati a breve termine in euro.

Al 31 dicembre 2008 erano in essere anche attività e passività su operazioni a termine rispettivamente verso le BCN e la Federal Reserve connesse all'offerta di liquidità in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 9, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

Inoltre, alla stessa data risultavano in essere attività e passività su operazioni a termine rispettivamente verso le BCN e la Banca nazionale svizzera connesse all'offerta di liquidità in franchi svizzeri alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 9, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

BCE porta avanti un'azione legale per la revoca del brevetto in una serie di giurisdizioni nazionali. Inoltre, nella ferma convinzione di non aver commesso alcuna violazione, la BCE intende difendersi qualora la società DSSI avvii procedimenti di infrazione dinanzi a qualsiasi tribunale nazionale competente.

Considerate l'ordinanza del TPGCE e le azioni legali di revoca del brevetto conclusesi finora a favore della BCE in alcune giurisdizioni nazionali, essa confida che l'eventualità di dovere risarcire i danni alla società DSSI sia remota. La BCE segue attivamente tutti gli sviluppi della vertenza in corso.

21 GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI INDEBITAMENTO E DI PRESTITO

In conformità 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 è competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e di prestito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Risultava quindi in essere, al 31 dicembre 2008, un prestito concesso dalla Comunità europea all'Ungheria per un importo di 2,0 miliardi di euro.

22 CAUSE PENDENTI

La società Document Security Systems Inc. (DSSI) ha intentato un'azione legale per danni nei confronti della BCE dinanzi al Tribunale di primo grado delle Comunità europee (TPGCE), mirante a far constatare la violazione di un suo brevetto²⁰ da parte della BCE nella produzione delle banconote in euro. Il TPGCE ha respinto il ricorso della società DSSI²¹. Al momento la

²⁰ Brevetto europeo n. 0455 750 B1 della società DSSI.

²¹ Ordinanza del Tribunale di primo grado del 5 settembre 2007, Causa T-295/05, disponibile in Internet all'indirizzo www.curia.eu.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

23 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.

	2008 €	2007 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	11.202.181	24.052.321	(12.850.140)
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	218.184.237	196.784.561	21.399.676
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	42.404.485	138.079.630	(95.675.145)
Interessi attivi sui titoli	885.725.044	1.036.836.752	(151.111.708)
Interessi attivi netti sulle operazioni di swap su tassi di interesse	2.299.631	0	2.299.631
Interessi attivi netti sulle operazioni a termine e di swap in valuta	0	19.766.033	(19.766.033)
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	1.159.815.578	1.415.519.297	(255.703.719)
Interessi passivi sui conti correnti	(45.896)	(154.041)	108.145
Interessi passivi sui depositi ricevuti	(1.574.337)	0	(1.574.337)
Interessi passivi sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(29.492.415)	(60.476.997)	30.984.582
Interessi passivi netti sulle operazioni di swap su tassi di interesse	0	(891)	891
Interessi passivi netti sulle operazioni a termine e di swap in valuta	(131.627.488)	0	(131.627.488)
Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali	997.075.442	1.354.887.368	(357.811.926)

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 nel totale delle banconote in euro emesse; tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. L'aumento registrato da questa posta di bilancio nell'esercizio 2008 riflette principalmente il generale incremento delle banconote in euro in circolazione.

Il reddito derivante 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 l'esercizio e della decisione di alimentare il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro con il reddito riveniente alla BCE dalle banconote in euro in circolazione (cfr. la nota 13, *Fondi di accantonamento*), il Consiglio direttivo ha convenuto di distribuire il reddito restante, di 1,2 miliardi di euro, alle BCN dei paesi dell'area dell'euro in misura proporzionale alle quote sottoscritte del capitale della BCE.

REMUNERAZIONE DEI CREDITI DELLE BCN RELATIVI ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE

Tale voce registra la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi 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 8,0 miliardi di euro (3,9 miliardi nel 2007) e interessi passivi per un ammontare di 7,6 miliardi di euro (3,8 miliardi nel 2007) sui saldi connessi a operazioni in Target2 (cfr. la sezione *Saldi*

intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Sono inoltre inclusi interessi attivi e passivi su altre attività e passività denominate in euro.

24 UTILI/(PERDITE) REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili / (le perdite) realizzati nel 2008 rivenienti da operazioni finanziarie:

	2008 €	2007 €	Variazione €
Utili/(perdite) netti da negoziazione realizzati su titoli e <i>future</i> su tassi di interesse	349.179.481	69.252.941	279.926.540
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	313.162.603	709.294.272	(396.131.669)
Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	662.342.084	778.547.213	(116.205.129)

Nel 2008 la riduzione complessiva degli utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro è riconducibile prevalentemente al minore volume delle vendite di oro effettuate nell'esercizio (cfr. la nota 1, *Oro e crediti in oro*).

25 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2008 €	2007 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(2.164.000)	(15.864.181)	13.700.181
Perdite non realizzate su swap su tassi di interesse	(476.831)	(18.899)	(457.932)
Perdite non realizzate in cambi	(21.271)	(2.518.369.734)	2.518.348.463
Totale svalutazioni	(2.662.102)	(2.534.252.814)	2.531.590.712

Nell'esercizio in esame questi oneri sono principalmente ascrivibili alla svalutazione del costo di acquisizione dei singoli titoli iscritti in bilancio al loro valore di mercato al 30 dicembre 2008.

26 SPESE NETTE PER PROVVISORI E COMMISSIONI

	2008 €	2007 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	588.052	263.440	324.612
Provvigioni e commissioni passive	(737.059)	(885.131)	148.072
Spese nette per provvigioni e commissioni	(149.007)	(621.691)	472.684

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*).

27 PROVENTI DA AZIONI E PARTECIPAZIONI

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti sulle azioni della BRI (cfr. la nota 6, *Altre attività*).

28 ALTRI PROVENTI

Nel corso dell'esercizio altri proventi sono principalmente derivati dal contributo di altre banche centrali ai costi connessi a un contratto di servizio detenuto dalla BCE a livello centrale con il fornitore esterno di una rete informatica, nonché dai trasferimenti al conto economico di accantonamenti per spese amministrative non utilizzati.

29 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per

un importo di 149,9 milioni di euro (141,7 milioni nel 2007). Le spese per il personale, pari a 1,1 milioni di euro (medesimo importo nel 2007), sostenute in relazione alla costruzione della nuova sede della BCE sono state capitalizzate e sono escluse da questa voce. 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.

I membri del Comitato esecutivo percepiscono uno stipendio base e indennità aggiuntive di residenza e rappresentanza. Anziché beneficiare di un'indennità specifica, il Presidente usufruisce di una residenza ufficiale di proprietà della BCE. In conformità delle Condizioni di impiego del personale della Banca centrale europea, ai membri del Comitato esecutivo spettano assegni familiari, assegni per i figli a carico e indennità scolastiche a seconda delle circostanze individuali. Gli stipendi base sono soggetti all'imposta su tali emolumenti prevista dalle Comunità europee, nonché a deduzioni a titolo di contributi per il piano pensionistico e l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni. Le indennità non sono imponibili né pensionabili.

Stipendi base corrisposti ai membri del Comitato esecutivo nel 2008 e nel 2007:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	351.816	345.252
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)	301.548	295.920
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro del Comitato esecutivo)	251.280	246.588
José Manuel González-Páramo (Membro del Comitato esecutivo)	251.280	246.588
Lorenzo Bini Smaghi (Membro del Comitato esecutivo)	251.280	246.588
Jürgen Stark (Membro del Comitato esecutivo)	251.280	246.588
Totale	1.658.484	1.627.524

In totale le indennità corrisposte ai membri del Comitato esecutivo e i contributi versati dalla BCE a favore di questi ultimi per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 600.523 euro (579.842 nel 2007). Gli

emolumenti corrisposti risultano dunque pari a 2.259.007 euro (2.207.366 nel 2007).

Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori per un periodo successivo al termine del mandato. Nel 2008 tali pagamenti, sommati ai contributi a carico della BCE per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni degli ex membri, ammontano a 30.748 euro (52.020 nel 2007). Le pensioni liquidate a precedenti membri del Comitato esecutivo o a persone a carico degli stessi, incluse le relative indennità, e i contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 306.798 euro (249.902 nel 2007).

La voce include altresì un importo di 24,3 milioni di euro (27,2 milioni nel 2007) 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 2008 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risultava di 1.536 unità effettive equivalenti a tempo pieno²², fra cui 144 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio²³:

	2008	2007
Al 1° gennaio	1.478	1.416
Assunzioni	307	310
Dimissioni/scadenze di contratto	238	235
Diminuzione netta dovuta a variazioni del lavoro a tempo parziale	11	13
Al 31 dicembre	1.536	1.478
Numero medio di dipendenti	1.499	1.448

22 Nel conteggio sono inclusi i dipendenti con contratto a tempo indeterminato e determinato (sia a breve che a lungo termine), i partecipanti al Graduate Programme della BCE, il personale in congedo di maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

23 Nel 2007 il numero dell'organico riportato nella tavola includeva il personale in congedo parentale e quello in aspettativa non retribuita, mentre ne erano esclusi i titolari di un contratto a breve termine, il personale di altre banche centrali del SEBC temporaneamente distaccato presso la BCE e i partecipanti al Graduate Programme della BCE. Questa modifica nella presentazione dei dati del 2008 è stata apportata per rendere più agevole la lettura del bilancio. I dati relativi al 2007 sono stati adeguati di conseguenza.

30 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.

31 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.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60393 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, 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 Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. 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 judgement, 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 2008, 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 Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



John Rönneberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton
ppa. Muriel Atton
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 PWC.

Al Presidente e al Consiglio
direttivo della Banca centrale europea
Francoforte sul Meno

25 febbraio 2009

Relazione del revisore indipendente

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2008, 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 nella Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea e nelle sue successive modifiche. 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 2008 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea e nelle sue successive modifiche.

Francoforte sul Meno, 25 febbraio 2009

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTA SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2008.

REDDITO RIVENIENTE DALLA QUOTA ASSEGNATA ALLA BCE SUL TOTALE DELLE BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Conformemente alla decisione del Consiglio direttivo, nel 2007 l'intero reddito, pari a 2.004 milioni di euro, derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro 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. Per il 2008 un importo pari a 1.206 milioni di euro, costituito da parte del reddito generato dalla quota della BCE sul totale delle banconote in circolazione, è stato distribuito alle BCN il 5 gennaio 2009, in misura proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE.

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 determinato dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- (b) il rimanente utile netto è ripartito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

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 Statuto del SEBC¹.

Il 5 marzo 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare trasferimenti al fondo di riserva generale e di distribuire l'importo residuo di 117 milioni di euro alle BCN dei paesi dell'area dell'euro, in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili della BCE.

	2008 €	2007 €
Utile dell'esercizio	1.322.253.536	0
Reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	(1.205.675.418)	0
Utile dell'esercizio al netto del reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	116.578.118	0
Distribuzione dell'utile alle BCN	(116.578.118)	0
Totale	0	0

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.

5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2008

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2008 ¹	31 DICEMBRE 2007 ²
1 Oro e crediti in oro	217.722	201.584
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	160.372	139.030
2.1 Crediti verso l'FMI	13.192	9.057
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	147.180	129.973
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	234.293	41.975
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	18.651	18.822
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	18.651	18.822
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifi nanziamen ti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	860.312	637.178
5.1 Operazioni di rifi nanziamen to principali	239.527	368.607
5.2 Operazioni di rifi nanziamen to a pi u lungo termine	616.662	268.477
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 rifi nanziamen to marginale	4.057	91
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	66	2
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	56.988	23.798
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	271.196	143.983
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	37.438	37.062
9 Altre attivita	218.134	264.454
Totale attivo	2.075.107	1.507.887

1 Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

2 A fini di comparazione, i saldi al 31 dicembre 2007 sono stati modificati per tenere conto delle riclassificazioni effettuate il 31 dicembre 2008.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2007	31 DICEMBRE 2006
1 Banconote in circolazione	762.921	676.678
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	492.310	379.183
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	291.710	267.337
2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>)	200.487	8.831
2.3 Depositi a tempo determinato	0	101.580
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	113	1.435
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	328	126
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	91.077	46.183
5.1 Pubblica amministrazione	83.282	38.115
5.2 Altre passività	7.794	8.069
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	293.592	45.094
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	5.723	2.490
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	10.258	15.553
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	10.258	15.553
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	5.465	5.279
10 Altre passività	166.500	123.076
11 Conti di rivalutazione	175.735	147.123
12 Capitale e riserve	71.200	67.101
Totale passivo	2.075.107	1.507.887

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2008 e agli inizi del 2009 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 normativo" (*Legal framework*) del sito Internet della BCE.

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2008/1	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 28 gennaio 2008, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni di Suomen Pankki	GU C 29 dell'1.2.2008, pag. 1
BCE/2008/2	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 30 aprile 2008, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banca centrale europea	GU C 114 del 9.5.2008, pag. 1
BCE/2008/3	Decisione della Banca centrale europea, del 15 maggio 2008, sulle procedure di accreditamento di sicurezza per i fabbricanti degli elementi di sicurezza per le banconote in euro	GU L 140 del 30.5.2008, pag. 26
BCE/2008/4	Indirizzo della Banca centrale europea, del 19 giugno 2008, che modifica l'indirizzo BCE/2006/9 in merito a taluni preparativi per la sostituzione del contante in euro ed in merito alla consegna anticipata e alla consegna anticipata di seconda istanza di banconote e monete in euro al di fuori dell'area dell'euro	GU L 176 del 4.7.2008, pag. 16
BCE/2008/5	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 giugno 2008, 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 (rifusione)	GU L 192 del 19.7.2008, pag. 63
BCE/2008/6	Indirizzo della Banca centrale europea, del 26 agosto 2008, 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 259 del 27.9.2008, pag. 12
BCE/2008/7	Indirizzo della Banca centrale europea, del 5 settembre 2008, 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 276 del 17.10.2008, pag. 32
BCE/2008/8	Indirizzo della Banca centrale europea, dell'11 settembre 2008, sulla raccolta dei dati riguardanti l'euro e sull'operatività del Sistema informativo in valuta 2	GU L 346 del 23.12.2008, pag. 89

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2008/9	Raccomandazione per un regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea	GU C 251 del 3.10.2008, pag. 1
BCE/2008/10	Regolamento (CE) n. 1052/2008 della Banca centrale europea, del 22 ottobre 2008, che modifica il regolamento BCE/2003/9 sull'applicazione di riserve obbligatorie minime	GU L 282 del 25.10.2008, pag. 14
BCE/2008/11	Regolamento della Banca centrale europea, del 23 ottobre 2008, relativo a modifiche temporanee delle regole riguardanti l'idoneità delle garanzie	GU L 282 del 25.10.2008, pag. 17
BCE/2008/13	Indirizzo della Banca centrale europea, del 23 ottobre 2008, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 36, del 5.2.2009, pag. 31
BCE/2008/14	Decisione della Banca centrale europea, del 28 ottobre 2008, in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Slovacchia	GU L 319 del 29.11.2008, pag. 73
BCE/2008/15	Decisione della Banca centrale europea, del 14 novembre 2008, riguardante l'attuazione del regolamento BCE/2008/11 del 23 ottobre 2008 relativo a modifiche temporanee delle regole riguardanti l'idoneità delle garanzie	GU L 309 del 20.11.2008, pag. 8
BCE/2008/16	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 17 novembre 2008, al Consiglio dell'Unione europea relativa ai revisori esterni della Banque centrale du Luxembourg	GU C 299 del 22.11.2008, pag. 5
BCE/2008/17	Decisione della Banca centrale europea, del 17 novembre 2008, che definisce il quadro per l'appalto congiunto dell'Eurosistema	GU L 319 del 29.11.2008, pag. 76
BCE/2008/18	Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 novembre 2008, relativo a modifiche temporanee alle norme sull'idoneità delle garanzie	GU L 314 del 25.11.2008, pag. 14
BCE/2008/19	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 5 dicembre 2008, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	GU C 322 del 17.12.2008, pag. 1
BCE/2008/20	Decisione della Banca centrale europea, dell'11 dicembre 2008, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2009	GU L 352 del 31.12.2008, pag. 58

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2008/21	Indirizzo della Banca centrale europea, dell'11 dicembre 2008, che modifica l'Indirizzo BCE/2006/16 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 36 del 5.2.2009, pag. 46
BCE/2008/22	Decisione della Banca centrale europea, dell'11 dicembre 2008, che modifica la decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea	GU L 36 del 5.2.2009, pag. 22
BCE/2008/23	Decisione della Banca centrale europea, del 12 dicembre 2008, relativa alle quote percentuali detenute dalle banche centrali nazionali nello schema per la sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea	GU L 21 del 24.1.2009, pag. 66
BCE/2008/24	Decisione della Banca centrale europea, del 12 dicembre 2008, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali partecipanti	GU L 21 del 24.1.2009, pag. 69
BCE/2008/25	Decisione della Banca centrale europea, del 12 dicembre 2008, 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 21 del 24.1.2009, pag. 71
BCE/2008/26	Decisione della Banca centrale europea, del 12 dicembre 2008, che modifica la decisione BCE/2001/15 relativa all'emissione delle banconote in euro	GU L 21 del 24.1.2009, pag. 75
BCE/2008/27	Decisione della Banca centrale europea, del 12 dicembre 2008, 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 21 del 24.1.2009, pag. 77
BCE/2008/28	Decisione della Banca centrale europea, del 15 dicembre 2008, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali non partecipanti	GU L 21 del 24.1.2009, pag. 81
BCE/2008/29	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2008, sulla proroga dell'avvio del sistema di rotazione nel Consiglio direttivo della Banca centrale europea	GU L 3 del 7.1.2009, pag. 4
BCE/2008/30	Regolamento della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2008, riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione	GU L 15 del 20.1.2009, pag. 1
BCE/2008/31	Indirizzo della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2008, che modifica l'Indirizzo BCE/2007/9 relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari (rifusione)	GU L 53, del 26.2.2009, pag. 76

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2008/32	Regolamento della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2008, relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (rifusione)	GU L 15 del 20.1.2009, pag. 14
BCE/2008/33	Decisione della Banca centrale europea, del 31 dicembre 2008, 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 Národná banka Slovenska	GU L 21 del 24.1.2009, pag. 83
BCE/2009/1	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 gennaio 2009, che modifica l'indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 36 del 5.2.2009, pag. 59
BCE/2009/2	Decisione della Banca centrale europea, del 27 gennaio 2009, che modifica la decisione BCE/2007/5 recante la disciplina sugli appalti	GU L 51 del 24.2.2009, pag. 10
BCE/2009/3	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 16 febbraio 2009, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Deutsche Bundesbank	GU C 43 del 21.2.2009, pag. 1

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2008 e all'inizio del 2009 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/2008/1	Cipro	Controllo della riproduzione delle banconote e monete in euro a Cipro
CON/2008/2	Repubblica Ceca	Ripartizione di competenze tra la Česká národní banka e il Ministero delle Finanze ai fini della preparazione e presentazione al governo di taluni disegni di legge
CON/2008/3	Germania	Legislazione tedesca in materia di monete metalliche
CON/2008/4	Svezia	Modifiche allo statuto della Sveriges Riksbank con riguardo al mandato dei membri del proprio Comitato esecutivo
CON/2008/5	Polonia	Modifiche relative alla <i>governance</i> , alla vigilanza e alla modalità di finanziamento del sistema di garanzia dei depositi, in particolare per quanto concerne la partecipazione della Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portogallo	Principi, regole e struttura del sistema nazionale di statistica e ruolo del Banco de Portugal
CON/2008/7	Romania	Modifiche alla normativa su assegni, cambiale tratta e pagherò cambiario
CON/2008/8	Francia	Conseguenze del cambiamento di stato sul regime monetario di Saint-Martin e Saint Barthélemy, secondo il diritto francese
CON/2008/9	Germania	Rapporti di impiego della Deutsche Bundesbank con i propri dipendenti
CON/2008/10	Italia	Salari e riforma strutturale del conto di tesoreria presso la Banca d'Italia
CON/2008/11	Portogallo	Vigilanza sui revisori e relativo ruolo del Banco de Portugal
CON/2008/13	Grecia	Riforma del sistema pensionistico greco in relazione alla Banca di Grecia
CON/2008/14	Estonia	Modifiche di natura amministrativa apportate alla legge sulla Eesti Pank

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/2008/16	Finlandia	Integrazione della vigilanza finanziaria e sulle assicurazioni
CON/2008/17	Lussemburgo	Poteri della Banque centrale du Luxembourg e sistema pensionistico dei suoi funzionari
CON/2008/18	Slovacchia	Quadro legislativo riguardante i sistemi di pagamento, sua compatibilità con il Trattato e interventi per un'agevole migrazione del sistema dei pagamenti domestico a Target2
CON/2008/20	Polonia	Ruolo della Narodowy Bank Polski con riguardo ai sistemi di compensazione e regolamento titoli e al sistema di deposito accentrato
CON/2008/21	Repubblica Ceca	Progetto di legge relativo alla Česká národní banka
CON/2008/23	Slovacchia	Progetti di disposizioni legislative sulla duplice denominazione nel settore bancario, del mercato dei capitali, assicurativo e del risparmio previdenziale e sui criteri di arrotondamento per taluni tipi di titoli
CON/2008/24	Grecia	Deroga al diritto societario per talune operazioni effettuate da enti creditizi
CON/2008/25	Slovacchia	Duplici denominazione degli importi nel settore delle scommesse
CON/2008/26	Polonia	Norme per la sostituzione di banconote e monete danneggiate
CON/2008/27	Slovacchia	Doppia denominazione e criteri di arrotondamento nel settore del lavoro e previdenziale
CON/2008/29	Bulgaria	Modifiche alla legge relativa alle statistiche
CON/2008/30	Austria	Introduzione di assicurazioni sulla vita orientate all'investimento e regole di condotta per le imprese di assicurazione
CON/2008/31	Romania	Modifiche allo Statuto della Banca Națională a României
CON/2008/32	Polonia	Modifiche relative alla <i>governance</i> , alla vigilanza e alle modalità di finanziamento del sistema di garanzia dei depositi, in particolare con riguardo alla partecipazione della Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	Belgio	Istituzione del comitato di revisione della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Svezia	Indipendenza finanziaria della Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Danimarca	Cessazione del corso legale per le monete di più piccolo taglio
CON/2008/36	Lettonia	Legislazione in materia di banconote e monete

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2008/38	Malta	Quadro di riferimento per il ricircolo delle banconote in euro da parte degli enti creditizi e di altre categorie professionali che operano con il contante
CON/2008/39	Polonia	Comitato per la stabilità finanziaria
CON/2008/40	Slovacchia	Regole tecniche dettagliate sulla transizione all'euro
CON/2008/41	Austria	Finanziamento di un contributo austriaco alla riduzione del debito della Liberia
CON/2008/42	Lussemburgo	Modifiche che permettono alla Banque centrale du Luxembourg di contribuire più efficacemente alla stabilità finanziaria e che chiariscono il regime degli obblighi di riserve minime
CON/2008/43	Slovenia	Restrizioni e proibizioni applicabili ai titolari di funzioni pubbliche
CON/2008/44	Irlanda	Misure di supporto finanziario agli enti creditizi
CON/2008/46	Belgio	Garanzia pubblica a copertura del credito concesso dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique nel quadro del proprio contributo alla stabilità finanziaria
CON/2008/47	Svezia	Cambio e ritiro di banconote e monete
CON/2008/48	Irlanda	Attuazione delle misure di supporto finanziario a favore degli enti creditizi
CON/2008/49	Germania	Sostituzione di monete in euro e di monete tedesche commemorative in euro
CON/2008/50	Belgio	Garanzia dello Stato a copertura delle passività degli enti creditizi
CON/2008/51	Grecia	Schema di garanzia sui depositi e schema di tutela degli investitori
CON/2008/52	Spagna	Creazione di un fondo per l'acquisizione di attività finanziarie e altre misure del governo volte a contribuire alla stabilità finanziaria
CON/2008/53	Polonia	Assetto normativo per la raccolta di informazioni statistiche della Narodowy Bank Polski
CON/2008/54	Danimarca	Schema per la stabilità finanziaria a garanzia dei crediti di depositanti e creditori ordinari
CON/2008/55	Austria	Misure legislative per ricostituire la stabilità dei mercati finanziari
CON/2008/56	Francia	Fornitura di garanzie statali finalizzate a contribuire alla stabilità finanziaria

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2008/57	Germania	Istituzione di un fondo di stabilizzazione del mercato finanziario e altre misure di stabilità finanziaria
CON/2008/58	Italia	Attuazione delle misure finalizzate a garantire la stabilità del sistema bancario
CON/2008/59	Svezia	Misure di stabilizzazione per il sistema finanziario
CON/2008/60	Spagna	Operazioni del fondo per le acquisizioni di attività finanziarie
CON/2008/61	Belgio	Tutela dei depositi e di alcuni prodotti assicurativi vita
CON/2008/62	Svezia	Concessione di garanzie dello Stato alle banche e alle società che operano sul mercato del credito
CON/2008/64	Belgio	Gestione delle informazioni riguardanti gli emittenti nel contesto della dematerializzazione dei loro titoli
CON/2008/65	Italia	Attuazione delle misure relative al regime di garanzia della stabilità del sistema bancario
CON/2008/66	Lituania	Modifiche agli obblighi di riserve minime
CON/2008/67	Spagna	Requisiti per la concessione delle garanzie dello Stato
CON/2008/68	Finlandia	Misure di stabilità finanziaria collegate al fondo di garanzia statale
CON/2008/69	Irlanda	Estensione dell'ambito di applicazione del sistema di garanzia dei depositi
CON/2008/71	Bulgaria	Creazione di un registro di istituzioni finanziarie gestito dalla Българска народна банка (Banca centrale di Bulgaria)
CON/2008/72	Romania	Utilizzo di riserve estere a supporto del turismo
CON/2008/73	Bulgaria	Modifiche allo Statuto della Българска народна банка (Banca centrale di Bulgaria) in vista dell'introduzione dell'euro
CON/2008/74	Belgio	Garanzia dello Stato diretta ad evitare il deflusso di liquidità
CON/2008/75	Finlandia	Investimenti di capitali dello Stato in depositi bancari
CON/2008/76	Slovenia	Garanzie statali e altre misure per mantenere la stabilità del sistema finanziario
CON/2008/78	Bulgaria	Ruolo della Българска народна банка (Banca centrale di Bulgaria) in relazione agli istituti di pagamento e agli operatori dei sistemi di pagamento, ed alla vigilanza dei sistemi di pagamento e di regolamento delle operazioni in titoli

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2008/79	Grecia	Misure per accrescere la liquidità nell'economia
CON/2008/80	Polonia	Sostegno prestato dal Tesoro alle istituzioni finanziarie
CON/2008/81	Ungheria	Misure per rafforzare il sistema degli intermediari finanziari al fine di mantenere la stabilità finanziaria
CON/2008/82	Spagna	Corresponsione dei profitti del Banco de España al ministero del tesoro
CON/2008/83	Ungheria	Adeguamento dello statuto della Magyar Nemzeti Bank al diritto comunitario
CON/2008/85	Francia	Modernizzazione dell'assetto normativo degli strumenti finanziari
CON/2008/86	Slovacchia	Circolazione del contante
CON/2008/87	Spagna	Modifiche alla legge sui sistemi di pagamento e regolamento titoli
CON/2008/88	Slovenia	Criteri e condizioni per la concessione della garanzia statale
CON/2008/89	Lettonia	Strumenti di politica monetaria
CON/2008/90	Ungheria	Trattamento e distribuzione delle banconote e monete e misure tecniche per la prevenzione della contraffazione
CON/2008/91	Belgio	Applicazione alla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique dei limiti relativi alle indennità di liquidazione dei direttori generali delle società quotate
CON/2009/2	Lettonia	Garanzie statali sui prestiti bancari
CON/2009/3	Slovenia	Condizioni per gli investimenti in capitale dello Stato e <i>Swaps</i> di debiti in azioni ai sensi della legge di bilancio
CON/2009/4	Belgio	Modifiche alle regole che disciplinano la distribuzione del reddito della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e l'assegnazione del relativo profitto allo Stato belga
CON/2009/5	Austria	Pagamento da parte della Oesterreichische Nationalbank del proposto aumento della quota dell'Austria nel FMI
CON/2009/6	Danimarca	Estensione dello schema per la stabilità finanziaria che garantisce il pieno soddisfacimento delle richieste dei depositanti e dei creditori ordinari e schema per l'erogazione di capitale da parte dello Stato a enti creditizi

Numero²	Richiedente	Argomento
CON/2009/7	Lussemburgo	Ruolo della Banque centrale du Luxembourg nella raccolta di talune statistiche
CON/2009/8	Svezia	Cessazione del corso legale delle monete di taglio più piccolo e modifiche ai criteri di arrotondamento
CON/2009/9	Ungheria	Regole operative concernenti sistema di deposito accentrato, stanza di compensazione e controparte centrale
CON/2009/10	Lettonia	Schema di garanzia dei depositi e ruolo dell'autorità di vigilanza nelle procedure di insolvenza
CON/2009/11	Lettonia	Compensazione pagata dallo Stato nel contesto delle acquisizioni bancarie
CON/2009/12	Cipro	Termini e condizioni per la concessione di prestiti e di garanzie statali in situazioni d'emergenza
CON/2009/13	Bulgaria	Criteri di idoneità aggiuntivi per i membri del consiglio direttivo della Българска народна банка (Banca centrale di Bulgaria) e ulteriori norme relative all'invio di informazioni a tale proposito
CON/2009/15	Irlanda	Misure di sostegno finanziario relative alla retribuzione dei pubblici ufficiali
CON/2009/16	Irlanda	Normativa per consentire al ministero delle finanze di indirizzare il National Pensions Reserve Fund ad investire in istituzioni finanziarie nell'ambito della ricapitalizzazione delle banche

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di una istituzione europea³

Numero⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2008/12	Consiglio UE	Statistiche comunitarie del commercio estero con i paesi terzi	GU C 70 del 15.3.2008, pag. 1
CON/2008/15	Consiglio UE	Codificazione del regolamento del Consiglio sull'applicazione del protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi	GU C 88 del 9.4.2008, pag. 1
CON/2008/19	Consiglio UE	Introduzione della procedura di regolamentazione con controllo rispetto a taluni strumenti finanziari in materia statistica	GU C 117 del 14.5.2008, pag. 1
CON/2008/22	Commissione europea	Attuazione del regolamento sulle statistiche sui posti di lavoro vacanti nella Comunità riguardante le procedure di destagionalizzazione, i rapporti di qualità, la raccolta dei dati, le specifiche sulla trasmissione e gli studi di fattibilità	GU C 134 del 31.5.2008, pag. 10
CON/2008/28	Consiglio UE	Introduzione dell'euro in Slovacchia e tasso di conversione verso l'euro per la corona slovacca	GU C 180 del 17.7.2008, pag. 1
CON/2008/37	Consiglio UE	Modifica della direttiva concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli e direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria per quanto riguarda i sistemi connessi e i crediti	GU C 216 del 23.8.2008, pag. 1
CON/2008/45	Consiglio UE	Medaglie e gettoni simili alle monete metalliche in euro	GU C 283 del 7.11.2008, pag. 1
CON/2008/63	Commissione europea	Nuova decisione sul Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria	GU C 45, 24.2.2009, pag. 1
CON/2008/70	Consiglio UE	Modifiche alla direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi con riguardo al livello di copertura e al ritardo di pagamento	GU C 314 del 9.12.2008, 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.

Numero⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2008/77	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Consiglio che istituisce un meccanismo di sostegno finanziario a medio termine delle bilance dei pagamenti degli Stati membri	GU C 328, del 23.12.2008, pag. 1
CON/2008/84	Consiglio UE	Direttiva sull'avvio, esercizio e vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica	GU C 30 del 6.2.2009, pag. 1
CON/2009/1	Consiglio UE	Nuovo regolamento sui pagamenti transfrontalieri nella Comunità	GU C 21 del 28.1.2009, pag. 1
CON/2009/14	Commissione europea	Standard per il trattamento dei prodotti stagionali nell'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo	Non pubblicato

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹

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.

12 APRILE E 10 MAGGIO 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 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007; 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

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 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 luglio 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2008.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

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 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con

¹ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di

50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampiato simmetricamente a 200 punti base.

15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,0 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Ha inoltre fissato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi

presso la banca centrale rispettivamente al 3,0 per cento e all'1,0 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse 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 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre il tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, ha deciso di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e aggiuntive, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta il Consiglio direttivo ha deciso di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine aggiuntive e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN EURO¹

14 GENNAIO 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PRINCIPALI

La BCE continua a seguire attentamente le condizioni di liquidità, al fine di mantenere i tassi di interesse a brevissimo termine prossimi al tasso minimo di offerta per le operazioni di rifinanziamento principali. Finché necessario, la BCE fornirà un volume di liquidità superiore all'importo di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, allo scopo di soddisfare le richieste delle controparti per l'adempimento degli obblighi di riserva all'inizio del periodo di mantenimento. La BCE intende preservare condizioni di liquidità equilibrate alla fine di tale periodo.

7 FEBBRAIO 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE AGGIUNTIVE

Il Consiglio direttivo ha deciso oggi di rinnovare le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) aggiuntive aggiudicate il 23 novembre (60 miliardi di euro) e il 12 dicembre 2007 (60 miliardi di euro) con scadenza il 21 febbraio e il 13 marzo 2008, rispettivamente. Il rinnovo di tali operazioni è inteso a consolidare ulteriormente i progressi finora raggiunti nella normalizzazione del mercato monetario in euro, non inciderà sulle ORLT regolari e verrà effettuato in tal modo: le due ORLT aggiuntive saranno svolte tramite aste a tasso variabile, ciascuna per un importo prestabilito di 60 miliardi di euro. La prima operazione sarà regolata il 21 febbraio 2008 con scadenza il 22 maggio, mentre la seconda sarà regolata il 13 marzo 2008 con scadenza il 12 giugno. Saranno condotte aste standard con annuncio dell'operazione e aggiudicazione degli importi rispettivamente due giorni e un giorno prima del regolamento.

28 MARZO 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE AGGIUNTIVE

Nella riunione del 27 marzo 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di condurre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) aggiuntive con scadenza a sei mesi. Inoltre, ha convenuto di svolgere altre ORLT aggiuntive con scadenza a tre mesi. Le ORLT mensili continueranno a essere effettuate regolarmente. Le ORLT aggiuntive con scadenza a tre e a sei mesi sono intese a favorire il normale funzionamento del mercato monetario in euro; saranno eseguite tramite aste standard a tasso variabile con importo prestabilito. La scadenza verrà fissata, di norma, per il secondo giovedì del mese. Un'ORLT aggiuntiva a sei mesi per un ammontare prestabilito di 25 miliardi di euro sarà aggiudicata mercoledì 2 aprile e regolata giovedì 3 aprile, con scadenza giovedì 9 ottobre 2008; un'altra sarà condotta, per un ammontare di 25 miliardi di euro, mercoledì 9 luglio e verrà regolata giovedì 10 luglio 2008, con scadenza giovedì 8 gennaio 2009. Due nuove ORLT aggiuntive con scadenza a tre mesi e importo prestabilito di 50 miliardi di euro ciascuna sostituiranno le due analoghe ORLT attualmente in essere per un ammontare prefissato di 60 miliardi di euro. La prima sarà aggiudicata mercoledì 21 maggio e regolata giovedì 22 maggio, con scadenza giovedì 14 agosto 2008, mentre la seconda verrà condotta mercoledì 11 giugno e regolata giovedì 12 giugno, con scadenza giovedì 11 settembre 2008.

31 LUGLIO 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE AGGIUNTIVE

Il Consiglio direttivo ha deciso oggi di rinnovare le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) aggiuntive a tre mesi aggiudicate il 21 maggio (50 miliardi di euro) e l'11 giugno 2008 (50 miliardi di euro) con

¹ Una sintesi delle comunicazioni sull'erogazione della liquidità in altre valute è disponibile nel sito Internet della BCE.

scadenza il 14 agosto e l'11 settembre 2008, rispettivamente. Il rinnovo di tali operazioni è inteso a consolidare ulteriormente i progressi finora raggiunti nella normalizzazione del mercato monetario in euro, non inciderà sulle ORLT regolari e sarà effettuato in tal modo: le operazioni verranno svolte tramite aste a tasso variabile, ciascuna per un importo prestabilito di 50 miliardi di euro. La prima operazione sarà regolata il 14 agosto con scadenza il 13 novembre 2008, mentre la seconda sarà regolata l'11 settembre con scadenza l'11 dicembre 2008. Verranno condotte aste standard con annuncio dell'operazione e assegnazione degli importi rispettivamente due giorni e un giorno prima del regolamento.

4 SETTEMBRE 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE AGGIUNTIVE

Il Consiglio direttivo ha deciso oggi di rinnovare l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) aggiuntiva a sei mesi di 25 miliardi di euro aggiudicata il 2 aprile, con scadenza il 9 ottobre 2008. Inoltre, ha deciso di rinnovare le due ORLT aggiuntive a tre mesi (50 miliardi di euro) con scadenza il 13 novembre e l'11 dicembre 2008, rispettivamente. Il rinnovo di tali operazioni è inteso a favorire l'ulteriore normalizzazione del mercato monetario in euro, non inciderà sulle ORLT regolari e sarà effettuato in tal modo: le due ORLT aggiuntive a tre mesi saranno svolte tramite aste a tasso variabile, ciascuna per un importo prestabilito di 50 miliardi di euro. La prima operazione sarà regolata il 13 novembre 2008 con scadenza il 12 febbraio 2009, mentre la seconda sarà regolata l'11 dicembre 2008 con scadenza il 12 marzo 2009. L'ORLT aggiuntiva a sei mesi sarà svolta tramite asta a tasso variabile, con un importo prestabilito di 25 miliardi di euro, e sarà regolata il 9 ottobre 2008 con scadenza il 9 aprile 2009. Come nei casi precedenti, per l'operazione si applicherà un limite massimo di offerta pari a 2,5 miliardi di euro. Le ORLT aggiuntive saranno effettuate tramite aste standard con annuncio dell'operazione e assegnazione degli

importi rispettivamente due giorni e un giorno prima del regolamento.

29 SETTEMBRE 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO CON SCADENZA SPECIALE

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di condurre un'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale, intesa al miglioramento della posizione complessiva di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro. L'operazione verrà eseguita oggi tramite asta standard a tasso variabile senza importo prestabilito e regolata martedì 30 settembre, con scadenza venerdì 7 novembre 2008. La BCE continuerà a gestire la liquidità in modo da ripristinare condizioni equilibrate, coerentemente con l'obiettivo di mantenere i tassi a brevissimo termine prossimi al tasso minimo di offerta. Questa operazione sarà rinnovata fino a una data almeno posteriore alla fine dell'anno.

3 OTTOBRE 2008 ²

ANNUNCIO GENERALE SULLA STRATEGIA DI GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che, fino a nuove comunicazioni, dal 6 ottobre 2008 tutte le istituzioni che sono ritenute idonee a partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema condotte tramite aste standard e che soddisfano ulteriori criteri operativi o altri requisiti di selezione precisati dalle rispettive BCN saranno ammesse anche alle aste veloci, ossia alle procedure d'asta solitamente adottate per le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*). Ove necessario, le BCN potranno annunciare ulteriori condizioni dettagliate applicabili alle istituzioni ubicate nei rispettivi Stati membri.

² Gli annunci generali sulla strategia di gestione della liquidità non direttamente connessi all'erogazione di liquidità non figurano nel presente elenco, ma sono reperibili nel sito Internet della BCE.

7 OTTOBRE 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE AGGIUNTIVE

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso oggi di aumentare da 25 a 50 miliardi di euro l'importo da assegnare nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntiva a sei mesi che era stata annunciata nel comunicato stampa del 4 settembre 2008 e che sarà condotta l'8 ottobre. L'importo massimo di offerta per l'operazione sarà quindi pari a 5 miliardi di euro.

8 OTTOBRE 2008

ANNUNCIO GENERALE SULLA STRATEGIA DI GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso oggi, in teleconferenza, l'adozione di due misure: le operazioni di rifinanziamento principali settimanali verranno condotte, a partire da quella regolata il 15 ottobre, tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, del 3,75 per cento attuale. Dal 9 ottobre la BCE ridurrà il corridoio dei tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti da 200 a 100 punti base intorno al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali. A partire da tale data, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale sarà pertanto ridotto da 100 a 50 punti base al di sopra del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, al 4,25 per cento attuale; il tasso sui depositi presso la banca centrale sarà innalzato da 100 a 50 punti base al di sotto del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, al 3,25 per cento attuale. Le due misure rimarranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio. La BCE continuerà a gestire la liquidità in modo da ripristinare condizioni equilibrate, coerentemente con l'obiettivo di mantenere i tassi a breve termine prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

9 OTTOBRE 2008

OPERAZIONI DI REGOLAZIONE PUNTUALE (FINE TUNING)

In attuazione della decisione di ieri (cfr. comunicato stampa dell'8 ottobre), l'operazione soddisfa tutte le richieste delle controparti, ossia la piena aggiudicazione dell'importo, al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali del 3,75 per cento a fronte di garanzie idonee, per la durata necessaria, e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE AGGIUNTIVE/OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO CON SCADENZA SPECIALE³

In data odierna il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, in teleconferenza, che dall'operazione con regolamento il 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre del 2009 il rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema sarà effettuato nel modo seguente per affinarne l'erogazione, in linea con l'ampliamento temporaneo delle garanzie stanziabili.

Tutte le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine saranno condotte, fino a marzo 2009, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) aggiuntive a tre mesi che giungono a scadenza a febbraio e marzo 2009 saranno rinnovate e un'ulteriore operazione a tre mesi verrà effettuata a gennaio 2009. L'ORLT aggiuntiva a sei mesi in essere con scadenza a gennaio 2009 verrà rinnovata e quattro ORLT aggiuntive a sei mesi saranno svolte a novembre e dicembre 2008 e a febbraio e marzo 2009, parallelamente alle rispettive ORLT aggiuntive a tre mesi. Di conseguenza, due ORLT a tre mesi/ORLT aggiuntive e un'ORLT a sei mesi verranno

³ Gli annunci sul tasso fisso applicabile alle ORLT, sulle ORLT aggiuntive e sulle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale tra il 30 ottobre e il 31 dicembre 2008 non figurano nel presente elenco, ma sono consultabili nel sito Internet della BCE.

effettuate ogni mese fino a marzo 2009 compreso. Inoltre, l'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale aggiudicata il 29 settembre 2008 sarà rinnovata alla data di scadenza, il 7 novembre 2008, e avrà una scadenza pari alla durata del periodo di mantenimento delle riserve.

La BCE continuerà a gestire la liquidità in modo da ripristinare condizioni equilibrate, coerentemente con l'obiettivo di mantenere i tassi a breve termine prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. A tal fine accetterà anche depositi a tempo determinato con scadenza a una settimana.

16 OTTOBRE 2008

ALTRE OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN EURO

Il 10 ottobre 2008 la Magyar Nemzeti Bank ha annunciato la conduzione di nuove operazioni di mercato aperto a sostegno della liquidità nel mercato nazionale degli *swap* in valuta. In data odierna la Magyar Nemzeti Bank e la BCE annunciano congiuntamente la conclusione di un accordo inteso a sostenere gli strumenti di erogazione di liquidità in euro della banca centrale ungherese. L'accordo prevede operazioni pronti contro termine, attraverso le quali la Magyar Nemzeti Bank disporrà di una linea di credito fino a 5 miliardi di euro a ulteriore supporto delle proprie operazioni. Maggiori informazioni sulle aste di *swap* in valuta della Magyar Nemzeti Bank sono disponibili nel sito Internet di quest'ultima (<http://www.mnb.hu>).

27 OTTOBRE 2008

ALTRE OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN EURO

La Danmarks Nationalbank annuncia oggi l'adozione di misure volte a migliorare le condizioni di liquidità nei mercati a breve termine in euro. A sostegno di queste misure, nella giornata odierna la BCE e la Danmarks Nationalbank hanno concluso un accordo

per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) per 12 miliardi di euro. L'accordo resterà in vigore finché ritenuto necessario.

21 NOVEMBRE 2008

ALTRE OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN EURO

In data odierna la Narodowy Bank Polski e la BCE annunciano congiuntamente la conclusione di un accordo inteso a sostenere gli strumenti di erogazione di liquidità in euro della banca centrale polacca. L'accordo, stipulato il 6 novembre 2008, prevede operazioni di pronti contro termine, attraverso le quali la Narodowy Bank Polski disporrà di una linea di credito fino a 10 miliardi di euro a ulteriore supporto delle proprie operazioni. Maggiori informazioni sulle aste di *swap* in valuta della Narodowy Bank Polski sono reperibili nel sito Internet di quest'ultima (<http://www.nbp.pl>).

18 DICEMBRE 2008

ANNUNCIO GENERALE SULLA STRATEGIA DI GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

In aggiunta al comunicato stampa dell'8 ottobre 2008 sulle modifiche delle procedure d'asta e del corridoio dei tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso oggi quanto segue: le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio 2009 il corridoio dei tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, ridotto il 9 ottobre 2008 a 100 punti base intorno al tasso di interesse applicato per le operazioni di rifinanziamento principali, verrà riportato a 200 punti base. A partire da tale data, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale sarà pertanto innalzato da 50 a 100

punti base al di sopra del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali; il tasso sui depositi presso la banca centrale sarà ridotto da 50 a 100 punti base al di sotto del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali.

OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Operazioni in euro

Tipo di operazione ¹⁾	Durata (giorni)	Data di regolamento	Importo aggiudicato ²⁾ (miliardi di euro)	Importo totale delle offerte ²⁾ (miliardi di euro)	Tasso marginale (%)	Tasso medio ponderato (%)	Tasso fisso (%)	Numero di offerenti	Bid-cover ratio
OFT	1	2 gen. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
OFT	1	3 gen. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
ORP	5	4 gen. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
ORP	7	9 gen. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
OFT	1	15 gen. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
ORP	7	16 gen. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
ORP	7	23 gen. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
ORP	7	30 gen. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
ORLT	92	31 gen. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
ORP	7	6 feb. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
OFT	1	12 feb. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
ORP	7	13 feb. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
ORP	7	20 feb. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
ORLTA	91	21 feb. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
ORP	7	27 feb. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
ORLT	91	28 feb. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
ORP	7	5 mar. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
OFT	1	11 mar. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
ORP	7	12 mar. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
ORLTA	91	13 mar. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
ORP	7	19 mar. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
OFT	5	20 mar. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
ORP	7	26 mar. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
ORLT	91	27 mar. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
OFT	1	31 mar. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
ORP	7	2 apr. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
ORLTA	189	3 apr. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
ORP	7	9 apr. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
OFT	1	15 apr. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
ORP	7	16 apr. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
ORP	7	23 apr. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
ORP	7	30 apr. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
ORLT	90	2 mag. 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
ORP	7	7 mag. 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
OFT	1	13 mag. 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
ORP	7	14 mag. 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
ORP	7	21 mag. 2005	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
ORLTA	84	22 mag. 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
ORP	7	28 mag. 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
ORLT	91	29 mag. 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
ORP	7	4 giu. 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
OFT	1	10 giu. 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
ORP	7	11 giu. 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
ORLTA	91	12 giu. 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
ORP	7	18 giu. 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
ORP	7	25 giu. 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
ORLT	91	26 giu. 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
ORP	7	2 lug. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
OFT	1	8 lug. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
ORP	7	9 lug. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
ORLTA	182	10 lug. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
ORP	7	16 lug. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
ORP	7	23 lug. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
ORP	7	30 lug. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
ORLT	91	31 lug. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
ORP	7	6 ago. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
OFT	1	12 ago. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
ORP	7	13 ago. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
ORLTA	91	14 ago. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58

1) ORP = operazione di rifinanziamento principale, ORLT = operazione di rifinanziamento a più lungo termine, ORLTA = operazione di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntiva, ORSS = operazione di rifinanziamento con scadenza speciale.

2) Gli importi sono positivi in caso delle operazioni di immissione di liquidità e negativi per quelle di assorbimento.

Operazioni in euro

Tipo di operazione ¹⁾	Durata (giorni)	Data di regolamento	Importo aggiudicato ²⁾ (miliardi di euro)	Importo totale delle offerte ²⁾ (miliardi di euro)	Tasso marginale (%)	Tasso medio ponderato (%)	Tasso fisso (%)	Numero di offerenti	Bid-cover ratio
ORP	7	20 ago. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
ORP	7	27 ago. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
ORLT	91	28 ago. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
ORP	7	3 set. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
OFT	1	9 set. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
ORP	7	10 set. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
ORLTA	91	11 set. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
OFT	1	15 set. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
OFT	1	16 set. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
ORP	7	17 set. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
OFT	1	18 set. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
ORP	7	24 set. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
OFT	1	24 set. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
ORLT	84	25 set. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
ORSS	38	30 set. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
ORP	7	1 ott. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
OFT	1	1 ott. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
OFT	1	2 ott. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
OFT	3	3 ott. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
OFT	1	6 ott. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
OFT	1	7 ott. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
ORP	7	8 ott. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
ORLTA	182	9 ott. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
OFT	6	9 ott. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
ORP	7	15 ott. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
ORP	7	22 ott. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
ORP	7	29 ott. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
ORLT	91	30 ott. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
ORP	7	5 nov. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
ORSS	33	7 nov. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
OFT	1	11 nov. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
ORP	7	12 nov. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
ORLTA	91	13 nov. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
ORLTA	182	13 nov. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
ORP	7	19 nov. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
ORP	7	26 nov. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
ORLT	91	27 nov. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
ORP	7	3 dic. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
OFT	1	9 dic. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
ORP	7	10 dic. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
ORSS	42	10 dic. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
ORLTA	91	11 dic. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
ORLTA	182	11 dic. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
ORP	6	17 dic. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
ORLT	98	18 dic. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
ORP	7	23 dic. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
ORP	7	30 dic. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) ORP = operazione di rifinanziamento principale, ORLT = operazione di rifinanziamento a più lungo termine, ORLTA = operazione di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntiva, ORSS = operazione di rifinanziamento con scadenza speciale.
2) Gli importi sono positivi in caso delle operazioni di immissione di liquidità e negativi per quelle di assorbimento.

Operazioni in dollari USA

Tipo di operazione ¹⁾	Data di regolamento	Durata (giorni)	Importo aggiudicato (miliardi di euro)	Tasso marginale (%)	Tasso fisso (%) (OT) / Puntini a termine fissi (FX)	Importo totale delle offerte (miliardi di euro)	Numero di offerenti	Bid-cover ratio
OT	17 gen. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
OT	31 gen. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
OT	27 mar. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
OT	10 apr. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
OT	24 apr. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
OT	8 mag. 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
OT	22 mag. 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
OT	5 giu. 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
OT	19 giu. 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
OT	3 lug. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
OT	17 lug. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
OT	31 lug. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
OT	14 ago. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
OT	14 ago. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
OT	28 ago. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
OT	11 set. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
OT	11 set. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
OT	18 set. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
OT	19 set. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
OT	22 set. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
OT	23 set. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
OT	24 set. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
OT	25 set. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
OT	25 set. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
OT	26 set. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
OT	26 set. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
OT	29 set. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
OT	30 set. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
OT	30 set. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
OT	1 ott. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
OT	2 ott. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
OT	3 ott. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
OT	6 ott. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
OT	7 ott. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
OT	8 ott. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
OT	9 ott. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
OT	9 ott. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
OT	10 ott. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
OT	14 ott. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
OT	15 ott. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
OT	16 ott. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	23 ott. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
OT	23 ott. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	23 ott. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
OT	23 ott. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	30 ott. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
OT	30 ott. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	6 nov. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
OT	6 nov. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	6 nov. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
OT	6 nov. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	13 nov. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
OT	13 nov. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	20 nov. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
OT	20 nov. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	20 nov. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
OT	20 nov. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00

1) OT = operazione temporanea, FX = swap in valuta

Operazioni in dollari USA

Tipo di operazione ¹⁾	Data di regolamento	Durata (giorni)	Importo aggiudicato (miliardi di euro)	Tasso marginale (%)	Tasso fisso (%) (OT) / Punti a termine fissi (FX)	Importo totale delle offerte (miliardi di euro)	Numero di offerenti	Bid-cover ratio
FX	28 nov. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
OT	28 nov. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
FX	4 dic. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
OT	4 dic. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	4 dic. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
OT	4 dic. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	11 dic. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
OT	11 dic. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	18 dic. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
OT	18 dic. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	18 dic. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
OT	18 dic. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	23 dic. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
OT	23 dic. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	30 dic. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
OT	30 dic. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) OT = operazione temporanea, FX = *swap* in valuta

Operazioni in franchi svizzeri

Tipo di operazione ¹⁾	Data di regolamento	Durata (giorni)	Importo aggiudicato (miliardi di euro)	Tasso marginale (%)	Punti a termine fissi	Importo totale delle offerte (miliardi di euro)	Numero di offerenti	Bid-cover ratio
FX	22 ott. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	29 ott. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	5 nov. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	7 nov. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	12 nov. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	19 nov. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	21 nov. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	26 nov. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	3 dic. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	5 dic. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	10 dic. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	17 dic. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	19 dic. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	23 dic. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	30 dic. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = *swap* in valuta

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2008. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2008 e febbraio 2009. 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.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2007, aprile 2008.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2008.

EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

10° Anniversario della BCE, maggio 2008.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.

Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.

L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.

L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.

La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.

Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.

Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria, aprile 2008.

Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro, aprile 2008.

Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria, aprile 2008.

Stabilità dei prezzi e crescita economica, maggio 2008.

Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, maggio 2008.

Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.

Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.

L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 2008.

La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.

Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 2008.

I dieci anni del Patto di stabilità e crescita, ottobre 2008.

Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali, ottobre 2008.

Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro, novembre 2008.

Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario, novembre 2008.

I dieci anni di Target e l'avvio di Target2, novembre 2008.

Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro, gennaio 2009.

Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti, gennaio 2009.

I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa, febbraio 2009.

Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo, febbraio 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, di S. Kerjean, giugno 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Mas-Guix, luglio 2008.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.
- 85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.
- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.

- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, di A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, novembre 2008.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

WORKING PAPER SERIES

- 973 *Do China and oil exporters influence major currency configurations?*, di M. Fratzscher e A. Mehl, dicembre 2008.
- 974 *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan*, di P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2008.
- 975 *Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side*, di E. Hahn e F. Skudelny, dicembre 2008.
- 976 *The term structure of interest rates across frequencies*, di K. Assenmacher-Wesche e S. Gerlach, dicembre 2008.
- 977 *Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates*, di M. Guidolin e D. L. Thornton, dicembre 2008.
- 978 *Measuring monetary policy expectations from financial market instruments*, di M. Joyce, J. Relleen e S. Sorensen, dicembre 2008.
- 979 *Futures contract rates as monetary policy forecasts*, di G. Ferrero e A. Nobili, dicembre 2008.
- 980 *Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan*, di T. Nagano e N. Baba, dicembre 2008.
- 981 *Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?*, di T. Välimäki, dicembre 2008.
- 982 *Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market*, di N. Cassola e C. Morana, dicembre 2008.
- 983 *What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?*, di T. Linzert e S. Schmidt, dicembre 2008.
- 984 *The daily and policy-relevant liquidity effects*, di D. L. Thornton, dicembre 2008.
- 985 *Portuguese banks in the euro area market for daily funds*, di L. Farinha e V. Gaspar, dicembre 2008.
- 986 *The topology of the federal funds market*, di M. L. Bech e E. Atalay, dicembre 2008.
- 987 *Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update*, di J. Idier e S. Nardelli, dicembre 2008.

- 988 *The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform*, di R. Beaupain e A. Durré, dicembre 2008.
- 989 *Modelling loans to non-financial corporations in the euro area*, di C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez e C. Rossi, gennaio 2009.
- 990 *Fiscal policy, housing and stock prices*, di A. Afonso e R. M. Sousa, gennaio 2009.
- 991 *The macroeconomic effects of fiscal policy*, di A. Afonso e R. M. Sousa, gennaio 2009.
- 992 *FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation*, di M. Bijsterbosch e M. Kolasa, gennaio 2009.
- 993 *Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, di G. Pula e T. A. Peltonen, gennaio 2009.
- 994 *Fiscal sustainability and policy implications for the euro area*, di F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer e P. Tommasino, gennaio 2009.
- 995 *Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?*, di M. Ca' Zorzi, A. Chudik e A. Dieppe, gennaio 2009.
- 996 *What drives euro area break-even inflation rates?*, di M. Ciccarelli e J. A. García, gennaio 2009.
- 997 *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, di C. Coluzzi, A. Ferrando e C. Martinez-Carrascal, gennaio 2009.
- 998 *Infinite-dimensional VARs and factor models*, di A. Chudik e M. H. Pesaran, gennaio 2009.
- 999 *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, di P. Pagano e M. Pisani, gennaio 2009.
- 1000 *Wealth effects in emerging market economies*, di T. A. Peltonen, R. M. Sousa e I. S. Vansteenkiste, gennaio 2009.
- 1001 *Identifying the elasticity of substitution with biased technical change*, di M. A. León-Ledesma, P. McAdam e A. Willman, gennaio 2009.
- 1002 *Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks*, di O. Castrén, T. Fitzpatrick e M. Sydow, febbraio 2009.
- 1003 *Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains*, di J. Messina, C. Strozzi e J. Turunen, febbraio 2009.
- 1004 *Characterising the inflation-targeting regime in South Korea*, di M. Sánchez, febbraio 2009.
- 1005 *Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries*, di F. Rumler e J. Scharler, febbraio 2009.
- 1006 *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition*, di P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintr, febbraio 2009.
- 1007 *Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation*, di G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens e R. Wouters, febbraio 2009.
- 1008 *Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions*, di K. Nikolaou, febbraio 2009.
- 1009 *Optimal sticky prices under rational inattention*, di B. Maćkowiak e M. Wiederholt, febbraio 2009.
- 1010 *Business cycles in the euro area*, di D. Giannone, M. Lenza e L. Reichlin, febbraio 2009.
- 1011 *The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves*, di S. Eickmeier e K. Moll, febbraio 2009.
- 1012 *Petrodollars and imports of oil-exporting countries*, di R. Beck e A. Kamps, febbraio 2009.
- 1013 *Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect*, di A. Beyer, A. Haug e B. Dewald, febbraio 2009.

- 1014 *Asset prices and current account fluctuations in G7 economies*, di M. Fratzscher e R. Straub, febbraio 2009.
- 1015 *Inflation forecasting in the new EU Member States*, di O. Arratibel, C. Kamps e N. Leiner-Killinger, febbraio 2009.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union*, gennaio 2008 (disponibile solo online).
- Oversight framework for card payment schemes – standards*, gennaio 2008 (disponibile solo online).
- The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006*, febbraio 2008.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, marzo 2008 (disponibile solo online).
- ECB statistics quality framework (SQF)*, aprile 2008 (disponibile solo online).
- Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, aprile 2008 (disponibile solo online).
- ECB statistics – an overview*, aprile 2008 (disponibile solo online).
- TARGET Annual Report 2007*, aprile 2008 (disponibile solo online).
- Financial integration in Europe*, aprile 2008.
- Financial Stability Review*, giugno 2008.
- Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, giugno 2008.
- The international role of the euro*, luglio 2008 (disponibile solo online).
- Payment systems and market infrastructure oversight report*, luglio 2008 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, luglio 2008 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, luglio 2008 (disponibile solo online).
- Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments*, luglio 2008.
- CCBM2 User Requirements 4.1*, luglio 2008 (disponibile solo online).
- Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007*, settembre 2008.
- New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, settembre 2008 (disponibile solo online).
- Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation*, settembre 2008 (disponibile solo online).
- Euro money market survey*, settembre 2008 (disponibile solo online).
- EU banking structures*, ottobre 2008 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament*, ottobre 2008 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, ottobre 2008 (disponibile solo online).
- A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008*, novembre 2008.
- The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, novembre 2008.

The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of “legally and operationally located in the euro area”, novembre 2008 (disponibile solo online).

Single Euro Payments Area – sixth progress report, novembre 2008 (disponibile solo online).

EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans, novembre 2008 (disponibile solo online).

Government finance statistics guide, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Financial Stability Review, dicembre 2008.

Covered bonds in the EU financial system, dicembre 2008 (disponibile solo online).

The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament, gennaio 2009 (disponibile solo online).

Euro money market study 2008, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem oversight policy framework, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments, febbraio 2009 (disponibile solo online).

European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution, febbraio 2009 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, seconda edizione, aprile 2008.

La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, giugno 2008.

A single currency – an integrated market infrastructure, settembre 2008.

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**; più in particolare, fra gli AIF sono ricompresi i soggetti primariamente impegnati 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-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, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia 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**.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: costituzione di un *pool* di attività finanziarie, ad esempio mutui residenziali, successivamente acquistato da una società veicolo, che quindi emette titoli a reddito fisso e li propone in vendita agli investitori. Il capitale e gli interessi sui titoli dipendono dai flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività finanziarie sottostanti.

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 un'operazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty]: entità che si interpone tra le **controparti** dei contratti scambiati in uno o più mercati finanziari, configurandosi come unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e 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* denominate in euro non coperte da garanzie, 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.

Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie [*financing gap of non-financial corporations*]: il fabbisogno finanziario è dato dalla differenza fra il risparmio delle imprese (derivante dagli utili non distribuiti e dagli ammortamenti) e i loro investimenti non finanziari. Esso può essere altresì definito sulla base dei conti finanziari, come saldo fra le attività finanziarie nette acquisite e le passività nette incorse dalle società non finanziarie. Le discrepanze rilevabili fra queste due misure del fabbisogno finanziario sono dovute alle diverse fonti statistiche utilizzate.

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)*]: misura dell'andamento dei prezzi al consumo calcolata dall'Eurostat e armonizzata per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: operazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'**area dell'euro** in titoli emessi dai non residenti ("attività") e operazioni 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). Includono azioni e altre partecipazioni, utili reinvestiti e altri proventi riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

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, la remunerazione del fattore lavoro e le 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.

Modello di banche centrali corrispondenti [Correspondent central banking model (CCBM)]: meccanismo istituito dall'**Eurosistema** al fine di consentire alle **controparti** l'utilizzo su base transfrontaliera di attività stanziabili. In tale modello, ogni BCN svolge il ruolo di depositaria per le altre e tiene nel proprio sistema di gestione titoli un conto titoli a nome di ciascuna delle altre BCN (nonché della **Banca centrale europea**).

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. Gli AEC II prevedono un meccanismo multilaterale di parità centrali fisse ma modificabili e una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento. Le decisioni riguardanti le parità centrali ed eventualmente il restringimento delle bande di oscillazione sono prese di comune accordo dagli Stati membri dell'UE interessati, dai paesi dell'area dell'euro, dalla **Banca centrale europea (BCE)** e dagli altri Stati membri dell'UE che partecipano agli accordi. Tutti i partecipanti agli AEC II compresa la BCE, hanno il diritto di avviare una procedura confidenziale volta a modificare le parità centrali (riallineamento).

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 che prevede la vendita e il successivo riacquisto di titoli, a date e prezzi predeterminati.

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'**Eurosistema** 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 specifichino 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) n. 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) n. 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 riscontri 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**.

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 del mercato [*market liquidity risk*]: rischio che un'operazione del mercato finanziario non possa essere conclusa o possa essere conclusa a condizioni più sfavorevoli rispetto alle attese poiché lo spessore del mercato risulta inadeguato o si sono verificate turbative.

Rischio di mercato [*market risk*]: rischio di incorrere in perdite (su posizioni sia in bilancio sia fuori bilancio) a causa di movimenti dei prezzi di mercato.

Rischio di regolamento [*settlement risk*]: rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto solitamente perché una parte non adempie a uno o più obblighi di regolamento. Comprende in particolare il rischio operativo, il **rischio di credito** e il rischio di liquidità.

Rischio sistemico [*systemic risk*]: rischio che l'incapacità di un operatore di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuto impedisca ad altri operatori 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 del sistema finanziario 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** per un **periodo di mantenimento** predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata in base alla media dei saldi giornalieri dei conti di riserva sul 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)*]: sistema che a) consente l'esecuzione e il regolamento delle operazioni in titoli mediante scrittura contabile e b) si adopera per assicurare l'integrità delle emissioni di titoli. Questi ultimi possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) oppure dematerializzata, ossia esistono soltanto come scritturazioni elettroniche.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema di trasferimento che consente di regolare le operazioni in titoli. Include tutti gli assetti istituzionali necessari per la compensazione e il regolamento di tali operazioni e la prestazione di servizi di custodia titoli.

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 operazione (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), concepito su scala mondiale.

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]: è costituito dalla **Banca centrale europea (BCE)** 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*]: preservare la 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.

Target2: nuova generazione del sistema **Target** nel cui ambito l’infrastruttura tecnica decentrata originaria è stata sostituita da una piattaforma unica condivisa che offre un servizio armonizzato con uno schema tariffario uniforme.

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 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**. Comprendono i tassi sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e sui **depositi presso la banca centrale**.

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 dei principali 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-21 (comprendente gli 11 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-41 (composto dal TCE-21 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 medio ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; misura, pertanto, la competitività di prezzo o di costo.

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.

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 operazioni o pagamenti che

include, ove applicabile, il perfezionamento automatico di conferma, abbinamento, generazione, compensazione e regolamento degli ordini.

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 4½ 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 1561-4530



9 771561 453000