



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# RAPPORTO SULLA CONVERGENZA MAGGIO 2008

**INTRODUZIONE**

**QUADRO DI RIFERIMENTO  
DELL'ANALISI**

**STATO DELLA  
CONVERGENZA  
ECONOMICA**

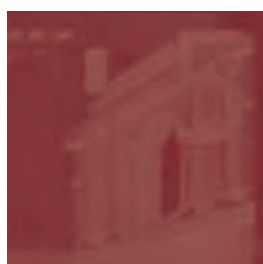
**SINTESI PER PAESE**

IT

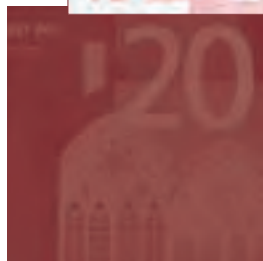


**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



Nel 2008 tutte le pubblicazioni della BCE sono caratterizzate da un motivo tratto dalla banconota da 10 euro



## **RAPPORTO SULLA CONVERGENZA MAGGIO 2008**

**INTRODUZIONE**

**QUADRO DI RIFERIMENTO  
DELL'ANALISI**

**STATO DELLA  
CONVERGENZA  
ECONOMICA**

**SINTESI PER PAESE**

© Banca centrale europea, 2008

**Indirizzo**

Kaiserstraße 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Recapito 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.*

*Le statistiche contenute in questa pubblicazione sono aggiornate al 18 aprile 2008.*

*La presente traduzione in italiano del Rapporto sulla convergenza del maggio 2008 contiene soltanto i capitoli Introduzione, Quadro di riferimento dell'analisi, Stato della convergenza economica e Sintesi per paese. Per maggiori informazioni, la pubblicazione completa in inglese è consultabile nel sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).*

ISSN 1725-9339 (stampa)

ISSN 1725-9541 (online)

# INDICE

<b>I</b>	<b>INTRODUZIONE</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'ANALISI</b>	
2.1	Convergenza economica	7
2.2	Compatibilità della legislazione nazionale con il Trattato	14
<b>3</b>	<b>STATO DELLA CONVERGENZA ECONOMICA</b>	<b>31</b>
<b>4</b>	<b>SINTESI PER PAESE</b>	
4.1	Bulgaria	39
4.2	Repubblica Ceca	41
4.3	Estonia	43
4.4	Lettonia	45
4.5	Lituania	48
4.6	Ungheria	50
4.7	Polonia	52
4.8	Romania	54
4.9	Slovacchia	56
4.10	Svezia	59

INDICE

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE SIGLE

AEC	Accordi europei di cambio
BCE	Banca centrale europea
BCN	banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	certificati di deposito
CLUPM	costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
CLUPT	costi del lavoro per unità di prodotto nel totale dell'economia
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
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 (5 <sup>a</sup> edizione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PDE	procedura per i disavanzi eccessivi
PIL	prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
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 questa pubblicazione utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.**

## I INTRODUZIONE

L'euro è stato introdotto il 1° gennaio 1999. Ad oggi hanno adottato la moneta unica, in linea con i requisiti del Trattato che istituisce la Comunità europea (il Trattato), quindici Stati membri dell'Unione europea (UE), ultimi fra questi Cipro e Malta il 1° gennaio 2008. Gli Stati membri che attualmente non partecipano a pieno titolo all'Unione economica e monetaria (UEM) e non hanno ancora introdotto l'euro sono quindi dodici, due dei quali, la Danimarca e il Regno Unito, hanno notificato la volontà di non aderire alla Terza fase dell'UEM. La redazione di rapporti sulla convergenza con riferimento a questi due Stati membri è pertanto soggetta a richiesta da parte degli stessi. Non essendosi realizzata tale condizione, il presente rapporto prende in esame dieci paesi: Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia. In base al Trattato ognuno di essi è tenuto ad adottare l'euro e, a tal fine, devono compiere ogni sforzo per soddisfare tutti i criteri di convergenza.

Nel redigere il presente rapporto la Banca centrale europea (BCE) assolve l'obbligo – sancito all'articolo 122, paragrafo 2, in combinato disposto con l'articolo 121, paragrafo 1, del Trattato – di riferire al Consiglio dell'Unione europea (Consiglio dell'UE) almeno una volta ogni due anni, o su richiesta di uno Stato membro con deroga, “sui progressi compiuti dagli Stati membri nell'adempimento dei loro obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria”. Il rapporto stilato dalla BCE e quello redatto dalla Commissione europea, in virtù dello stesso mandato, sono sottoposti al Consiglio dell'UE in parallelo. La presente analisi sui dieci paesi menzionati viene quindi effettuata nel quadro del regolare esercizio biennale.

La BCE si rifà allo schema di valutazione utilizzato nei precedenti rapporti sulla convergenza per esaminare, con riferimento ai dieci paesi interessati, se sia stato conseguito un grado di convergenza elevato e sostenibile in ambito economico, se la legislazione nazionale risulti compatibile con il Trattato e siano soddisfatti i requisiti di natura giuridica imposti alle banche centrali nazionali (BCN)

come condizione per divenire parte integrante dell'Eurosistema.

Nel presente rapporto la Slovacchia è stata sottoposta a un esame in certa misura più approfondito rispetto agli altri paesi, per il fatto che il 4 aprile 2008 ha presentato richiesta di valutazione al fine di adottare la moneta unica il 1° gennaio 2009. Inoltre, si tratta del primo paese che intende adottare l'euro nel prossimo futuro la cui valuta ha mostrato per diversi anni una tendenza a rafforzarsi in termini nominali. Questo aspetto richiede un'analisi del modo in cui l'economia slovacca opererebbe dopo la fissazione irrevocabile del tasso di cambio.

La valutazione del processo di convergenza economica dipende fortemente dalla qualità e dall'integrità delle statistiche su cui si fonda. La compilazione e la segnalazione di queste ultime, in special modo dei dati sui conti pubblici, non devono essere influenzate da considerazioni politiche. Agli Stati membri è stato chiesto di attribuire importanza prioritaria alla qualità e all'integrità delle proprie statistiche, di predisporre un adeguato sistema di controlli incrociati in sede di compilazione e di applicare requisiti minimi di qualità in campo statistico. Tali requisiti dovrebbero rafforzare l'indipendenza, l'integrità e la responsabilità di dar conto del proprio operato degli istituti nazionali di statistica, nonché sostenere la fiducia nella qualità delle statistiche di bilancio (cfr. allegato statistico).

Il rapporto si articola nel modo seguente: il capitolo 2 descrive lo schema di valutazione utilizzato per l'esame della convergenza economica e legale; il capitolo 3 fornisce un'analisi orizzontale degli aspetti principali della convergenza economica; il capitolo 4 presenta una sintesi per paese contenente i principali risultati ottenuti sulla base di tale esame; il capitolo 5 approfondisce l'analisi dello stato della convergenza economica in ciascuno dei dieci paesi e delinea la metodologia statistica utilizzata per gli indicatori di convergenza; infine il capitolo 6 verte sulla compatibilità delle legislazioni nazionali, compresi gli statuti delle banche centrali, con gli articoli 108 e 109 del Trattato e con lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC).



## 2 QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'ANALISI

### 2.1 CONVERGENZA ECONOMICA

La BCE valuta lo stato di convergenza economica dei dieci Stati membri interessati applicando a ciascuno di essi il medesimo quadro di riferimento per l'analisi. Quest'ultimo si basa, innanzitutto, sulle disposizioni del Trattato e sulla loro applicazione da parte della BCE per quanto concerne l'andamento dei prezzi, i saldi di bilancio e i rapporti fra debito pubblico e PIL, i tassi di cambio, i tassi di interesse a lungo termine e altri fattori rilevanti. Inoltre, tiene conto di un ulteriore insieme di indicatori economici sia retrospettivi che prospettici considerati utili per un esame più approfondito della sostenibilità della convergenza. I riquadri da 1 a 4 richiamano brevemente le disposizioni del Trattato e forniscono precisazioni metodologiche concernenti le rispettive modalità di applicazione da parte della BCE.

Per assicurare continuità nell'analisi e condizioni di trattamento paritarie, il presente rapporto incorpora i principi stabiliti nelle precedenti edizioni pubblicate dalla BCE (e ancor prima dall'IME). In particolare, nell'esame dei criteri di convergenza la BCE segue alcuni principi guida. In primo luogo, i singoli criteri sono interpretati e applicati in modo rigoroso, poiché la loro funzione principale è garantire che solo gli Stati membri aventi condizioni economiche idonee al mantenimento della stabilità dei prezzi e al buon funzionamento dell'area dell'euro possano parteciparvi. In secondo luogo, dato che i criteri di convergenza costituiscono un insieme integrato e coeso, essi devono essere soddisfatti nella loro totalità; il Trattato pertanto non li elenca secondo un ordine d'importanza ma li pone sullo stesso piano. In terzo luogo, i criteri di convergenza devono essere osservati sulla base di dati effettivi. Quarto, la verifica dei criteri deve caratterizzarsi per coerenza, trasparenza e semplicità. Infine si ribadisce che i criteri di convergenza devono essere rispettati in modo duraturo, non solo in un dato momento. Per questo motivo, l'esame effettuato per ciascun paese approfondisce gli aspetti connessi con la sostenibilità della convergenza.

Vengono pertanto analizzati retrospettivamente gli andamenti economici negli Stati membri interessati con riferimento, in linea di principio,

all'ultimo decennio. Questo approccio aiuta a stabilire con maggior precisione la misura in cui i risultati al momento ottenuti siano realmente frutto di aggiustamenti di natura strutturale e ciò, a sua volta, dovrebbe consentire una più accurata valutazione della sostenibilità della convergenza economica.

Nella misura appropriata, viene inoltre condotta un'analisi prospettica, nel cui ambito si presta particolare attenzione al fatto che la sostenibilità di andamenti economici favorevoli si fonda sulla capacità delle politiche economiche di rispondere alle sfide presenti e future in modo adeguato e con effetti duraturi. Nell'insieme, si rileva che per preservare nel tempo i risultati raggiunti sul piano della convergenza economica occorre conseguire una solida posizione di partenza, ma sono altrettanto determinanti le politiche economiche portate avanti dopo l'adozione dell'euro.

Il quadro di riferimento comune per l'analisi viene applicato individualmente ai dieci Stati membri interessati. L'esame effettuato per ciascun paese, incentrato sui risultati rispettivamente ottenuti, va considerato separatamente, in conformità con l'articolo 121 del Trattato.

Le statistiche contenute nel presente rapporto sono aggiornate al 18 aprile 2008. I dati statistici utilizzati per la verifica della convergenza sono stati forniti dalla Commissione europea (cfr. anche l'allegato statistico, le tavole e le figure), con la collaborazione della BCE per quanto concerne i tassi di cambio e i tassi di interesse a lungo termine. Con riferimento agli andamenti dei prezzi e dei tassi di interesse a lungo termine, i dati rilevanti ai fini della convergenza giungono fino al marzo 2008, ultimo mese per il quale erano disponibili le statistiche relative agli indici armonizzati dei prezzi al consumo (IAPC). Per i dati mensili sui tassi di cambio il periodo in esame termina nel marzo 2008, mentre per quelli giornalieri si estende fino al 18 aprile. I dati sui conti pubblici si fermano al 2007. Si considerano, inoltre, le previsioni di varie fonti e gli ultimi programmi di convergenza degli Stati membri, nonché altre informazioni ritenute rilevanti ai fini di una valutazione prospettica della sostenibilità della convergenza. Le previsioni di primavera della



Commissione europea, di cui si tiene conto anche nel presente rapporto, sono state divulgate il 28 aprile 2008. Il rapporto è stato adottato dal Consiglio generale della BCE il 6 maggio.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, le disposizioni del Trattato e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono illustrate nel riquadro 1.

## Riquadro 1

### ANDAMENTO DEI PREZZI

#### 1 Disposizioni del Trattato

L'articolo 121, paragrafo 1, primo trattino, del Trattato prevede:

“il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi; questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.”

L'articolo 1 del Protocollo sui criteri di convergenza di cui all'articolo 121 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla stabilità dei prezzi, di cui all'articolo 121, paragrafo 1, primo trattino, del Trattato, significa che gli Stati membri hanno un andamento dei prezzi che è sostenibile ed un tasso medio d'inflazione che, osservato per un periodo di un anno anteriormente all'esame, non supera di oltre 1,5 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. L'inflazione si misura mediante l'indice dei prezzi al consumo (IPC) calcolato su base comparabile, tenendo conto delle differenze delle definizioni nazionali.”

#### 2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato

Nel contesto del presente rapporto la BCE applica le disposizioni del Trattato nel seguente modo.

- Per quanto riguarda il “tasso medio d'inflazione osservato per un periodo di un anno anteriormente all'esame”, tale indicatore è stato calcolato utilizzando la variazione della media degli ultimi dodici mesi per i quali sono disponibili dati sullo IAPC rispetto alla media dei dodici mesi precedenti. Il periodo di riferimento considerato per il tasso di inflazione è aprile 2007 - marzo 2008.
- Il concetto di “tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi”, adottato per la determinazione del valore di riferimento, è stato applicato calcolando la media aritmetica semplice del tasso di incremento dei prezzi dei tre paesi dell'UE con inflazione più bassa: 1,5 per cento (Malta), 1,7 per cento (Paesi Bassi) e 2,0 per cento (Danimarca), da cui risulta un tasso medio dell'1,7 per cento che, aggiungendo 1,5 punti percentuali, dà un valore di riferimento del 3,2 per cento.

L'inflazione è stata misurata sullo IAPC, costruito allo scopo di fornire una base comparabile per valutare la convergenza in termini di stabilità dei prezzi (cfr. allegato statistico). Il tasso medio di inflazione dell'area dell'euro è riportato a fini informativi nella parte statistica del presente rapporto.

Per consentire un esame più approfondito della sostenibilità dell'andamento dei prezzi, il tasso medio di inflazione misurato sullo IAPC nel periodo di riferimento di dodici mesi (aprile 2007 - marzo 2008) viene valutato alla luce dei risultati economici ottenuti dagli Stati membri in termini di stabilità dei prezzi negli ultimi dieci anni. In tale contesto si rilevano l'orientamento della politica monetaria, in particolare per stabilire se l'attenzione delle autorità monetarie si sia concentrata soprattutto sul conseguimento e sul mantenimento della stabilità dei prezzi, nonché il contributo fornito dalle altre aree della politica economica alla realizzazione di tale obiettivo. Si tiene, inoltre, conto di come il contesto macroeconomico abbia inciso sul raggiungimento della stabilità dei prezzi. L'evoluzione di questi ultimi è esaminata alla luce delle condizioni della domanda e dell'offerta analizzando, fra l'altro, i fattori che influenzano il costo del lavoro per unità

di prodotto e i prezzi all'importazione. Infine, vengono prese in considerazione le tendenze che emergono da altri importanti indicatori dei prezzi (quali lo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dell'energia, l'IPC nazionale, l'IPC escluse le variazioni delle imposte indirette nette, il deflatore dei consumi privati, il deflatore del PIL e i prezzi alla produzione). Con riferimento alle prospettive future, vengono delineati gli andamenti attesi dell'inflazione nei prossimi anni, incluse le previsioni dei principali organismi internazionali e operatori di mercato, e sono analizzati gli aspetti strutturali rilevanti per il mantenimento di un contesto economico idoneo alla stabilità dei prezzi dopo l'adozione dell'euro.

Per quanto riguarda l'andamento della finanza pubblica, le disposizioni del Trattato e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono presentate nel riquadro 2.

## Riquadro 2

### ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

#### 1 Disposizioni del Trattato

L'articolo 121, paragrafo 1, secondo trattino, del Trattato prevede:

“la sostenibilità della situazione della finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo secondo la definizione di cui all'articolo 104, paragrafo 6.”

L'articolo 2 del Protocollo sui criteri di convergenza di cui all'articolo 121 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla situazione di bilancio pubblico di cui all'articolo 121, paragrafo 1, secondo trattino, del Trattato, significa che, al momento dell'esame, lo Stato membro non è oggetto di una decisione del Consiglio di cui all'articolo 104, paragrafo 6, del Trattato, circa l'esistenza di un disavanzo eccessivo.”

L'articolo 104 definisce la procedura per i disavanzi eccessivi. Conformemente all'articolo 104, paragrafi 2 e 3, la Commissione europea redige un rapporto nel caso in cui uno Stato membro non soddisfi i criteri di disciplina fiscale, in particolare se:

- (a) il rapporto fra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il PIL supera il valore di riferimento (fissato nel Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi al 3 per cento), a meno che

- il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento; oppure
  - il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento;
- (b) il rapporto fra il debito pubblico e il PIL supera il valore di riferimento (fissato nel Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi al 60 per cento), a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato.

Inoltre, la relazione predisposta dalla Commissione deve tenere conto dell'eventuale differenza fra il disavanzo pubblico e la spesa pubblica per investimenti e di tutti gli altri fattori rilevanti, compresa la situazione economica e di bilancio a medio termine dello Stato membro. La Commissione può inoltre elaborare un rapporto se ritiene che in un determinato Stato membro, sebbene i criteri siano rispettati, sussista il rischio di un disavanzo eccessivo. Il Comitato economico e finanziario formula un parere in merito al rapporto della Commissione. Infine, conformemente all'articolo 104, paragrafo 6, il Consiglio dell'UE, deliberando a maggioranza qualificata sulla base della raccomandazione della Commissione e considerate le osservazioni che lo Stato membro interessato ritenga di formulare, decide dopo una valutazione globale se esiste un disavanzo eccessivo.

## **2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato**

Ai fini dell'esame della convergenza, la BCE esprime il proprio avviso sull'andamento della finanza pubblica, di cui analizza sotto il profilo della sostenibilità i principali indicatori per il periodo 1998-2007, tenendo conto delle prospettive e delle sfide in materia di conti pubblici, con particolare attenzione alle relazioni fra l'evoluzione del disavanzo e quella del debito pubblico.

Conformemente all'articolo 104 la BCE, a differenza della Commissione europea, non riveste alcun ruolo formale nella procedura per i disavanzi eccessivi. Il suo rapporto si limita pertanto a indicare se nei confronti di un paese sia stata avviata una procedura concernente un disavanzo eccessivo.

Per quanto riguarda la disposizione del Trattato relativa a un rapporto fra debito pubblico e PIL superiore al 60 per cento che si stia riducendo in misura sufficiente e si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato, la BCE analizza gli andamenti passati e le tendenze future di tale variabile.

L'esame degli andamenti di finanza pubblica si avvale di dati compilati sulla base dei conti economici nazionali, conformemente al Sistema europeo dei conti 1995 (cfr. allegato statistico). Per la maggior parte, i dati presentati in questo rapporto sono stati resi disponibili dalla Commissione europea nell'aprile 2008 e includono i conti pubblici dal 1998 al 2007, nonché le previsioni della Commissione per il 2008.

Per quanto concerne la sostenibilità delle finanze pubbliche, i risultati conseguiti nel 2007 (anno di riferimento) sono valutati alla luce degli andamenti registrati dagli Stati membri negli ultimi dieci anni. Come punto di partenza vengono esaminati sia l'evoluzione del rapporto fra debito pubblico e PIL nell'arco di tale periodo, sia i fattori ad essa

sottesi, ossia la differenza tra la crescita nominale del PIL e i tassi di interesse, il saldo primario e il raccordo disavanzo-debito. Tale prospettiva può fornire ulteriori informazioni sulla misura in cui il contesto macroeconomico, in particolare l'effetto combinato di crescita e tassi di interesse, ha inciso sulla dinamica del debito. Può altresì

offrire maggiori indicazioni sul contributo degli sforzi di risanamento, rispecchiati dal saldo primario, e sul ruolo svolto da determinati fattori sottostanti al raccordo disavanzo-debito. Si effettua inoltre un'analisi della struttura del debito pubblico, incentrata in particolare sul livello – e sull'evoluzione – della quota di debito a breve termine e di quella denominata in valuta estera. Raffrontando tali quote con il livello corrente del rapporto debito/PIL si riscontra la sensibilità dei saldi di bilancio alle variazioni dei tassi di cambio e di interesse.

Viene quindi esaminato l'andamento del rapporto fra il disavanzo pubblico e il PIL. A tale riguardo giova ricordare che sull'evoluzione del rapporto disavanzo/PIL annuo di un paese influiscono tipicamente una serie di fattori sottostanti. Gli influssi sono spesso suddivisi in “effetti ciclici”, che riflettono la reazione dei disavanzi alle variazioni del ciclo economico, ed “effetti non ciclici”, sovente ricondotti a correzioni strutturali o permanenti delle politiche di bilancio. Questi ultimi, tuttavia, così come quantificati nel presente rapporto, non sono necessariamente ascrivibili appieno alle variazioni strutturali della situazione di finanza pubblica, in quanto includono effetti temporanei sul bilancio derivanti dall'impatto sia di provvedimenti economici sia di fattori

straordinari. Vengono analizzati in maggior dettaglio anche gli andamenti passati della spesa e delle entrate pubbliche e sono illustrate per grandi linee le aree in cui è opportuna un'azione di risanamento.

Con riferimento alle prospettive future, si tiene conto dei programmi di bilancio nazionali e delle recenti previsioni della Commissione europea per il 2008; vengono poi considerate le strategie di finanza pubblica a medio termine, che emergono dai programmi di convergenza. Ciò include una valutazione del previsto raggiungimento dell'obiettivo a medio termine, come prescritto dal Patto di stabilità e crescita, nonché delle prospettive per l'evoluzione del rapporto debito/PIL sulla base delle attuali politiche di bilancio. Vengono inoltre evidenziate le sfide di lungo periodo per la sostenibilità delle posizioni di bilancio, con particolare attenzione a quelle connesse alla presenza di sistemi pensionistici pubblici a ripartizione in un contesto demografico in trasformazione, nonché agli schemi di garanzie statali.

Per quanto concerne l'andamento del cambio, le disposizioni del Trattato e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono esposte nel riquadro 3.

### Riquadro 3

#### ANDAMENTO DEL TASSO DI CAMBIO

##### 1 Disposizioni del Trattato

L'articolo 121, paragrafo 1, terzo trattino, del Trattato richiede:

“il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro Stato membro.”

L'articolo 3 del Protocollo sui criteri di convergenza di cui all'articolo 121 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo, di cui all'articolo 121, paragrafo 1, terzo trattino, del Trattato, significa che lo Stato membro ha rispettato i normali margini di fluttuazione stabiliti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare,

e, per lo stesso periodo, non deve aver svalutato di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti della moneta di nessun altro Stato membro.”

## 2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato

Per quanto concerne la stabilità del cambio, la BCE verifica se il paese analizzato abbia aderito agli AEC II (che hanno sostituito il meccanismo di cambio dello SME nel gennaio 1999) per un periodo di almeno due anni prima dell'esame di convergenza senza registrare gravi tensioni, in particolare senza svalutazioni nei confronti dell'euro. Nel caso di una partecipazione più breve, l'andamento del tasso di cambio è considerato su un periodo di riferimento di due anni, secondo la convenzione adottata nei rapporti precedenti.

Nel valutare la stabilità del tasso di cambio rispetto all'euro si attribuisce particolare importanza al fatto che questo sia rimasto prossimo alla parità centrale degli AEC II ma, in linea con l'approccio adottato in passato, si tiene parimenti conto dei fattori che potrebbero averne determinato un apprezzamento. A tale riguardo, l'ampiezza della banda di oscillazione negli AEC II non pregiudica l'esame del criterio relativo alla stabilità del cambio.

Inoltre, l'assenza di “gravi tensioni” viene generalmente appurata: 1) esaminando l'entità della deviazione del tasso di cambio dalla parità centrale degli AEC II; 2) utilizzando indicatori quali la volatilità e la tendenza del tasso di cambio con l'euro, nonché il differenziale di interesse a breve termine rispetto all'area dell'euro e la sua evoluzione; 3) considerando il ruolo svolto dagli interventi sui mercati valutari.

Il periodo di riferimento considerato nel presente rapporto è 19 aprile 2006 - 18 aprile 2008. Tutti i tassi di cambio bilaterali utilizzati sono quelli ufficiali della BCE (cfr. allegato statistico).

Sono quattro gli Stati membri in esame che aderiscono attualmente agli AEC II: l'Estonia e la Lituania sono entrate a far parte del meccanismo di cambio il 28 giugno 2004; l'ingresso della Lettonia risale al 2 maggio 2005 e la Slovacchia partecipa dal 28 novembre 2005. Per questi paesi gli andamenti delle rispettive valute nei confronti dell'euro nel periodo di riferimento sono analizzati come deviazioni dalla corrispondente parità centrale nell'ambito degli AEC II. Per gli altri sei Stati membri esaminati, in assenza di parità centrali degli AEC II, si considerano come *benchmark* a scopo illustrativo i tassi di cambio medi rispetto all'euro nell'aprile 2006. Tale convenzione, precedentemente adottata nei rapporti sulla convergenza, non riflette alcun giudizio circa il livello appropriato del tasso di cambio.

Oltre ad analizzare l'andamento del tasso di cambio nominale nei confronti dell'euro, ci

si sofferma brevemente sulla sostenibilità dei suoi attuali livelli. Questa viene desunta valutando su orizzonti temporali più lunghi l'evoluzione dei tassi di cambio reali bilaterali ed effettivi, nonché i saldi di conto corrente, conto capitale e conto finanziario della bilancia dei pagamenti. Sono altresì considerate la dinamica del debito estero lordo e la posizione patrimoniale netta verso l'estero su periodi più lunghi. Le sezioni sull'andamento del tasso di cambio contemplano inoltre indicatori del grado di integrazione del paese con l'area dell'euro valutato considerando il commercio con l'estero (esportazioni e importazioni) e i mercati finanziari.

Per quanto concerne l'andamento dei tassi di interesse a lungo termine, le disposizioni del Trattato e la relativa applicazione da parte della BCE sono delineate nel riquadro 4.

## Riquadro 4

**ANDAMENTO DEI TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE****1 Disposizioni del Trattato**

L'articolo 121, paragrafo 1, quarto trattino, del Trattato richiede:

“livelli dei tassi di interesse a lungo termine che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro e della sua partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo.”

L'articolo 4 del Protocollo sui criteri di convergenza di cui all'articolo 121 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse di cui all'articolo 121, paragrafo 1, quarto trattino, del presente Trattato significa che il tasso d'interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro, osservato in media nell'arco di un anno prima dell'esame, non ha ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse si misurano sulla base delle obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali.”

**2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato**

Nel contesto del presente rapporto la BCE applica le disposizioni del Trattato nel seguente modo.

- Per quanto riguarda “il tasso d'interesse nominale a lungo termine” osservato “in media nell'arco di un anno prima dell'esame”, questo indicatore è stato calcolato come la media aritmetica degli ultimi dodici mesi per i quali sono disponibili dati relativi allo IAPC. Il periodo di riferimento considerato nel presente rapporto è aprile 2007 - marzo 2008.
- Il concetto di “tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi”, adottato per la determinazione del valore di riferimento, è stato applicato calcolando la media aritmetica semplice dei tassi di interesse a lungo termine degli stessi tre paesi dell'UE considerati nel calcolo del valore di riferimento per la stabilità dei prezzi (cfr. riquadro 1); nell'orizzonte temporale assunto ai fini del presente rapporto: 4,8 per cento (Malta), 4,3 per cento (Paesi Bassi) e 4,3 per cento (Danimarca), da cui risulta un tasso medio del 4,5 per cento che, con l'aggiunta di 2 punti percentuali, fornisce un valore di riferimento del 6,5 per cento.

Questi tassi di interesse a lungo termine sono stati misurati utilizzando, ove disponibili, le relative statistiche armonizzate elaborate per l'esame della convergenza (cfr. allegato statistico).

Qualora per un paese non si disponga di questo tipo di dati riguardo ai tassi di interesse a lungo termine, viene condotta un'analisi quanto più ampia possibile dei mercati finanziari, tenendo conto del livello di indebitamento delle amministrazioni pubbliche e di altri indicatori rilevanti, allo scopo di valutare la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro e della sua partecipazione agli AEC II.

Come già menzionato, il Trattato fa esplicito riferimento alla “stabilità della convergenza” che si riflette nel livello dei tassi di interesse a lungo termine. Pertanto, gli andamenti nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) sono considerati alla luce sia dell’evoluzione dei tassi di interesse a lungo termine negli ultimi dieci anni, o nel periodo per il quale sono disponibili i dati, sia dei principali fattori sottostanti ai differenziali fra quei tassi e il tasso medio corrispondente dell’area dell’euro. Nell’ambito di quest’analisi il rapporto fornisce anche informazioni sulla dimensione e sull’evoluzione del mercato finanziario in base a tre indicatori (consistenze dei titoli di debito societari, capitalizzazione del mercato azionario e credito bancario interno erogato al settore privato), che insieme misurano l’entità del mercato dei capitali in ciascun paese.

Infine l’articolo 121, paragrafo 1, del Trattato prevede che il presente rapporto tenga conto di una serie di altri fattori rilevanti, in particolare “dello sviluppo dell’ECU, dei risultati dell’integrazione dei mercati, della situazione e dell’evoluzione delle partite correnti delle bilance dei pagamenti, di un esame dell’evoluzione dei costi unitari del lavoro e di altri indici di prezzo”. Tali fattori sono esaminati nel capitolo 5 nel contesto dei singoli criteri di convergenza. Con l’introduzione dell’euro il 1° gennaio 1999 è venuta meno l’esigenza di un’analisi dell’andamento dell’ECU.

## **2.2 COMPATIBILITÀ DELLA LEGISLAZIONE NAZIONALE CON IL TRATTATO**

### **2.2.1 INTRODUZIONE**

L’articolo 122, paragrafo 2, del Trattato prevede che, almeno una volta ogni due anni o su richiesta di uno Stato membro con deroga, la BCE (e la Commissione) riferisca al Consiglio dell’UE in conformità della procedura stabilita all’articolo 121, paragrafo 1. Ciascun rapporto deve comprendere un esame della compatibilità tra la legislazione nazionale di ciascuno Stato

membro con deroga, incluso lo statuto della sua BCN, e i requisiti degli articoli 108 e 109 del Trattato e dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito lo “Statuto”). L’obbligo di compatibilità imposto dal Trattato agli Stati membri con deroga viene anche definito “convergenza legale”. Nel valutare la convergenza legale, la BCE non si limita ad una valutazione formale della lettera della legislazione nazionale, ma può anche considerare se l’attuazione delle disposizioni pertinenti è conforme allo spirito del Trattato e dello Statuto. Come indicato nel suo Rapporto sulla convergenza del maggio 2007<sup>1</sup>, la BCE è particolarmente preoccupata di eventuali segni di pressione sugli organi decisionali delle BCN di taluni Stati membri, potenzialmente contrari allo spirito del Trattato con riguardo all’indipendenza della banca centrale. La BCE vede altresì la necessità che gli organi decisionali delle BCN operino in maniera regolare e continuativa. Essa monitorerà da vicino ogni sviluppo, prima di poter effettuare una valutazione positiva definitiva da cui concludere che la legislazione nazionale di uno Stato membro è compatibile con il Trattato e con lo Statuto.

### **STATI MEMBRI CON DEROGA E CONVERGENZA LEGALE**

Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia, la cui legislazione nazionale è esaminata nel presente rapporto, hanno lo stato di Stati membri con deroga, vale a dire che non hanno ancora adottato l’euro. Alla Svezia è stato conferito lo stato di Stato Membro con deroga con una decisione del Consiglio

<sup>1</sup> Si veda la sezione 2.2.1 del Rapporto sulla convergenza della BCE del maggio 2007.

<sup>2</sup> Decisione del Consiglio 98/317/CE del 3 maggio 1998 in conformità dell’articolo 121, paragrafo 4, (\*) del Trattato (GU L 139 dell’11.5.1998, pag. 30). (\*) NOTA: il titolo della Decisione 98/317/CE è stato adeguato alla rinumerazione degli articoli del Trattato che istituisce la Comunità europea, in conformità dell’articolo 12 del Trattato di Amsterdam; l’originale riferimento era il l’articolo 109 J, paragrafo 4, del Trattato.

dell'UE del maggio 1998<sup>2</sup>. Con riferimento agli altri Stati membri, gli articoli 4<sup>3</sup> e 5<sup>4</sup> dell'Atto sulle condizioni di adesione all'UE prevedono che "ciascun nuovo Stato membro partecipa all'Unione economica e monetaria a decorrere dalla data di adesione quale Stato membro con deroga ai sensi dell'articolo 122 del Trattato CE."

La BCE ha esaminato il livello di convergenza legale di Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia, così come le misure legislative che sono state adottate o che è necessario adottare per raggiungere tale obiettivo. Il presente rapporto non prende in esame le posizioni di Danimarca e di Regno Unito, poiché questi Stati membri, che non hanno ancora adottato l'euro, godono di uno status speciale.

Il Protocollo su talune disposizioni relative alla Danimarca, allegato al Trattato, prevede che il governo danese notifichi al Consiglio UE la propria posizione in merito alla partecipazione alla Terza fase dell'UEM prima che il Consiglio proceda alla valutazione di cui all'articolo 121, paragrafo 2, del Trattato. La Danimarca ha già notificato che non parteciperà alla Terza fase dell'UEM. In conformità all'articolo 2 del Protocollo, ciò comporta che la Danimarca sarà trattata come uno Stato membro con deroga. Le implicazioni per la Danimarca sono state definite in una decisione adottata dai capi di Stato o di Governo al Vertice di Edimburgo l'11 e il 12 dicembre 1992. La decisione stabilisce che la Danimarca manterrà le attuali competenze in materia di politica monetaria conformemente alle leggi e ai regolamenti nazionali, compresi i poteri della Danmarks Nationalbank in materia di politica monetaria. Poiché l'articolo 108 del Trattato si applica alla Danimarca, la Danmarks Nationalbank deve soddisfare i requisiti di indipendenza delle banche centrali. Nel Rapporto sulla convergenza dell'IME del 1998 si concludeva che tale requisito era stato soddisfatto e da allora, in considerazione dello status speciale della Danimarca, non vi è stata alcuna ulteriore valutazione relativa alla convergenza di questo Stato. Fino a quando la Danimarca non

notificherà al Consiglio UE che intende adottare l'euro, la Danmarks Nationalbank non ha bisogno di essere integrata legalmente nell'Eurosistema né va adattata alcuna legislazione danese.

Conformemente al Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, allegato al Trattato, il Regno Unito non è soggetto ad alcun obbligo di passare alla Terza fase dell'UEM, finché non notifica al Consiglio UE che intende farlo. Il 30 ottobre 1997 il Regno Unito ha informato il Consiglio UE che non intendeva adottare l'euro il 1° gennaio 1999 e tale situazione è a tutt'oggi invariata. A seguito di tale notifica, alcune disposizioni del Trattato (compresi gli articoli 108 e 109) e dello Statuto non si applicano al Regno Unito. Di conseguenza, al momento non vige alcun obbligo giuridico di assicurare che la legislazione nazionale (compreso lo statuto della Bank of England) sia compatibile con il Trattato e con lo Statuto.

L'obiettivo della valutazione della convergenza legale è di facilitare la decisione del Consiglio UE su quali Stati membri "rispettino le condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica". Tali condizioni fanno riferimento, dal punto di vista giuridico, in particolare all'indipendenza della banca centrale e all'integrazione giuridica delle BCN nell'Eurosistema.

### STRUTTURA DELLA VALUTAZIONE GIURIDICA

La valutazione giuridica segue nelle grandi linee lo schema applicato in materia in precedenti documenti della BCE e dell'IME, in particolare nei Rapporti sulla convergenza della BCE del maggio 2007 (relativo a Cipro e a Malta), del dicembre 2006 (relativo a Repubblica ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Ungheria, Malta, Polonia, Slovacchia e Svezia), del maggio

3 Atto contenente le condizioni di adesione della Repubblica ceca, della Repubblica di Estonia, della Repubblica di Cipro, della Repubblica di Lettonia, della Repubblica di Lituania, della Repubblica di Ungheria, della Repubblica di Malta, della Repubblica di Polonia, della Repubblica di Slovenia, e della Repubblica slovacca e le modifiche ai trattati sui quali si fonda l'Unione europea (GU L 236 del 23.9.2003, pag. 30).

4 Per quanto riguarda la Bulgaria e la Romania, si veda l'articolo 5 dell'Atto relativo alle condizioni di adesione della Repubblica di Bulgaria e della Romania e alle modifiche ai trattati sui quali si fonda l'Unione europea (GU L 157 del 21.6.2005, pag. 203).



2006 (relativo a Lituania e Slovenia), del 2004 (relativo a Repubblica ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia e Svezia), del 2002 (relativo a Svezia) e del 2000 (relativo a Grecia e Svezia) e in quello prodotto dall'IME nel 1998. La compatibilità delle legislazioni nazionali è considerata anche alla luce delle modifiche legislative adottate entro il 13 marzo 2008.

## **2.2.2 PORTATA DELL'ADEGUAMENTO**

### **2.2.2.1 AREE DELL'ADEGUAMENTO**

Allo scopo di identificare le aree in cui si rende necessario l'adeguamento della legislazione nazionale, sono esaminate le questioni seguenti:

- la compatibilità con le disposizioni relative all'indipendenza delle BCN nel Trattato (articolo 108) e nello Statuto (articoli 7 e 14.2), nonché con le disposizioni sull'obbligo di riservatezza (articolo 38 dello Statuto);
- la compatibilità con le disposizioni relative al divieto di finanziamento monetario (articolo 101 del Trattato) e all'accesso privilegiato (articolo 102 del Trattato) e la compatibilità con l'ortografia comune dell'euro richiesto dal diritto comunitario;
- l'integrazione legale delle BCN nell'Eurosistema (in particolare per ciò che concerne gli articoli 12.1 e 14.3 dello Statuto).

### **2.2.2.2 "COMPATIBILITÀ" PIUTTOSTO CHE "ARMONIZZAZIONE"**

L'articolo 109 del Trattato prevede che la legislazione nazionale sia "compatibile" con il Trattato e con lo Statuto; le eventuali incompatibilità devono pertanto essere eliminate. Né la preminenza del Trattato e dello Statuto sulla legislazione nazionale, né la natura dell'incompatibilità fanno venir meno tale obbligo.

Il requisito di "compatibilità" cui la legislazione nazionale deve rispondere non significa che il Trattato richieda l'"armonizzazione" degli statuti delle BCN, né tra di loro né con lo Statuto. Le

particolarità nazionali possono continuare ad esistere nei limiti in cui esse non intaccano la competenza esclusiva della Comunità in materia monetaria. In effetti, l'articolo 14.4 dello Statuto consente alle BCN di svolgere funzioni diverse da quelle specificate nello Statuto, nella misura in cui esse non interferiscono con gli obiettivi e i compiti del SEBC. L'esistenza di disposizioni negli statuti delle BCN atte ad autorizzare l'espletamento di tali funzioni supplementari dimostrano chiaramente che le differenze possono continuare a esistere. Il termine "compatibile" indica, piuttosto, che la legislazione nazionale e gli statuti delle BCN devono essere adeguati in modo da eliminare le discrepanze con il Trattato e con lo Statuto e da assicurare il necessario grado di integrazione delle BCN nel SEBC. In particolare, qualsiasi norma contraria all'indipendenza di una BCN e al suo ruolo di parte integrante del SEBC, secondo la definizione data nel Trattato, dovrebbe essere adeguata. Per conseguire tale obiettivo, pertanto, non è sufficiente fare affidamento semplicemente sul principio della preminenza del diritto comunitario sulla legislazione nazionale.

L'obbligo contenuto nell'articolo 109 del Trattato ha solo ad oggetto l'incompatibilità con il Trattato e lo Statuto. Tuttavia, la normativa nazionale incompatibile con la legislazione comunitaria secondaria dovrebbe essere ad essa allineata. La preminenza del diritto comunitario non incide sull'esigenza di adeguare la legislazione nazionale. Questo requisito di carattere generale trova origine non solo nell'articolo 109 del Trattato ma anche nella giurisprudenza della Corte di giustizia delle Comunità europee<sup>5</sup>.

Il Trattato e lo Statuto non prescrivono le modalità di adeguamento della legislazione nazionale. Tale obiettivo può essere conseguito facendo ricorso alle norme del Trattato e dello Statuto o tramite l'incorporazione di tali disposizioni con l'indicazione della loro origine o tramite la semplice cancellazione delle incompatibilità

<sup>5</sup> Si veda, *inter alia*, la Causa 167/73 Commissione delle Comunità europee c. Repubblica francese, Racc. 1974, pag. 359 ("Code du Travail maritime").

ovvero mediante una combinazione di tali metodi.

Inoltre, *inter alia*, in funzione strumentale al conseguimento e al mantenimento della compatibilità fra la legislazione nazionale e i requisiti del Trattato e dello Statuto, la BCE deve essere consultata dalle istituzioni comunitarie e dagli Stati membri sui progetti di disposizioni legislative concernenti il suo ambito di competenza, in ottemperanza all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e all'articolo 4 dello Statuto. La Decisione 98/415/CE del Consiglio, del 29 giugno 1998, relativa alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative<sup>6</sup> richiede espressamente che gli Stati membri prendano tutte le misure necessarie ad assicurare il rispetto di tale obbligo.

### 2.2.3 INDIPENDENZA DELLE BCN

Per quanto concerne le questioni dell'indipendenza della banca centrale e dell'obbligo di riservatezza, gli Stati membri che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007 hanno dovuto adeguare la legislazione nazionale in modo tale che fosse conforme alle disposizioni pertinenti del Trattato e dello Statuto e che fosse in vigore rispettivamente, dal 1° maggio 2004 e dal 1° gennaio 2007. La Svezia era tenuta ad effettuare i necessari adeguamenti e a fare in modo che questi fossero in vigore entro la data di istituzione del SEBC, vale a dire il 1° giugno 1998.

#### 2.2.3.1 INDIPENDENZA DELLA BANCA CENTRALE

Nel novembre 1995 l'IME aveva predisposto un elenco dei diversi aspetti che compongono il concetto di indipendenza della banca centrale (descritti successivamente in dettaglio nel suo Rapporto sulla convergenza del 1998), che avevano costituito la base per la valutazione della legislazione degli Stati membri, in particolare degli statuti delle BCN. Tali diversi aspetti dell'indipendenza della banca centrale, vale a dire quello funzionale, istituzionale, personale e finanziario, devono essere valutati separatamente. Negli ultimi anni, nei pareri adottati dalla BCE si è ulteriormente perfezionata l'analisi di tali

aspetti dell'indipendenza della banca centrale. Gli aspetti considerati costituiscono la base per la valutazione del livello di convergenza della legislazione nazionale degli Stati membri con deroga, da una parte, e il Trattato e lo Statuto, dall'altra.

#### INDIPENDENZA FUNZIONALE

L'indipendenza della banca centrale non è fine a se stessa, ma rappresenta uno strumento tramite il quale conseguire un traguardo esplicito e preminente su ogni altro. L'indipendenza funzionale richiede che l'obiettivo primario di ogni BCN sia dichiarato in maniera chiara e certa dal punto di vista giuridico e sia pienamente in linea con l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi stabilito dal Trattato. Essa è raggiungibile mettendo a disposizione delle BCN i mezzi e gli strumenti necessari per il perseguimento di tale obiettivo, indipendentemente da ogni altra autorità. Il requisito dell'indipendenza della banca centrale sancito dal Trattato rispecchia l'opinione generale secondo cui l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi è garantito al meglio da un'istituzione pienamente indipendente e il cui mandato è definito in maniera precisa. All'indipendenza della banca centrale fa riscontro la piena responsabilità delle BCN per le proprie decisioni, aspetto rilevante per rafforzare la fiducia nello status di indipendenza dell'istituzione stessa. Ciò comporta il rispetto di criteri di trasparenza e il dialogo con i terzi.

Con riferimento ai termini, il Trattato non si è espresso chiaramente in merito a quando le BCN degli Stati membri con deroga dovessero conformarsi all'obiettivo primario della stabilità dei prezzi previsto nell'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato e nell'articolo 2 dello Statuto. Nel caso della Svezia, era in dubbio se tale obbligo dovesse decorrere dal momento dell'istituzione del SEBC o da quello dell'adozione dell'euro. Per gli Stati membri che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004, era in dubbio se tale obbligo dovesse decorrere da quella data o da quella dell'adozione dell'euro. In effetti, mentre

<sup>6</sup> G.U. L 189 del 3.7.1998, pag. 42.

l'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato non ha effetto riguardo agli Stati membri con deroga (si veda l'articolo 122, paragrafo 3, del Trattato), a essi si applica l'articolo 2 dello Statuto (si veda l'articolo 43.1 dello Statuto). La BCE è dell'avviso che il dovere primario del mantenimento della stabilità dei prezzi in capo alle BCN decorra dal 1° giugno 1998 nel caso della Svezia e dal 1° maggio 2004 e dal 1° gennaio 2007 per gli Stati membri che hanno aderito all'UE in tali date. Ciò si fonda sul fatto che uno dei principi guida della Comunità, vale a dire la stabilità dei prezzi (articolo 4, paragrafo 3, del Trattato), si applica anche nei confronti degli Stati membri con deroga. L'opinione della BCE si basa inoltre sul fatto che, in ottemperanza alle finalità del Trattato, tutti gli Stati membri devono adoperarsi per conseguire una convergenza macroeconomica, anche in materia di stabilità dei prezzi, che rappresenta la ragione per la quale vengono preparati regolarmente i rapporti della BCE e della Commissione. Tale conclusione trova anche fondamento nel fatto che l'indipendenza della banca centrale è giustificata solo se viene data preminenza all'obiettivo generale della stabilità dei prezzi, che ne costituisce la *ratio* sottostante.

Le valutazioni dei singoli paesi contenute in questo rapporto sono effettuate sulla base delle conclusioni di cui sopra con riguardo ai termini concessi alle BCN degli Stati membri con deroga in relazione all'obbligo di avere quale proprio obiettivo principale il mantenimento della stabilità dei prezzi.

#### **INDIPENDENZA ISTITUZIONALE**

L'articolo 108 del Trattato e l'articolo 7 dello Statuto fanno espressamente riferimento al principio dell'indipendenza istituzionale. Sulla base di tali articoli è fatto divieto alle BCN e ai membri dei rispettivi organi decisionali di chiedere o di prendere istruzioni da istituzioni o da organismi comunitari, da qualsiasi governo di uno Stato membro o da qualunque altro organismo. Essi, inoltre, vietano alle

istituzioni e agli organismi comunitari e ai governi degli Stati membri di cercare di influenzare i membri degli organi decisionali delle BCN, le cui decisioni possono avere un impatto sull'espletamento da parte delle BCN dei compiti svolti nell'ambito del SEBC.

Indipendentemente dalla forma giuridica assunta dalla BCN, sia essa un ente statale, un organismo di diritto pubblico o una semplice società per azioni, vi è il rischio che i proprietari, in virtù dei diritti derivanti da tale posizione, possano influenzarne gli organi decisionali in ordine ai compiti svolti nell'ambito del SEBC. Tale influenza, sia essa esercitata tramite i diritti degli azionisti o in altro modo, potrebbe incidere negativamente sull'indipendenza della BCN e deve pertanto essere limitata dalla legislazione.

#### **Divieto di impartire istruzioni**

I diritti di terzi di dare istruzioni alle BCN, ai loro organi decisionali o ai loro membri sono incompatibili con il Trattato e con lo Statuto, laddove riguardino compiti propri del SEBC.

#### **Divieto di approvare, sospendere, annullare o differire decisioni**

I diritti di terzi di approvare, sospendere, annullare o differire decisioni delle BCN sono incompatibili con il Trattato e con lo Statuto, laddove riguardino compiti propri del SEBC.

#### **Divieto di sindacare decisioni delle BCN per motivi di legittimità**

Il diritto degli organi diversi da tribunali indipendenti di sindacare per motivi di legittimità decisioni relative alle funzioni assolve nell'ambito del SEBC è incompatibile con il Trattato e con lo Statuto, in quanto l'espletamento di tali funzioni non può essere posto in discussione a livello politico. Il diritto del governatore di sospendere, per motivi di legittimità, l'attuazione delle deliberazioni assunte dagli organi decisionali del SEBC o della BCN per sottoporle a una decisione finale da parte delle autorità politiche equivarrebbe a chiedere istruzioni a soggetti terzi.

**Divieto di far parte degli organi decisionali di una BCN con diritto di voto**

La partecipazione agli organi decisionali di una BCN di rappresentanti di soggetti terzi con diritto di voto su materie concernenti l'assolvimento da parte delle BCN dei compiti del SEBC, anche se il voto non è decisivo, è incompatibile con il Trattato e lo Statuto.

**Divieto di consultazione preventiva per le decisioni di una BCN**

Un obbligo statutario che imponga espressamente a una BCN di consultare preventivamente soggetti terzi fornisce a questi ultimi un meccanismo formale per influire sulle decisioni finali, risultando quindi incompatibile con il Trattato e con lo Statuto.

Tuttavia, anche se basato sull'obbligo statutario di fornire informazioni e scambiare opinioni, il dialogo fra la BCN e i soggetti terzi è compatibile con l'indipendenza della banca centrale, purché:

- ciò non interferisca con l'indipendenza dei membri degli organi decisionali delle BCN;
- lo status particolare dei governatori nel loro ruolo di membri del Consiglio generale della BCE sia pienamente rispettato;
- siano osservati i requisiti di riservatezza derivanti dallo Statuto.

**Esercizio di funzioni proprie dei membri degli organi decisionali delle BCN**

Le disposizioni statutarie concernenti l'esenzione da parte di terzi (ad esempio i governi) con riguardo ai doveri di pertinenza dei membri degli organi decisionali delle BCN (ad esempio in relazione ai conti finanziari) devono essere integrate da opportune clausole di salvaguardia, affinché tale potere non leda la capacità della singola BCN di adottare in maniera indipendente decisioni riguardanti i compiti del SEBC (ovvero di attuare decisioni adottate nell'ambito del SEBC). Si raccomanda quindi di includere negli statuti delle BCN un'espressa disposizione in questo senso.

**INDIPENDENZA PERSONALE**

La disposizione dello Statuto relativa alla garanzia di permanenza in carica dei membri degli organi decisionali della BCN rafforza ulteriormente l'indipendenza di quest'ultima. I governatori sono membri del Consiglio generale della BCE. L'articolo 14.2 dello Statuto stabilisce che gli statuti delle BCN debbano prevedere, in particolare, un termine minimo di cinque anni di permanenza in carica del governatore. Tale disposizione fornisce altresì una tutela contro la revoca arbitraria del governatore, sancendo che questi può essere sollevato dall'incarico solo qualora non soddisfi più le condizioni necessarie per l'espletamento delle proprie funzioni o qualora si sia reso colpevole di gravi mancanze, fatta salva la possibilità di adire la Corte di giustizia delle Comunità europee. Lo statuto delle BCN deve essere conforme a tale disposizione, come stabilito sotto.

**Termine minimo di permanenza in carica del governatore**

Conformemente all'articolo 14.2 dello Statuto, gli statuti delle BCN devono prevedere per il governatore un termine minimo di permanenza in carica pari a cinque anni. Ciò non preclude che la durata del mandato possa essere più lunga; nel caso in cui fosse a tempo indeterminato, non sarebbe necessario un adeguamento dello statuto se i motivi in base ai quali un governatore può essere sollevato dall'incarico sono in linea con quelli previsti dall'articolo 14.2 dello Statuto. Qualora gli statuti delle BCN fossero modificati, la legge di modifica dovrebbe garantire la continuità del mandato del governatore e degli altri membri degli organi decisionali che possono dover fare le veci del governatore.

**Condizioni per la revoca dall'incarico dei governatori**

Gli statuti delle BCN devono assicurare che un governatore non può essere sollevato dall'incarico per motivi diversi da quelli previsti dall'articolo 14.2 dello Statuto. La finalità di tale prescrizione è evitare che le autorità coinvolte nella nomina del governatore, in particolare il governo o il parlamento, esercitino in modo discrezionale il loro potere di revoca.

Gli statuti delle BCN dovrebbero contenere motivi di revoca compatibili con quelli indicati nell'articolo 14.2 dello Statuto, ovvero omettere ogni loro menzione (dal momento che l'articolo suddetto è direttamente applicabile).

**Garanzie di permanenza in carica e ragioni per la revoca dei membri degli organi decisionali delle BCN, diversi dai governatori, coinvolti nell'espletamento di funzioni proprie del SEBC**

Il principio dell'indipendenza personale sarebbe compromesso se le regole relative alla permanenza in carica e le ragioni per la revoca dei governatori non si applicassero anche agli altri membri degli organi decisionali delle BCN coinvolti nell'espletamento delle funzioni proprie del SEBC<sup>7</sup>. Diversi articoli del Trattato e dello Statuto si esprimono in questo senso. L'articolo 14.2 dello Statuto non limita la garanzia di permanenza in carica ai soli governatori, mentre negli articoli 108 del Trattato e 7 dello Statuto non si fa menzione specifica dei governatori ma si fa riferimento ai "membri degli organi decisionali" delle BCN. Ciò vale in particolare ove un governatore sia *primus inter pares* e abbia diritti di voto analoghi a quelli dei colleghi, oppure ove tali altri membri siano chiamati a fare le veci del governatore.

**Controllo giurisdizionale**

I membri degli organi decisionali delle BCN devono avere il diritto di sottoporre la decisione di revoca a un tribunale indipendente, al fine di limitare il potere discrezionale delle autorità politiche nella valutazione dei motivi di revoca dell'incarico.

L'articolo 14.2 dello Statuto stabilisce che i governatori delle BCN che siano stati sollevati dall'incarico possono portare la relativa decisione dinanzi alla Corte di giustizia delle Comunità europee. La legislazione nazionale dovrebbe o rimandare allo Statuto ovvero omettere ogni riferimento al diritto di adire la Corte di giustizia delle Comunità europee (poiché l'articolo 14.2 dello Statuto è direttamente applicabile).

La legislazione deve altresì prevedere il diritto di sottoporre alla verifica dei tribunali nazionali le decisioni di revocare i membri

degli organi decisionali della BCN coinvolti nell'assolvimento dei compiti propri del SEBC. Tale diritto può costituire o una regola di diritto generale ovvero assumere la forma di una disposizione specifica. Anche qualora si potesse affermare che i principi generali di diritto già contengono il diritto al controllo giurisdizionale, per esigenze di certezza del diritto potrebbe essere opportuno prevederlo specificamente.

**Tutele contro ipotesi di conflitti di interessi**

L'indipendenza personale comporta anche l'esigenza di assicurare che non sorgano conflitti di interessi tra i compiti dei membri degli organi decisionali delle BCN in relazione alle rispettive BCN (nonché quelli dei governatori in relazione alla BCE) e le eventuali altre funzioni che tali membri coinvolti nell'espletamento dei compiti del SEBC sono chiamati a svolgere e che potrebbero comprometterne l'indipendenza personale. In linea di principio, l'appartenenza a un organo decisionale coinvolto nell'espletamento di funzioni proprie del SEBC è incompatibile con l'esercizio di altre funzioni che potrebbero dare luogo a un conflitto di interessi. In particolare, i membri di tali organi non possono ricoprire una carica o avere interessi che potrebbero influenzare le attività da essi svolte mediante cariche nel ramo esecutivo o legislativo dello Stato, o di altre amministrazioni pubbliche a livello regionale o locale, oppure tramite cariche in imprese private. Particolare cura andrebbe inoltre rivolta alla prevenzione di potenziali conflitti di interessi da parte di membri degli organi decisionali con funzioni non esecutive.

<sup>7</sup> Si veda: il paragrafo 8 del parere della BCE CON/2004/35 del 4 novembre 2004 su richiesta del Ministero delle Finanze ungherese relativo a un disegno di legge che modifica la legge sulla Magyar Nemzeti Bank; il paragrafo 8 del parere della BCE CON/2005/26 del 4 agosto 2005 su richiesta della Národná banka Slovenska su un progetto di modifica della Legge n. 566/1992 Coll. relativa alla Národná banka Slovenska, come modificata, e sulle modifiche a talune leggi; il paragrafo 3.3 del Parere BCE CON/2006/44 del 25 agosto 2006 su richiesta della Banca d'Italia sulle modifiche allo Statuto della Banca d'Italia; il paragrafo 2.6 del parere della BCE CON/2006/32, del 22 giugno 2006, su richiesta del Senato francese relativo a un disegno di legge sulla Banque de France; e infine i paragrafi 2.3 e 2.4 del parere della BCE CON/2007/6 del 7 marzo 2007 su richiesta del Ministero delle Finanze tedesco sull'ottavo disegno di legge di modifica della legge sulla Deutsche Bundesbank.

### INDIPENDENZA FINANZIARIA

Anche se la BCN è pienamente indipendente sul piano funzionale, istituzionale e personale (ossia il suo statuto contiene garanzie in questo senso), la sua indipendenza complessiva potrebbe essere messa a repentaglio se essa non potesse reperire autonomamente le risorse finanziarie sufficienti ad espletare il proprio mandato (ossia ad assolvere i compiti relativi al SEBC cui è tenuta in virtù del Trattato e dello Statuto).

Gli Stati membri non possono mettere le rispettive BCN nella situazione di non poter disporre di risorse finanziarie sufficienti ad espletare i compiti connessi al SEBC o, a seconda del caso, all'Eurosistema. Si noti che gli articoli 28.1 e 30.4 dello Statuto prevedono la possibilità di richiedere alle BCN di effettuare sia versamenti aggiuntivi nel capitale della BCE, sia ulteriori trasferimenti di attività di riserva in valuta<sup>8</sup>. Inoltre, l'articolo 33.2 dello Statuto dispone<sup>9</sup> che, ove un'eventuale perdita subita dalla BCE non possa essere interamente coperta tramite il fondo di riserva generale, il Consiglio direttivo della BCE può decidere di appianare la differenza con il reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente, in proporzione e nei limiti degli importi versati dalle BCN. Il principio dell'indipendenza finanziaria esige che il rispetto di tali disposizioni lasci intatta la capacità di una BCN di adempiere alle proprie funzioni.

Tale principio implica peraltro che una BCN abbia i mezzi sufficienti ad assolvere i compiti assunti non solo in relazione al SEBC ma anche nel proprio ambito nazionale (ad esempio il finanziamento della propria gestione e delle proprie operazioni).

Nel valutare l'indipendenza finanziaria è pertanto necessario considerare se un soggetto terzo abbia modo di esercitare un'influenza diretta o indiretta non solo sulle funzioni della BCN ma anche sulla sua capacità di assolvere il proprio mandato (intesa sia come capacità operativa, in termini di risorse umane, che finanziaria, in termini di adeguati mezzi economici). Gli aspetti dell'indipendenza finanziaria di cui sotto sono particolarmente pertinenti a questo riguardo,

e alcuni di essi sono stati perfezionati solo di recente<sup>10</sup>. Essi costituiscono le caratteristiche dell'indipendenza finanziaria nelle quali le BCN sono più vulnerabili all'influenza esterna.

### Determinazione del bilancio preventivo

La facoltà di un soggetto terzo di determinare o di influire sul bilancio preventivo della BCN è incompatibile con il principio di indipendenza finanziaria, a meno che non vi sia una disposizione legislativa che stabilisca che tale facoltà non pregiudica i mezzi finanziari necessari alla BCN per svolgere i compiti del SEBC.

### Principi contabili

I conti devono essere redatti conformemente ai principi contabili generali o in base a criteri specifici individuati dagli organi decisionali delle BCN. Qualora tali principi siano invece fissati da soggetti terzi, essi dovrebbero quantomeno tenere in considerazione le proposte degli organi decisionali delle BCN.

8 L'articolo 30.4 dello Statuto è applicabile unicamente nell'ambito dell'Eurosistema.

9 L'articolo 33.2 dello Statuto è applicabile unicamente nell'ambito dell'Eurosistema.

10 I pareri della BCE più rilevanti in proposito sono i seguenti:  
 –CON/2002/16 del 5 giugno 2002 a richiesta del Dipartimento delle Finanze irlandese relativamente a un progetto di legge sulla Central Bank and Financial Services Authority of Ireland;  
 –CON/2003/22 del 15 ottobre 2003 a richiesta del Ministero delle Finanze finlandese relativamente a un progetto di proposta del governo di modifica dello statuto della Suomen Pankki e atti connessi;  
 –CON/2003/27 del 2 dicembre 2003 a richiesta del Ministero federale delle Finanze austriaco in relazione a un progetto di legge federale sulla fondazione nazionale per la ricerca, la tecnologia e lo sviluppo;  
 –CON/2004/1 del 20 gennaio 2004 a richiesta del Comitato economico del parlamento finlandese relativamente a un progetto di proposta del governo di modifica della legge sulla Suomen Pankki e atti connessi;  
 –CON/2006/38 del 25 luglio 2006 su richiesta della Banca di Grecia su un progetto di disposizione relativo ai poteri di quest'ultima in materia di tutela dei consumatori;  
 –CON/2006/47 del 13 settembre 2006 su richiesta del Ministero dell'Industria e del Commercio della Repubblica ceca relativamente a una modifica alla Legge sulla Česká národní banka; e  
 –CON/2007/8 del 21 marzo 2007 su richiesta del Ministero dell'Industria e del Commercio della Repubblica ceca relativamente a talune disposizioni del disegno di legge che modifica la legge sulla tutela dei consumatori della Česká národní banka;  
 –CON/2008/13 del 19 marzo 2008 in relazione ad un disegno di legge sulla riforma del sistema previdenziale greco.

I conti annuali dovrebbero essere adottati dagli organi decisionali delle BCN, assistiti da esperti contabili indipendenti, e possono essere sottoposti all'approvazione ex post di soggetti terzi (ad esempio il governo, il parlamento). Per quanto riguarda gli utili, gli organi decisionali della BCN dovrebbero essere in grado di deciderne i criteri di calcolo in maniera indipendente e professionale.

Qualora le operazioni delle BCN siano sottoposte al controllo dell'ente statale di revisione o di un organo analogo preposto alla verifica dell'impiego delle finanze pubbliche, la portata di tale verifica dovrebbe essere chiaramente definita dall'assetto giuridico e non dovrebbe essere di pregiudizio all'attività svolta dai revisori esterni indipendenti della BCN, prevista dall'articolo 27.1 dello Statuto. La verifica statale dovrebbe peraltro essere improntata a criteri di indipendenza e professionalità, senza rispondere a considerazioni di carattere politico.

#### **Distribuzione degli utili, capitale della BCN e accantonamenti**

Per quanto attiene alla distribuzione degli utili, lo statuto della BCN può stabilire le relative modalità. In mancanza di disposizioni a riguardo, le decisioni relative alla distribuzione degli utili dovrebbero essere assunte dagli organi decisionali della BCN in base alle regole correnti in materia, e non dovrebbero essere soggette alla discrezionalità di soggetti terzi, a meno che non vi sia una clausola di salvaguardia espressa che garantisca che ciò non pregiudica i mezzi finanziari necessari a espletare le funzioni del SEBC.

Uno Stato membro non può imporre riduzioni di capitale alla BCN senza il previo consenso dei suoi organi decisionali, diretto a garantire che vengano preservate le risorse finanziarie necessarie a espletare il proprio mandato in qualità di membro del SEBC, conformemente all'articolo 105, paragrafo 2, del Trattato e dello Statuto. Per quanto riguarda gli accantonamenti o le riserve, le BCN devono essere libere di costituire in modo indipendente gli accantonamenti utili a preservare il valore effettivo del capitale e delle attività.

#### **Responsabilità finanziaria delle autorità di vigilanza**

In alcuni Stati membri l'autorità preposta alla vigilanza finanziaria è stata istituita in seno alla BCN. Se questa autorità è sottoposta agli organi decisionali della BCN non sussistono problemi. Se, invece, la legge stabilisce che essa operi attraverso un processo decisionale distinto, è importante assicurare che le sue deliberazioni non mettano a repentaglio le finanze della BCN nel suo complesso. In questi casi la legislazione nazionale dovrebbe attribuire alle BCN la facoltà di esaminare in ultima istanza le decisioni dell'autorità di controllo suscettibili di incidere sulla sua indipendenza, in particolare sul piano finanziario.

#### **Autonomia in materia di personale**

Gli Stati membri non possono 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. Inoltre, una BCN non può essere posta nella condizione di avere un controllo limitato o nullo sul proprio personale o di venire influenzata dal governo di uno Stato membro rispetto alla propria politica in materia di personale<sup>11</sup>.

#### **2.2.3.2 RISERVATEZZA**

L'obbligo del segreto professionale cui è tenuto il personale della BCE e delle BCN, sancito dall'articolo 38 dello Statuto, potrebbe dare luogo a disposizioni analoghe negli statuti delle BCN o nelle legislazioni degli Stati membri. La preminenza del diritto comunitario e delle normative adottate nel suo ambito implica altresì che le leggi nazionali relative all'accesso a documenti da parte di terzi non devono condurre a violazioni del regime di riservatezza del SEBC.

<sup>11</sup> Cfr. parere della BCE CON/2008/9 del 21 febbraio 2008 su richiesta del Ministero delle Finanze tedesco in relazione ad un disegno di legge che modifica la legge sulla Deutsche Bundesbank; anche il Parere della BCE CON/2008/10 del 21 febbraio 2008 su richiesta del Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze relativo a talune norme di legge di bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di bilancio 2008).

#### 2.2.4 DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO E ACCESSO PRIVILEGIATO

Per quanto riguarda il divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato, gli Stati membri che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007 hanno dovuto adeguare la legislazione nazionale in modo tale che fosse conforme alle disposizioni pertinenti del Trattato e dello Statuto e che fosse in vigore rispettivamente dal 1° maggio 2004 e dal 1° gennaio 2007. La Svezia era tenuta ad effettuare i necessari adeguamenti entro il 1° gennaio 1995.

##### 2.2.4.1 DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO

Il divieto di finanziamento monetario è stabilito all'articolo 101, paragrafo 1, del Trattato, che proibisce la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle BCN degli Stati membri a istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri; così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle BCN. Il Trattato contiene un'esenzione a tale divieto: esso non ha valore nei confronti di enti creditizi di proprietà pubblica che, nel contesto dell'offerta di liquidità da parte delle banche centrali, devono ricevere dalle BCN e dalla BCE lo stesso trattamento degli enti creditizi privati (articolo 101, paragrafo 2, del Trattato). Inoltre, la BCE e le BCN possono operare come agenti finanziari per gli organismi di cui sopra (articoli 21.2 dello Statuto). Il campo di applicazione preciso del divieto di finanziamento monetario è chiarito ulteriormente dal Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni necessarie all'applicazione dei divieti enunciati agli articoli 104 e 104 B, paragrafo 1, del Trattato<sup>12</sup> (ora articoli 101 e 103, paragrafo 1), secondo cui il divieto include qualunque finanziamento degli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti dei terzi.

Il divieto di finanziamento monetario è fondamentale per assicurare che il raggiungimento dell'obiettivo primario della politica monetaria (principalmente il mantenimento della stabilità dei prezzi) non sia ostacolato. Inoltre, il finanziamento del settore pubblico da parte delle banche centrali attenua gli incentivi per una disciplina di politica fiscale. Tale divieto deve pertanto essere interpretato estensivamente in modo da assicurare una sua rigorosa applicazione ed è soggetto solo ad alcune esenzioni limitate contenute nell'articolo 101, paragrafo 2, del Trattato e nel Regolamento (CE) n. 3603/93. La BCE ha sviluppato la propria posizione generale sulla compatibilità della legislazione nazionale con il divieto in questione principalmente nel contesto dei pareri resi agli Stati membri su progetti di disposizioni legislative, ex articolo 105, paragrafo 4, del Trattato<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> GU L 332 del 31.12.1993, pag. 1.

<sup>13</sup> Alcuni pareri dell'IME e della BCE rilevanti in proposito sono i seguenti:

–CON/95/8 del 10 maggio 1995 in relazione ad una consultazione da parte del Ministero delle Finanze svedese ex articolo 109 F, paragrafo 6, del Trattato che istituisce la Comunità europea (il "Trattato") ed ex articolo 5.3 dello Statuto dell'IME (lo "Statuto"), in relazione a un progetto di legge del governo che introduce un divieto di finanziamento monetario (la "Legge");

–CON/97/16 del 27 agosto 1997 in relazione a una consultazione da parte del Ministero federale delle Finanze austriaco ex articolo 109 F, paragrafo 6, del Trattato che istituisce la Comunità europea (il "Trattato") ed ex articolo 5.3 dello Statuto dell'IME, come elaborato nella Decisione del Consiglio, del 22 novembre 1993 (93/717/CE) (la "Decisione"), in relazione a un progetto di legge federale relativo alla partecipazione dell'Austria nel nuovo accordo di prestito concluso con il Fondo monetario internazionale;

–CON/2001/32 dell'11 ottobre 2001 a richiesta del Ministero delle Finanze portoghese in relazione a un progetto di disegno di legge che modifica il quadro giuridico degli enti creditizi e delle società finanziarie;

–CON/2003/27 del 2 dicembre 2003 a richiesta del Ministero federale delle Finanze austriaco in relazione a un progetto di legge federale sulla fondazione nazionale per la ricerca, la tecnologia e lo sviluppo;

–CON/2005/1 del 3 febbraio 2005 su richiesta del Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano in relazione a un disegno di legge che modifica il Decreto-legge n. 7, del 25 gennaio 1999, convertito dalla Legge n. 74, del 25 marzo 1999, recante disposizioni urgenti per la partecipazione dell'Italia agli interventi del Fondo monetario internazionale per fronteggiare gravi crisi finanziarie dei paesi aderenti;



### **LEGISLAZIONE NAZIONALE DI RECEPIMENTO DEL DIVIETO DEL FINANZIAMENTO MONETARIO**

In linea generale, non è necessario recepire nella legislazione nazionale l'articolo 101 del Trattato, integrato dal Regolamento (CE) n. 3603/93, in quanto entrambi direttamente applicabili. Qualora, tuttavia, le disposizioni legislative nazionali rispecchiassero tali disposizioni comunitarie direttamente applicabili, esse non potrebbero restringere la portata applicativa del divieto di finanziamento monetario o estendere le esenzioni a disposizioni del diritto comunitario. Ad esempio, la legislazione che prevedesse che il finanziamento da parte delle BCN di impegni finanziari di uno Stato membro nei confronti di istituzioni internazionali finanziarie (diverse dalle IFM, come previsto nel Regolamento (CE) n. 3603/93) o di paesi terzi, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario.

### **FINANZIAMENTO DEL SETTORE PUBBLICO O DI IMPEGNI ASSUNTI DAL SETTORE PUBBLICO NEI CONFRONTI DI TERZI**

La legislazione nazionale potrebbe non richiedere a una BCN di finanziare lo svolgimento di funzioni da parte di organismi del settore pubblico o gli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti dei terzi. Ad esempio, una legge nazionale che autorizzasse o richiedesse a una BCN di finanziare organi giudiziari o quasi giudiziari, indipendenti rispetto alla BCN e che operano quale estensione dello Stato, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario.

### **ASSUNZIONE DELLE PASSIVITÀ DEL SETTORE PUBBLICO**

La legislazione nazionale che richiedesse a una BCN di assumere le passività di un organo pubblico precedentemente indipendente come risultato di una riorganizzazione nazionale di taluni compiti e doveri (ad esempio, nel contesto del trasferimento alla BCN di taluni compiti di vigilanza precedentemente propri dello Stato o di autorità o organi pubblici indipendenti) senza isolare la BCN dagli obblighi di natura finanziaria risultanti dalle attività precedenti di tali organi pubblici in passato indipendenti, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario.

### **SOSTEGNO FINANZIARIO PER GLI ENTI CREDITIZI E/O FINANZIARI**

La legislazione che prevedesse che una BCN possa finanziare enti creditizi al di fuori del contesto dei compiti di banca centrale (quali politica monetaria, sistema dei pagamenti o operazioni temporanee di sostegno alla liquidità), in particolare per sostenere la solvibilità degli enti creditizi e/o altre istituzioni finanziarie, non sarebbe compatibile con il divieto di finanziamento monetario. A tal fine, andrebbe valutato l'inserimento del riferimento all'articolo 101 del Trattato.

–CON/2005/24 del 15 luglio 2005 a richiesta del Ministero delle Finanze della Repubblica ceca in relazione a un disegno di legge sull'integrazione delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari;

–CON/2005/29 dell'11 agosto 2005 a richiesta del Ministero federale delle Finanze austriaco in relazione a un progetto di legge federale sul versamento di un contributo da parte dell'Austria sul fondo fiduciario gestito dal Fondo monetario internazionale per i paesi di sviluppo a basso reddito vittime di disastri naturali;

–CON/2005/50 del 1° dicembre 2005 su richiesta della Národná banka Slovenska su un progetto di legge che modifica la Legge n. 118/1996 Coll. relativa alla tutela dei depositi bancari e sulle modifiche a talune leggi, come da ultimo modificata;

–CON/2005/60 del 30 dicembre 2005 a richiesta della Lietuvos bankas relativamente a un disegno di legge che modifica la legge sulla Lietuvos bankas;

–CON/2006/4 del 27 gennaio 2006 su richiesta della Banca centrale di Cipro relativamente a un disegno di legge di modifica delle leggi del 2002 e 2003 sulla Banca centrale di Cipro;

–CON/2006/15 del 9 marzo 2006 su richiesta del Ministero delle Finanze polacco su un disegno di legge in materia di vigilanza sulle istituzioni finanziarie;

–CON/2006/17 del 13 marzo 2006 su richiesta del ministero delle Finanze sloveno su un disegno di legge di modifica della legge sulla Banka Slovenije;

–CON/2006/23 del 22 maggio 2006 su richiesta della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta su un disegno di legge di modifica della legge ad essa relativa;

–CON/2006/58 del 15 dicembre 2006 su richiesta della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta su talune modifiche alla legge ad essa relativa;

–CON/2007/26 del 27 agosto 2007 su richiesta del Ministero delle Finanze polacco su un disegno di legge che modifica la legge sul fondo di garanzia bancario;

–CON/2008/5 del 17 gennaio 2008 su richiesta del Ministero delle Finanze polacco su un disegno di legge che modifica la legge sul fondo di garanzia bancario;

–CON/2008/10 del 21 febbraio 2008 su richiesta del Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze relativo a talune norme di legge di bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di bilancio 2008); e

–CON/2008/13 del 19 marzo 2008 in relazione ad un disegno di legge sulla riforma del sistema previdenziale greco.

### SOSTEGNO FINANZIARIO AI SISTEMI DI GARANZIA DEI DEPOSITI E DI INDENNIZZO DEGLI INVESTITORI

La direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi<sup>14</sup> e la direttiva relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori<sup>15</sup> stabiliscono che i costi del finanziamento di tali sistemi devono essere sostenuti rispettivamente dagli stessi enti creditizi e imprese di investimento. La legislazione nazionale che prevedesse il finanziamento da parte delle BCN di un sistema nazionale di garanzia dei depositi del settore pubblico per gli enti creditizi o di un sistema nazionale di indennizzo degli investitori per le imprese di investimento, non sarebbe compatibile con il divieto di finanziamento monetario, se esso non è a breve termine, se non affronta situazioni d'urgenza, se non sono in gioco aspetti di stabilità sistemica e le decisioni non sono lasciate alla discrezionalità della BCN. A tal fine, andrebbe valutato l'inserimento del riferimento all'articolo 101 del Trattato.

#### Funzione di agenzia finanziaria

L'articolo 21.2 dello Statuto stabilisce che "la BCE e le banche centrali nazionali possono operare come agenti finanziari" per "istituzioni o organi della Comunità, amministrazioni statali, enti regionali, locali o altri enti pubblici, altri organismi del settore pubblico o imprese pubbliche degli Stati membri". La finalità dell'articolo 21.2 dello Statuto era di consentire alle BCN, in seguito al trasferimento della funzione di politica monetaria all'Eurosistema, di continuare a svolgere il servizio di agente finanziario tradizionalmente fornito dalle banche centrali alle amministrazioni e agli altri enti pubblici senza violare automaticamente il divieto di finanziamento monetario. Il Regolamento (CE) n. 3603/93 stabilisce un numero di esenzioni esplicite e circoscritte dal rispetto del divieto di finanziamento monetario in relazione alla funzione di agenzia finanziaria come segue: (1) i crediti infragiornalieri sono concessi al settore pubblico purché restino limitati alla giornata e non sia possibile alcuna proroga<sup>16</sup>; (2) è permesso l'accredito del conto del settore pubblico con assegni emessi da terzi prima

che siano stati addebitati alla banca trattaria, qualora sia trascorso un intervallo di tempo prefissato corrispondente al termine normale di riscossione degli assegni da parte della BCN interessata, a condizione che l'eventuale saldo che ne derivi sia eccezionale, sia limitato ad un importo modesto e si annulli a breve termine<sup>17</sup>; e (3) è permessa la detenzione di monete metalliche emesse dal settore pubblico e accreditate al suo conto, se l'importo di tale credito rimane inferiore al 10% delle monete metalliche in circolazione<sup>18</sup>.

Le disposizioni di legge nazionali che riguardano la funzione di agenzia finanziaria dovrebbero essere conformi al diritto comunitario in generale, e in particolare con il divieto di finanziamento monetario. Una legislazione nazionale che permetta ad una BCN di detenere depositi governativi e di servire i conti governativi non solleva dubbi dal punto di vista del rispetto del divieto di finanziamento monetario, purché tali disposizioni non consentano un'estensione di credito, inclusi scoperti sul conto overnight. Un dubbio sulla compatibilità con il divieto di finanziamento monetario sorge, ad esempio, qualora la legislazione nazionale consenta una remunerazione dei depositi o dei saldi di conto corrente superiore ai tassi di mercato, piuttosto che pari ad essi o al di sotto di essi. Un margine di remunerazione che fosse al di sopra dei tassi di mercato costituisce un credito infrannuale de facto, contrario al fine perseguito dal divieto di finanziamento monetario e potrebbe pertanto pregiudicare le finalità di tale divieto.

14 Considerando 23 della 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).

15 Considerando 23 della Direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (GU L 84 del 26.3.1997, pag. 22).

16 Cfr. articolo 4 del regolamento (CE) n. 3603/93.

17 Cfr. articolo 5 del regolamento (CE) n. 3603/93.

18 Cfr. articolo 6 del regolamento (CE) n. 3603/93.

#### 2.2.4.2. DIVIETO DI ACCESSO PRIVILEGIATO

Le BCN, in quanto autorità pubbliche, non possono adottare misure che danno al settore pubblico accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie, se tali misure non sono fondate su considerazioni prudenziali. Inoltre, le norme relative alla mobilitazione o alla costituzione in cauzione di strumenti di debito, emanate dalle BCN, non possono servire ad aggirare il divieto di accesso privilegiato<sup>19</sup>. La legislazione degli Stati membri in tale settore non può stabilire un tale accesso privilegiato.

Il presente rapporto concentra l'attenzione sulla compatibilità con il divieto di accesso privilegiato, contenuto nel Trattato, sia della legislazione nazionale adottata dalle BCN sia degli statuti delle BCN. Tuttavia, il presente rapporto non pregiudica la valutazione dell'eventualità che le leggi, i regolamenti o gli atti amministrativi negli Stati membri siano utilizzati quali strumenti per aggirare il divieto di accesso privilegiato, con l'espedito di considerazioni di natura prudenziale. Una tale valutazione esula dalla portata del presente rapporto.

#### 2.2.5 ORTOGRAFIA COMUNE DELL'EURO

L'euro è la moneta unica degli Stati membri che lo hanno adottato. Al fine di rendere evidente tale unicità, il diritto comunitario richiede un'ortografia comune della parola "euro" nel caso nominativo singolare in tutte le disposizioni legislative comunitarie e nazionali, che tenga conto dell'esistenza di alfabeti diversi.

Il Consiglio europeo, alla sua riunione del 15 e 16 dicembre 1995 tenutasi a Madrid, ha deciso che il nome attribuito alla moneta europea è euro, che tale nome deve essere lo stesso in tutte le lingue ufficiali dell'Unione europea, tenendo conto dell'esistenza di diversi alfabeti e che il nome specifico euro verrà usato al posto del termine generico ECU utilizzato dal Trattato per fare riferimento all'unità monetaria europea. In conclusione, il Consiglio europeo ha aggiunto che i governi dei quindici Stati membri hanno raggiunto il comune accordo in base al quale tale decisione costituisce l'interpretazione concordata

e definitiva delle disposizioni pertinenti del Trattato. Tale accordo univoco e definitivo da parte dei capi di Stato o di governo degli Stati membri è stato confermato in tutti gli atti legali comunitari che fanno riferimento all'euro, che utilizzano sempre un'ortografia comune in tutte le lingue ufficiali della Comunità. Particolarmente importante è il fatto che l'ortografia comune dell'euro concordata dagli Stati membri sia stata mantenuta nella legislazione monetaria comunitaria<sup>20</sup>. Il Regolamento (CE) n. 2169/2005 del Consiglio, del 21 dicembre 2005, che modifica il Regolamento (CE) n. 974/98 relativo all'introduzione dell'euro<sup>21</sup> conferma la corretta ortografia della moneta unica. In primo luogo, il Regolamento (CE) n. 974/98 afferma che in tutte le versioni linguistiche la denominazione della moneta europea sarà "euro". In secondo luogo, tutte le versioni linguistiche del Regolamento (CE) n. 2169/2005 fanno riferimento all'"euro".

Nel 2003 tutti gli Stati membri hanno ratificato la decisione del Consiglio, riunitosi il 21 marzo 2003 nella composizione di tutti i capi di Stato o di governo, di modifica dell'articolo 10.2 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea<sup>22</sup> laddove, una volta di più, e in un atto legale di diritto primario, il nome della moneta unica presenta un'ortografia identica in tutte le versioni linguistiche.

Questa posizione chiara e definitiva degli Stati membri è vincolante anche nei confronti degli Stati membri con deroga. L'articolo 5, paragrafo 3, dell'Atto contenente le condizioni di adesione

<sup>19</sup> Si vedano l'articolo 3, paragrafo 2, e il considerando 10 del Regolamento (CE) n. 3604/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni ai fini dell'applicazione del divieto di accesso privilegiato di cui all'articolo 104 A (ora articolo 102) del trattato (GU L 332 del 31.12.1993, pag. 4).

<sup>20</sup> Si vedano il Regolamento (CE) n. 1103/97 del Consiglio, del 17 giugno 1997, relativo a talune disposizioni per l'introduzione dell'euro (GU L 162 del 19.6.1997, pag. 1), il Regolamento (CE) n. 974/98 del Consiglio, del 3 maggio 1998, relativo all'introduzione dell'euro (GU L 139 dell'11.5.1998, pag. 1) e il Regolamento (CE) n. 2866/98 del Consiglio, del 31 dicembre 1998, sui tassi di conversione tra l'euro e le monete degli Stati membri che hanno adottato l'euro (GU L 359 del 31.12.1998, pag. 1), tutti e tre modificati nel 2000 in occasione dell'introduzione dell'euro in Grecia; si vedano anche gli atti legali adottati dalla Comunità in relazione alle monete metalliche nel 1998 e 1999.

<sup>21</sup> GU L 346 del 29.12.2005, pag. 1.

<sup>22</sup> GU L 83 dell'1.4.2003, pag. 66.

stipula che “i nuovi Stati membri si trovano nella stessa situazione degli Stati membri attuali rispetto alle dichiarazioni, risoluzioni o altre posizioni adottate dal Consiglio europeo o dal Consiglio, nonché rispetto a quelle relative alla Comunità o all’Unione adottate di comune accordo dagli Stati membri; essi rispetteranno quindi i principi e gli orientamenti che derivano da altre dichiarazioni, risoluzioni o altre posizioni e prenderanno le misure che possono risultare necessarie per assicurarne l’applicazione”.

Sulla base di tali considerazioni e alla luce della competenza esclusiva della Comunità a determinare il nome della moneta unica, qualunque deviazione da tale regola è incompatibile con il Trattato e dovrebbe essere eliminata. Mentre tale principio si applica a tutti i tipi di legislazione nazionale, le valutazioni contenute nel capitolo relativo ai singoli paesi si concentrano sugli statuti delle BCN e sulla legislazione relativa alla transizione all’euro.

### 2.2.6 INTEGRAZIONE LEGALE DELLE BCN NELL’EUROSISTEMA

Le norme nazionali (sia negli statuti delle BCN che in altre leggi) che dovessero impedire l’espletamento dei compiti di pertinenza dell’Eurosistema o il rispetto delle decisioni della BCE sarebbero incompatibili con l’efficace funzionamento dell’Eurosistema dopo l’adozione dell’euro da parte dello Stato membro interessato. Pertanto, la legislazione nazionale dovrebbe essere opportunamente adeguata al fine di garantire la compatibilità con il Trattato e lo Statuto. Per ottemperare a quanto stabilito dall’articolo 109 del Trattato, è stato necessario adeguare la legislazione nazionale in modo tale da assicurarne la compatibilità alla data di istituzione del SEBC (per ciò che attiene alla Svezia) e alla data del 1° maggio 2004 o del 1° gennaio 2007 (per ciò che attiene agli Stati membri che in quelle date hanno aderito all’UE). Ciononostante, gli obblighi relativi alla piena integrazione legale di una BCN nell’Eurosistema devono essere rispettati solo a partire dal momento in cui l’integrazione diventa effettiva,

vale a dire, al momento dell’adozione dell’euro da parte dello Stato membro con deroga.

In questo rapporto, particolare attenzione è rivolta alle aree in cui le disposizioni legali possono rappresentare un ostacolo al rispetto da parte di una BCN degli obblighi imposti dall’Eurosistema. Si tratta, ad esempio, di disposizioni suscettibili di impedire alla BCN di partecipare all’attuazione della politica monetaria definita dagli organi decisionali della BCE, oppure di ostacolare l’adempimento da parte di un governatore dei propri doveri in qualità di membro del Consiglio direttivo della BCE o, ancora, di disposizioni che non rispettano le prerogative della BCE. Si opera pertanto una distinzione fra i seguenti aspetti: obiettivi di politica economica, compiti, disposizioni finanziarie, politica del cambio e cooperazione internazionale. Infine, sono citate altre aree nelle quali lo statuto di una BCN potrebbe avere bisogno di essere modificato.

#### 2.2.6.1 OBIETTIVI DI POLITICA ECONOMICA

La piena integrazione delle BCN nell’Eurosistema richiede che gli obiettivi stabiliti dalle norme nazionali siano compatibili con quelli del SEBC, enunciati all’articolo 2 dello Statuto. Ciò comporta, tra l’altro, la necessità di provvedere all’adeguamento degli obiettivi legali “di stampo nazionale”, quali ad esempio quelli che si riferiscono all’obbligo di condurre la politica monetaria nell’ambito della politica economica generale dello Stato membro interessato.

#### 2.2.6.2 COMPITI

I compiti di una BCN di uno Stato membro che ha adottato l’euro sono definiti in prevalenza dal Trattato e dallo Statuto, giacché la BCN stessa è considerata come una parte integrante dell’Eurosistema. Al fine di ottemperare a quanto disposto dall’articolo 109 del Trattato, quindi, le disposizioni contenute negli statuti delle BCN relative ai compiti devono essere confrontate con quelle corrispettive contenute nel Trattato e nello Statuto e ogni incompatibilità deve essere eliminata<sup>23</sup>. Ciò si applica ad ogni disposizione

<sup>23</sup> Si vedano in particolare gli articoli 105 e 106 del Trattato e gli articoli da 3 a 6 e 16 dello Statuto.

che, dopo l'adozione dell'euro e l'integrazione nell'Eurosistema, costituisca un impedimento allo svolgimento dei compiti collegati al SEBC e in particolare a quelle disposizioni che non tengono conto dei poteri conferiti al SEBC dal capitolo IV dello Statuto.

In materia di politica monetaria, le normative nazionali devono riconoscere che il compito di condurre la politica monetaria della Comunità è svolto dall'Eurosistema<sup>24</sup>. Gli statuti delle BCN possono contenere disposizioni concernenti gli strumenti di politica monetaria. Tali disposizioni vanno confrontate con quelle del Trattato e dello Statuto e qualsiasi incompatibilità deve essere eliminata, in modo tale da ottemperare a quanto disposto dall'articolo 109 del Trattato.

Le disposizioni legislative nazionali che attribuiscono alle BCN il diritto esclusivo di emettere banconote devono riconoscere che, una volta adottato l'euro, il Consiglio direttivo della BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro in base all'articolo 106, paragrafo 1, del Trattato e all'articolo 16 dello Statuto, mentre il diritto di emettere le banconote in euro appartiene alla BCE e alle BCN. Al contempo, le disposizioni legislative nazionali che legittimano interventi governativi su aspetti quali i tagli, la fabbricazione, l'ammontare delle emissioni e il ritiro delle banconote in euro devono, a seconda dei casi, o essere abrogate ovvero riconoscere i poteri attribuiti alla BCE per quanto concerne le banconote in euro, ai sensi degli articoli citati del Trattato e dello Statuto. Riguardo alle monete metalliche, indipendentemente dalla ripartizione delle competenze tra governi e BCN, dopo l'adozione dell'euro, le disposizioni in materia devono riconoscere il potere della BCE di approvare la quantità di monete metalliche che devono essere emesse.

Per quanto attiene alla gestione delle riserve valutarie<sup>25</sup>, gli Stati membri che hanno adottato l'euro i quali non trasferiscono le proprie riserve ufficiali<sup>26</sup> alle rispettive BCN infrangono le disposizioni del Trattato. Inoltre, la previsione di un diritto di terzi, ad esempio il governo o il

parlamento, di influenzare le decisioni di una BCN sulla gestione delle riserve ufficiali non sarebbe coerente con l'articolo 105, paragrafo 2, terzo trattino, del Trattato. Infine, le BCN devono fornire alla BCE attività di riserva in misura proporzionale alla loro quota di partecipazione al capitale versato della BCE. Ciò significa che non devono sussistere ostacoli legali al trasferimento delle riserve dalle BCN alla BCE.

### **2.2.6.3 DISPOSIZIONI IN MATERIA FINANZIARIA**

Le disposizioni in materia finanziaria nello Statuto comprendono norme in materia di conti finanziari<sup>27</sup>, revisione dei conti<sup>28</sup>, sottoscrizioni di capitale<sup>29</sup>, trasferimento di attività di riserva<sup>30</sup> e distribuzione del reddito monetario<sup>31</sup>. Le BCN devono essere in grado di ottemperare agli obblighi previsti in tali disposizioni e abrogare, quindi, le eventuali norme nazionali non compatibili.

### **2.2.6.4 POLITICA DEL CAMBIO**

Uno Stato membro con deroga può preservare la legislazione nazionale in base alla quale il governo è responsabile della politica del cambio per tale paese, affidando alla BCN un ruolo consultivo e/o esecutivo. Tuttavia, al momento in cui tale Stato membro adotta l'euro, tali disposizioni legislative devono riflettere il fatto che la responsabilità per la politica del cambio dell'area dell'euro sia stata trasferita a livello comunitario in conformità dell'articolo 111 del Trattato.

### **2.2.6.5 COOPERAZIONE INTERNAZIONALE**

Per adottare l'euro, la legislazione nazionale deve essere compatibile con l'articolo 6.1 dello Statuto, il quale stabilisce che nelle aree di cooperazione internazionale concernenti i compiti affidati all'Eurosistema, la BCE

24 Primo trattino dell'articolo 105, paragrafo 2, del Trattato.

25 Terzo trattino dell'articolo 105, paragrafo 2, del Trattato.

26 Ad eccezione delle attività in valuta estera dei saldi operativi, per le quali i governi degli Stati membri possono mantenere la competenza in base all'articolo 105, paragrafo 3, del Trattato.

27 Articolo 26 dello Statuto.

28 Articolo 27 dello Statuto.

29 Articolo 28 dello Statuto.

30 Articolo 30 dello Statuto.

31 Articolo 32 dello Statuto.

decida come il SEBC sia rappresentato. Inoltre, qualora la legislazione nazionale consenta alla BCN di partecipare ad istituzioni monetarie internazionali, dovrà rendere soggetta tale partecipazione all'approvazione da parte della BCE (articolo 6.2 dello Statuto).

#### **2.2.6.6 MISCELLANEA**

Oltre a quelli elencati, vi sono alcuni Stati membri che presentano ambiti in cui potrebbe essere ancora necessario un adeguamento delle normative nazionali (ad esempio in materia di sistemi di compensazione e di pagamento o di scambio di informazioni).



### 3 STATO DELLA CONVERGENZA ECONOMICA

Rispetto alla situazione descritta nei due rapporti sulla convergenza pubblicati nel 2006, alcuni dei paesi considerati, sia allora che quest'anno, hanno compiuto progressi sul piano della convergenza economica, ma in molti casi sono emerse problematiche importanti, specie in termini di aumento dell'inflazione. Va rilevato che nei rapporti sulla convergenza del 2006 venivano esaminati tre paesi – Cipro, Malta e Slovenia – che nel frattempo hanno adottato l'euro come loro moneta, mentre non erano valutate la Bulgaria e la Romania, entrate a far parte dell'UE il 1° gennaio 2007. Nel raffrontare in maniera diretta le risultanze dei vari rapporti occorre tenere presente la diversa composizione del gruppo considerato.

Per quanto concerne il criterio della stabilità dei prezzi, solo tre degli Stati membri esaminati presentano una media dei tassi di inflazione negli ultimi dodici mesi inferiore o, in un caso, pari al valore di riferimento. Negli altri sette l'inflazione supera, spesso in misura considerevole, tale valore ed è aumentata sensibilmente negli anni o nei mesi recenti, raggiungendo talvolta i livelli massimi dell'ultimo decennio. Riguardo ai risultati in termini di bilancio, quattro paesi su dieci sono oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo, come già nel 2006. Il numero degli Stati membri che evidenziano un rapporto disavanzo pubblico/PIL inferiore al valore di riferimento del 3 per cento definito nel Trattato oppure una posizione di bilancio in avanzo è salito da sette, nel 2006, a otto l'anno successivo. Ad eccezione di un caso, in tutti i paesi considerati l'incidenza del debito pubblico sul PIL è inferiore al valore di riferimento del 60 per cento e nella maggior parte di essi è diminuita rispetto al 2006. Per quanto attiene al criterio del tasso di cambio, sono quattro i paesi che aderiscono agli AEC II e che già vi partecipavano nel 2006. Sul fronte della convergenza dei tassi di interesse a lungo termine, sette paesi si collocano al di sotto del valore di riferimento, lo stesso numero riscontrato nel 2006.

Nel valutare il soddisfacimento dei criteri di convergenza l'aspetto della sostenibilità

riveste importanza fondamentale. L'adozione dell'euro è un processo irrevocabile e, pertanto, la convergenza deve essere conseguita in modo durevole, non soltanto in un momento determinato. Per raggiungere un alto grado di convergenza sostenibile occorre che tutti i paesi interessati moltiplichino gli sforzi. È soprattutto necessario conseguire e mantenere da un lato la stabilità dei prezzi e dall'altro la solidità delle finanze pubbliche.

In molti dei paesi considerati in questo rapporto, l'esigenza di aggiustamenti duraturi sul piano delle politiche economiche nasce dalla compresenza di diversi oneri: i settori pubblici relativamente ampi, evidenziati dagli elevati rapporti spesa pubblica/PIL rispetto ad altri paesi con livelli di reddito pro capite analoghi; i previsti cambiamenti demografici, che si prospettano rapidi e di notevole portata; la carenza di manodopera che si configura o si accresce in un numero sempre maggiore di Stati membri, mentre allo stesso tempo un'ampia quota della popolazione non è occupata a causa degli squilibri tra le qualifiche professionali richieste e offerte (situazione che ha indotto nel complesso una forte crescita salariale talvolta nettamente superiore a quella della produttività del lavoro); i cospicui disavanzi delle partite correnti, solo parzialmente compensati dall'afflusso per investimenti diretti esteri, da cui emerge la necessità di assicurare la sostenibilità delle posizioni sull'estero. È inoltre possibile che, nella maggior parte dei paesi esaminati, l'ulteriore convergenza dei redditi intensifichi le pressioni al rialzo sui prezzi o sui tassi di cambio nominali.

#### IL CRITERIO DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

Sul periodo di riferimento di dodici mesi compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il valore di riferimento relativo al criterio della stabilità dei prezzi è risultato pari al 3,2 per cento, ottenuto aggiungendo 1,5 punti percentuali alla media aritmetica semplice dei tassi di inflazione misurati sullo IAPC di Malta (1,5 per cento), Paesi Bassi (1,7 per cento) e Danimarca (2,0 per cento) per i dodici mesi in questione. Riassumendo i risultati dei singoli Stati membri in tale periodo, tre su dieci hanno registrato tassi medi di inflazione inferiori



(Slovacchia e Svezia) o pari (Polonia) al valore di riferimento; negli altri sette quest'ultimo è stato invece superato, con scostamenti particolarmente ampi in Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Ungheria (cfr. tavola riassuntiva). Nondimeno, in quasi tutti i paesi considerati l'inflazione media sui dodici mesi dovrebbe aumentare nei prossimi mesi.

Nell'arco dell'ultimo decennio, nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale e orientale esaminati l'inflazione è inizialmente diminuita rispetto ai livelli relativamente elevati della fine degli anni novanta. Tra il 2003 e il 2005, tuttavia, essa è tornata a salire, anche se in momenti diversi, nella maggioranza di queste economie, soprattutto in Bulgaria, Estonia, Lettonia e

**Tavola riassuntiva Indicatori economici di convergenza**

		Stabilità dei prezzi	Condizioni di finanza pubblica			Tasso di cambio		Tasso di interesse a lungo termine
		Inflazione misurata sullo IAPC <sup>1)</sup>	Paesi con disavanzi eccessivi <sup>2)</sup>	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Paesi partecipanti agli AEC II <sup>2)</sup>	Tasso di cambio con l'euro <sup>4)5)</sup>	Tasso di interesse a lungo termine <sup>1)</sup>
Bulgaria	2006	7,4	-	3,0	22,7	no	0,0	4,2
	2007	7,6	no	3,4	18,2	no	0,0	4,5
	2008	9,4 <sup>1)</sup>	no <sup>2)</sup>	3,2	14,1	no <sup>2)</sup>	0,0 <sup>4)</sup>	4,7 <sup>1)</sup>
Repubblica Ceca	2006	2,1	sì	-2,7	29,4	no	4,8	3,8
	2007	3,0	sì	-1,6	28,7	no	2,0	4,3
	2008	4,4 <sup>1)</sup>	sì <sup>2)</sup>	-1,4	28,1	no <sup>2)</sup>	8,4 <sup>4)</sup>	4,5 <sup>1)</sup>
Estonia	2006	4,4	no	3,4	4,2	sì	0,0	... <sup>7)</sup>
	2007	6,7	no	2,8	3,4	sì	0,0	... <sup>7)</sup>
	2008	8,3 <sup>1)</sup>	no <sup>2)</sup>	0,4	3,4	sì <sup>2)</sup>	0,0 <sup>4)</sup>	... <sup>7)</sup>
Lettonia	2006	6,6	no	-0,2	10,7	sì	0,0	4,1
	2007	10,1	no	0,0	9,7	sì	-0,5	5,3
	2008	12,3 <sup>1)</sup>	no <sup>2)</sup>	-1,1	10,0	sì <sup>2)</sup>	0,4 <sup>4)</sup>	5,4 <sup>1)</sup>
Lituania	2006	3,8	no	-0,5	18,2	sì	0,0	4,1
	2007	5,8	no	-1,2	17,3	sì	0,0	4,5
	2008	7,4 <sup>1)</sup>	no <sup>2)</sup>	-1,7	17,0	sì <sup>2)</sup>	0,0 <sup>4)</sup>	4,6 <sup>1)</sup>
Ungheria	2006	4,0	sì	-9,2	65,6	no	-6,5	7,1
	2007	7,9	sì	-5,5	66,0	no	4,9	6,7
	2008	7,5 <sup>1)</sup>	sì <sup>2)</sup>	-4,0	66,5	no <sup>2)</sup>	-2,7 <sup>4)</sup>	6,9 <sup>1)</sup>
Polonia	2006	1,3	sì	-3,8	47,6	no	3,2	5,2
	2007	2,6	sì	-2,0	45,2	no	2,9	5,5
	2008	3,2 <sup>1)</sup>	sì <sup>2)</sup>	-2,5	44,5	no <sup>2)</sup>	6,3 <sup>4)</sup>	5,7 <sup>1)</sup>
Romania	2006	6,6	-	-2,2	12,4	no	2,6	7,2
	2007	4,9	no	-2,5	13,0	no	5,4	7,1
	2008	5,9 <sup>1)</sup>	no <sup>2)</sup>	-2,9	13,6	no <sup>2)</sup>	-10,3 <sup>4)</sup>	7,1 <sup>1)</sup>
Slovacchia	2006	4,3	sì	-3,6	30,4	sì	3,5	4,4
	2007	1,9	sì	-2,2	29,4	sì	9,3 <sup>6)</sup>	4,5
	2008	2,2 <sup>1)</sup>	sì <sup>2)</sup>	-2,0	29,2	sì <sup>2)</sup>	2,5 <sup>4)</sup>	4,5 <sup>1)</sup>
Svezia	2006	1,5	no	2,3	45,9	no	0,3	3,7
	2007	1,7	no	3,5	40,6	no	0,0	4,2
	2008	2,0 <sup>1)</sup>	no <sup>2)</sup>	2,7	35,5	no <sup>2)</sup>	-1,6 <sup>4)</sup>	4,2 <sup>1)</sup>
Valore di riferimento <sup>8)</sup>		3,2%		-3%	60%			6,5%

Fonti: Commissione europea (Eurostat) e BCE.

1) Variazione percentuale media annua. I dati per il 2008 si riferiscono al periodo compreso fra aprile 2007 e marzo 2008.

2) Dati di fine periodo. Le informazioni per il 2008 si riferiscono al periodo fino alla data di chiusura delle statistiche del presente rapporto (18 aprile 2008).

3) In percentuale del PIL. Per il 2008 previsioni della Commissione europea della primavera 2008.

4) Variazione percentuale media annua. I dati per il 2008 sono calcolati come variazione percentuale della media sul periodo 1° gennaio 2008 - 18 aprile 2008 rispetto alla media del 2007.

5) Un valore positivo indica un apprezzamento nei confronti dell'euro, mentre un valore negativo un deprezzamento.

6) Con effetto dal 19 marzo 2007 la parità centrale della corona slovacca negli AEC II è stata rivalutata dell'8,5 per cento.

7) Per l'Estonia il tasso di interesse a lungo termine non è disponibile.

8) Il valore di riferimento è relativo al periodo aprile 2007 - marzo 2008 per l'inflazione misurata sullo IAPC e per i tassi di interesse a lungo termine, al 2007 per il saldo di bilancio e il debito delle amministrazioni pubbliche.

Lituania. In Romania e Slovacchia l'inflazione ha mostrato una generale tendenza calante, rispetto agli alti livelli del 2003, che però sembrerebbe essersi invertita di recente. In Svezia l'inflazione è rimasta relativamente moderata durante quasi tutto il periodo.

Questi andamenti dell'inflazione si inseriscono soprattutto in un contesto di dinamismo economico, ma rispecchiano anche fattori esterni. Dal lato interno, alle spinte inflazionistiche ha contribuito in molti dei paesi esaminati la vivace domanda interna. La spesa per consumi privati è risultata vigorosa nella quasi totalità dei casi, sostenuta dalla robusta crescita del reddito disponibile, dalla forte espansione del credito e dai contenuti tassi di interesse reali. Anche gli investimenti sono aumentati notevolmente in gran parte delle economie considerate, sostenuti dai cospicui profitti, dal basso livello dei tassi di interesse reali, dagli afflussi per investimenti diretti esteri e dalle prospettive favorevoli per la domanda. Gli investimenti tuttavia non hanno contribuito solo alle pressioni sulla domanda, specie nel settore delle costruzioni, ma anche all'espansione della capacità di offerta delle economie in esame. Il rapido incremento dell'occupazione, insieme ai deflussi di manodopera verso altri Stati membri dell'UE, ha determinato condizioni sensibilmente più tese nei mercati del lavoro di numerosi dei paesi considerati. Di conseguenza, si è andata configurando o accrescendo una carenza di manodopera che ha generato spinte al rialzo sui salari, i quali talvolta sono aumentati ben più della produttività del lavoro, specie nelle economie in più rapida crescita. Non tutti i paesi esaminati, tuttavia, hanno registrato ritmi di espansione sostenuti. L'eccezione principale è rappresentata dall'Ungheria, la cui crescita economica è rimasta relativamente moderata, di riflesso agli effetti a breve termine della manovra di risanamento delle finanze pubbliche e alla correzione degli squilibri macroeconomici, connessi al disavanzo esterno e a quello di bilancio. Infine, in molti dei paesi considerati le variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette hanno inciso significativamente sull'inflazione.

Quanto ai fattori esterni, la principale determinante dell'inflazione è stato il rincaro dei beni energetici e alimentari, che ha avuto forti ripercussioni nella maggioranza degli Stati dell'Europa centrale e orientale a causa del peso relativamente ampio di queste componenti nei loro panieri di consumo. In alcuni dei paesi con un regime di cambio flessibile, tuttavia, tale rincaro è stato attenuato da un rafforzamento delle rispettive valute; fa eccezione la Romania, in cui l'indebolimento della moneta ha alimentato l'inflazione dalla metà del 2007.

In prospettiva, le previsioni disponibili elaborate dalle principali istituzioni internazionali indicano che in gran parte dei paesi l'inflazione potrebbe verosimilmente aumentare nel 2008, per poi tornare a ridursi l'anno seguente. Le indagini sulle aspettative di inflazione, fra cui quelle svolte dalla Commissione europea, e i recenti accordi salariali suggeriscono che in diverse economie il rialzo dell'inflazione ha iniziato a incidere sulle aspettative ad essa relative. Vi è pertanto un rischio considerevole che i rincari occasionali, recenti o attesi, dei beni energetici e alimentari diano luogo ad aumenti più persistenti tramite effetti di secondo impatto sui salari o effetti indiretti sui prezzi in altri settori, come quello dei servizi. Nonostante il rallentamento di alcune economie, la crescita della domanda sia interna che esterna si mantiene generalmente sostenuta e le condizioni sui mercati del lavoro restano tese. È inoltre probabile che negli anni a venire le ulteriori modifiche dei prezzi amministrati e gli adeguamenti delle imposte indirette, in parte connessi con l'armonizzazione delle accise nell'UE, continuino a esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione in numerosi paesi. Infine, le favorevoli aspettative sul reddito e sui profitti concorrono all'emergere del rischio di incrementi eccessivi sui mercati del credito e delle attività finanziarie in molti degli Stati membri considerati.

Su orizzonti più lunghi anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico in atto in tutti i paesi esaminati, ad eccezione della Svezia, dovrebbe determinare un rafforzamento della valuta in termini reali,

soprattutto nei casi in cui il PIL pro capite e il livello dei prezzi risultano ancora notevolmente inferiori a quelli dell'area dell'euro. A seconda del regime di cambio adottato, tale rafforzamento potrebbe tradursi in un aumento dell'inflazione, ovvero in un apprezzamento nominale della moneta. È tuttavia difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti risultanti da tale processo. In ogni caso, riguardo alle economie che hanno registrato un apprezzamento valutario in termini nominali è più difficile analizzare il modo in cui queste potrebbero operare dopo la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio.

La creazione di un contesto che favorisca la stabilità dei prezzi su base duratura nei paesi esaminati richiederà solide politiche di bilancio e incrementi salariali modesti, soprattutto dato il recente aumento delle aspettative di inflazione in diverse di queste economie. Nella maggior parte dei casi, per conseguire, preservare o consolidare un tale contesto, occorreranno ulteriori sforzi sul fronte della politica di bilancio, in particolare la realizzazione di percorsi di risanamento credibili. La crescita dei salari dovrebbe non superare quella della produttività del lavoro e tenere conto delle condizioni sul mercato di tale fattore, nonché degli sviluppi nei paesi concorrenti. È inoltre necessario portare avanti riforme nei mercati del lavoro e dei beni e servizi al fine di accrescerne la flessibilità e di mantenere un contesto favorevole all'espansione dell'economia e dell'occupazione. Infine, in tutti i paesi riveste importanza fondamentale condurre una politica monetaria orientata alla stabilità, per conseguire una convergenza durevole verso la stabilità dei prezzi. A tale riguardo, si esortano i paesi partecipanti agli AEC II a rispettare gli impegni assunti con l'adesione ai medesimi accordi.

#### **IL CRITERIO DELLE CONDIZIONI DI FINANZA PUBBLICA**

Per quanto riguarda i risultati di bilancio, attualmente quattro dei dieci Stati membri esaminati sono oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia

e Slovacchia). Nel 2007 solo il disavanzo dell'Ungheria ha superato il 3 per cento del PIL, mentre quelli di Repubblica Ceca, Polonia e Slovacchia erano inferiori a questo valore. Nel 2007 anche la Lituania e la Romania hanno evidenziato un disavanzo; un avanzo è stato invece registrato da Bulgaria, Estonia e Svezia, mentre un pareggio di bilancio dalla Lettonia. Secondo le previsioni della Commissione europea, nel 2008 Bulgaria, Estonia e Svezia continuerebbero a presentare un rapporto positivo, ancorché in lieve flessione in tutti e tre i paesi. Quanto a Repubblica Ceca, Ungheria e Slovacchia, l'incidenza del disavanzo pubblico sul PIL dovrebbe ridursi, mentre aumenterebbe in Lettonia, Lituania, Polonia e Romania. Per l'Ungheria si prevede un livello superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL (cfr. tavola riassuntiva).

Passando all'analisi del rapporto fra debito pubblico e PIL, nel 2007 soltanto l'Ungheria ha superato il valore di riferimento del 60 per cento, registrando il 66,0 per cento, con un incremento di 0,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Negli altri paesi i rapporti debito/PIL sono risultati più modesti, portandosi fra il 40 e il 50 per cento in Polonia e Svezia, approssimando il 30 per cento nella Repubblica Ceca e in Slovacchia e situandosi al di sotto di questo livello negli altri cinque paesi.

Fra il 1998 e il 2007 l'incidenza del debito pubblico sul PIL si è accresciuta sensibilmente nella Repubblica Ceca (di 13,7 punti percentuali) e in misura molto minore in Polonia, Ungheria, Lituania e Lettonia. Per contro in Bulgaria, Estonia, Romania, Slovacchia e Svezia il valore registrato nel 2007 è risultato nettamente inferiore a quello del 1998. Negli ultimi anni il rapporto debito/PIL pare essersi ridotto in gran parte dei paesi, principalmente per effetto di un calo dei disavanzi primari. In Ungheria ha iniziato a registrare una tendenza al rialzo nel 2002, che ha parzialmente riassorbito le diminuzioni conseguite nella prima parte del periodo considerato; in Romania invece è aumentato nel 2007. Nell'anno in corso il

rapporto debito/PIL dovrebbe ampliarsi in Lettonia, Ungheria e Romania, mentre negli altri paesi dovrebbe scendere o rimanere stabile.

Ulteriori progressi nel risanamento dei conti pubblici sono necessari nella maggior parte dei paesi in esame, in particolare quelli ancora oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. L'Ungheria, che nel 2007 presentava un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL, deve ricondurlo al più presto, e comunque nei tempi che si è impegnata a rispettare, al di sotto del valore di riferimento. Inoltre, piani di risanamento sufficientemente ambiziosi assumono grande rilevanza anche per gli Stati membri con disavanzi inferiori al valore di riferimento, al fine di rispettare in modo durevole gli obiettivi di medio periodo. In particolare, il Patto di stabilità e crescita richiede un aggiustamento del saldo strutturale pari allo 0,5 per cento del PIL l'anno quale *benchmark* per i paesi partecipanti agli AEC II che devono ancora conseguire gli obiettivi di medio termine. Ciò consentirebbe peraltro di fronteggiare le conseguenze dell'invecchiamento demografico sui conti pubblici.

Nella fase attuale, adottare politiche di bilancio più restrittive sembrerebbe inoltre appropriato in numerosi paesi per affrontare i significativi squilibri macroeconomici.

### IL CRITERIO DEL TASSO DI CAMBIO

Fra i paesi esaminati, l'Estonia, la Lettonia, la Lituania e la Slovacchia aderiscono attualmente agli AEC II e, come stabilito dall'articolo 121 del Trattato, vi partecipano da oltre due anni prima dell'esame della convergenza. Nello stesso periodo gli altri sei paesi hanno invece mantenuto la propria valuta al di fuori del meccanismo di cambio.

Gli accordi per la partecipazione agli AEC II si sono basati su una serie di impegni assunti dalle rispettive autorità nazionali, concernenti fra l'altro il perseguimento di politiche di bilancio solide, la promozione della moderazione salariale, il contenimento della crescita del credito e l'attuazione di ulteriori riforme strutturali.

In alcuni casi gli Stati membri hanno assunto impegni unilaterali relativi al mantenimento di bande di oscillazione più ristrette, dai quali non derivano obblighi aggiuntivi per la BCE. In particolare, è stata accettata l'adesione dell'Estonia e della Lituania agli AEC II preservando i regimi di *currency board* preesistenti. Anche le autorità lettoni si sono impegnate unilateralmente a mantenere il tasso di cambio del lat sulla parità centrale con l'euro adottando una banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento.

Nel quadro degli AEC II, nessuna delle parità centrali delle valute in esame è stata svalutata nell'arco di tempo considerato. La corona estone e il litas lituano hanno continuato a essere scambiati alle rispettive parità centrali. Il lat lettone ha evidenziato una volatilità molto bassa nei confronti dell'euro, collocandosi su un livello superiore dell'1 per cento rispetto alla parità centrale degli AEC II fino agli inizi del 2007. Nondimeno, a metà febbraio e in settembre dello stesso anno, è sceso al limite inferiore della banda di oscillazione unilaterale in presenza di tensioni sui mercati, per effetto degli ampi squilibri macroeconomici. Queste tensioni sono state in parte controbilanciate dall'adozione di un piano per contrastare l'inflazione da parte del governo, dagli interventi della banca centrale a sostegno della valuta nel marzo 2007 e dall'orientamento più restrittivo della politica monetaria. Quanto alla Slovacchia, per la maggior parte del biennio considerato la volatilità del tasso di cambio della corona rispetto all'euro è stata relativamente elevata. Tra aprile e luglio 2006 la moneta slovacca ha subito temporanee pressioni al ribasso, venendo quotata per qualche tempo a un livello leggermente inferiore alla parità centrale degli AEC II. Successivamente, in un contesto caratterizzato da solide variabili macroeconomiche fondamentali e da un clima favorevole nei mercati finanziari nei confronti della regione, la corona è entrata in una fase di protratto rafforzamento. Al fine di contenere la volatilità del cambio e l'eccessiva pressione di mercato, la Národná banka Slovenska è intervenuta con vendite di corone contro euro. Su richiesta delle autorità slovacche, è stata operata

di comune accordo e secondo una procedura concordata una rivalutazione dell'8,5 per cento della parità centrale della valuta slovacca, fissata a 35,4424 corone per euro con effetto dal 19 marzo 2007. Tra la data di rivalutazione e il 18 aprile 2008, la valuta slovacca ha oscillato su valori superiori del 2,9-8,9 per cento alla nuova parità centrale, avendo subito una certa pressione al rialzo verso la fine dell'arco temporale considerato. Nel complesso, il periodo di partecipazione agli AEC II è stato segnato da un graduale apprezzamento della corona slovacca nei confronti dell'euro.

Fra le valute rimaste al di fuori degli AEC II, nel periodo in esame la corona ceca e lo zloty polacco si sono rafforzati nei confronti dell'euro, sostenuti da solide variabili economiche fondamentali come i contenuti squilibri esterni e la vigorosa dinamica delle esportazioni. Il fiorino ungherese ha evidenziato ampie oscillazioni, connesse per lo più ai cambiamenti dell'avversione al rischio sul piano internazionale e del clima presente nei mercati finanziari riguardo alla regione. Il 25 febbraio 2008 la Magyar Nemzeti Bank, d'intesa con il governo ungherese, ha deciso di abolire la banda di oscillazione del  $\pm 15$  per cento intorno alla parità centrale basata sull'euro e di introdurre un regime di cambio flessibile. Fino alla metà del 2007 il leu rumeno si è sensibilmente apprezzato nei confronti dell'euro, sostenuto dalla vivace crescita economica, dai cospicui afflussi per investimenti diretti esteri e dagli ampi differenziali di interesse con l'area dell'euro. In seguito, questa tendenza al rialzo si è invertita e il leu si è indebolito marcatamente a fronte della maggiore avversione al rischio nei mercati finanziari e dei crescenti timori riguardo all'aumento del disavanzo di conto corrente e dell'inflazione. Quanto alla corona svedese, essa ha mostrato una volatilità relativamente elevata nei confronti dell'euro. Dopo il rafforzamento registrato fino alla metà di dicembre 2006, in presenza di una forte espansione economica e di una solida posizione sull'estero, la corona si è indebolita nei confronti dell'euro collocandosi su livelli prossimi a quelli osservati all'inizio del periodo in esame. Infine, la valuta bulgara

è rimasta stabile a 1,95583 lev per euro nel quadro del regime di *currency board* basato sulla moneta unica.

#### **IL CRITERIO DEL TASSO DI INTERESSE A LUNGO TERMINE**

Sul periodo di riferimento di dodici mesi compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il valore di riferimento fissato per il tasso di interesse a lungo termine è stato pari al 6,5 per cento, ottenuto aggiungendo 2 punti percentuali alla media aritmetica semplice dei tassi di interesse a lungo termine di Malta (4,8 per cento), Paesi Bassi (4,3 per cento) e Danimarca (4,3 per cento), gli stessi tre paesi considerati nel calcolo del valore di riferimento per il criterio della stabilità dei prezzi.

Nel periodo in rassegna, i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati mediamente al di sotto del valore di riferimento in sette degli Stati membri esaminati: Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Polonia, Slovacchia e Svezia (cfr. tavola riassuntiva). I differenziali di interesse a lungo termine nei confronti dell'area dell'euro sono stati in media relativamente modesti in Repubblica Ceca, Lituania, Slovacchia e Svezia. Sono risultati invece più elevati in Polonia e Lettonia, situandosi rispettivamente a 131 e 101 punti base. In Bulgaria hanno raggiunto 39 punti base alla fine dell'arco temporale considerato.

In Romania e Ungheria i tassi di interesse a lungo termine hanno superato il valore di riferimento nel periodo in rassegna, collocandosi in media al 7,1 e al 6,9 per cento rispettivamente. Il differenziale di interesse a dieci anni rispetto all'area dell'euro ha raggiunto in media 273 punti base in Romania e 260 in Ungheria. I timori riguardo agli squilibri economici interni in Ungheria e all'insorgere di disavanzi di bilancio e di conto corrente in Romania hanno concorso a mantenere elevati i differenziali di rendimento sui titoli a lungo termine.

In Estonia, dati l'assenza di un mercato obbligazionario sviluppato in corone estoni e il basso livello del debito pubblico, non è disponibile un tasso di interesse a lungo termine armonizzato,

il che rende problematico valutare la convergenza in vista dell'adozione della moneta unica. Come in altri paesi, nel periodo considerato anche in Estonia sono emersi segnali del fatto che il paese è confrontato a difficoltà circa la sostenibilità della convergenza. Al momento, tuttavia, non vi sono indicazioni abbastanza decisive che possano giustificare un giudizio complessivamente negativo.



## 4 SINTESI PER PAESE

### 4 SINTESI PER PAESE

#### 4.1 BULGARIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Bulgaria al 9,4 per cento, un livello notevolmente superiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela un andamento piuttosto variabile dell'inflazione al consumo in Bulgaria, situatasi in media al 7,4 per cento su base annua nel periodo 1998-2007. Questa evoluzione va considerata alla luce della vigorosa espansione del prodotto dal 2000 e, soprattutto, dal 2004. La crescita dei redditi per occupato, che dal 2001 ha sopravanzato quella della produttività del lavoro, è aumentata a partire dal 2006, soprattutto per effetto delle condizioni sul mercato del lavoro, divenute rapidamente più tese. L'incremento dei prezzi all'importazione ha mostrato un profilo variabile nel periodo 1998-2004, ascrivibile in larga misura alle oscillazioni dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali e del tasso di cambio effettivo. Se si considerano gli andamenti recenti, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC ha mostrato una tendenza al rialzo per la maggior parte del 2007, portandosi al 13,2 per cento nel marzo 2008. Le principali determinanti dell'aumento sono rappresentate dai rincari degli alimentari e dell'energia, dagli adeguamenti delle accise e dalle forti pressioni dal lato della domanda, che peraltro stanno esercitando spinte al rialzo su prezzi e salari.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Bulgaria dovrebbe situarsi in un intervallo del 9,1-9,9 per cento nel 2008 e del 5,9-6,0 per cento nel 2009. Queste previsioni sono soggette a rischi al rialzo connessi a incrementi, maggiori delle attese, dei prezzi dell'energia, degli alimentari e di quelli amministrati. Inoltre, la vigorosa crescita del prodotto e il netto calo della disoccupazione comportano il rischio di un'ulteriore espansione del costo del lavoro

per unità di prodotto e, più in generale, dei prezzi interni. Nell'attuale contesto di forte inflazione e crescita economica sostenuta, sussiste peraltro un notevole rischio che l'aumento del livello dei prezzi dovuto a fattori *una tantum* generi effetti di secondo impatto, suscettibili di tradursi in un rialzo ancora più accentuato e prolungato dell'inflazione. Anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico potrebbe verosimilmente incidere sull'inflazione nei prossimi anni, poiché il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Bulgaria seguitano a essere significativamente inferiori a quelli dell'area dell'euro. È tuttavia difficile valutare con esattezza l'entità di tali ripercussioni.

La Bulgaria non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il paese ha registrato un avanzo di bilancio pari al 3,4 per cento del PIL, rispettando abbondantemente il valore di riferimento; per il 2008 la Commissione europea prevede un lieve calo al 3,2 per cento. Il debito pubblico è sceso al 18,2 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe diminuire ulteriormente nel 2008, al 14,1 per cento, mantenendosi pertanto nettamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Nel programma di convergenza, l'obiettivo di medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita è stato quantificato in un avanzo di bilancio dell'1,5 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee.

Nel periodo tra il 1° gennaio 2007, data di adesione all'UE, e il 18 aprile 2008 la Bulgaria non ha partecipato agli AEC II, ma la propria moneta è stata ancorata all'euro nel quadro di un regime di *currency board* adottato nel luglio 1997. In applicazione di questo regime, la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) ha continuato a svolgere un'attività regolare sul mercato dei cambi, effettuando acquisti netti di valuta estera; la moneta bulgara non ha mostrato scostamenti rispetto al tasso di 1,95583 lev per euro. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è rimasto contenuto fino alla seconda



metà del 2007, portandosi in seguito su livelli relativamente elevati per via della crescente avversione al rischio nei mercati finanziari e dei timori dei mercati circa gli ampi squilibri esterni del paese.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale del lev bulgaro si è situato, sia bilateralmente rispetto all'euro sia in termini effettivi, ben al di sopra delle relative medie storiche a dieci anni. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Riguardo all'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, il disavanzo complessivo registrato dal conto corrente e dal conto capitale della bilancia dei pagamenti si è andato costantemente ampliando, dal 2,4 per cento del PIL nel 2002 al 20,3 nel 2007. Benché gli elevati disavanzi esterni possano essere in parte determinati dal processo di riassorbimento del divario nello sviluppo di un'economia come quella bulgara, disavanzi di questa entità sollevano problemi di sostenibilità, specie se si protraggono a lungo. Quanto alle fonti di finanziamento, gli afflussi netti per investimenti diretti hanno abbondantemente sopperito in media al fabbisogno finanziario dell'economia bulgara dal 2000. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero si è deteriorata dal -34,9 per cento del PIL nel 1998 al -80,0 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) i tassi di interesse a lungo termine sono stati in media del 4,7 per cento, collocandosi pertanto al di sotto del valore di riferimento fissato per il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse. I tassi a lungo termine e il relativo differenziale con i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro sono aumentati in tale periodo.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Bulgaria richiede, fra l'altro, l'attuazione di politiche di bilancio sufficientemente restrittive, in grado di ridurre le pressioni inflazionistiche indotte dalla domanda e gli squilibri macroeconomici. Ai fini di queste

politiche, occorre risparmiare gli introiti inattesi risultanti da sottostime sistematiche delle entrate e applicare stringenti massimali di spesa. In tal modo si ridurrebbe il rischio di un aumento della spesa discrezionale che potrebbe rafforzare le pressioni esercitate dalla domanda interna. Il contenimento delle retribuzioni nel settore pubblico svolge un ruolo importante ai fini di una moderata dinamica salariale complessiva. Se da un lato la politica di bilancio dovrebbe continuare a sostenere la creazione di posti di lavoro tramite un adeguamento dei regimi tributari, previdenziali e assistenziali, dall'altro deve far sì che la riduzione dell'imposizione sia accompagnata da un contenimento della spesa pubblica, il quale deve risultare, fra l'altro, da una maggiore efficienza della spesa stessa. Occorre inoltre tenere sotto attenta osservazione la dinamica del credito, nonché l'ampio disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e il relativo fabbisogno finanziario, mentre vanno ancora compiuti importanti progressi sul piano delle riforme strutturali. In particolare sarà necessario potenziare il capitale umano, rafforzare la flessibilità del mercato del lavoro, porre rimedio ai disallineamenti settoriali e di istruzione in tale mercato, nonché migliorare le possibilità di inserimento professionale di gruppi potenzialmente marginalizzati. Gli incrementi salariali dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni nel mercato di tale fattore e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Per sostenere ulteriormente l'espansione economica, la Bulgaria dovrà inoltre rafforzare le politiche interne volte a intensificare la concorrenza nei mercati dei beni e servizi, nonché procedere nella liberalizzazione dei settori regolamentati e nel miglioramento delle infrastrutture di trasporto del paese. I progressi in questi ambiti, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura e a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione bulgara non soddisfa tutti i requisiti per l'indipendenza della banca centrale e per la sua integrazione nell'Eurosistema sul

piano giuridico. La Bulgaria è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

#### 4.2 REPUBBLICA CECA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato nella Repubblica Ceca al 4,4 per cento, un livello ben al di sopra del valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che nella Repubblica Ceca l'inflazione al consumo ha mostrato una generale tendenza calante fino al 2003; in seguito si è collocata per lo più su livelli compresi fra l'1 e il 3 per cento, per poi iniziare ad aumentare nel 2007. L'andamento dell'inflazione negli ultimi dieci anni va considerato alla luce della vigorosa espansione del PIL in termini reali. Nell'intero periodo in esame, ad eccezione del 2005, la crescita dei redditi per occupato ha sopravanzato quella della produttività del lavoro. L'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto ha segnato una notevole flessione nel periodo 2002-2005, ma è tornata a salire nei due anni successivi a causa delle condizioni più tese sul mercato del lavoro e della conseguente riduzione del tasso di disoccupazione. Il calo evidenziato dai prezzi all'importazione durante quasi tutto il periodo in rassegna ha riflesso in ampia misura l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo e l'incremento delle importazioni da mercati emergenti. Se si considera l'evoluzione recente, per gran parte del 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC ha mostrato una generale tendenza al rialzo, accentuandosi in particolare al volgere dell'anno; agli inizi del 2008 è salita ulteriormente, raggiungendo il 7,1 per cento a marzo. Questo andamento rispecchia principalmente il marcato aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, nonché il rincaro degli alimentari. Inoltre, le pressioni sui

costi generate da vincoli di capacità produttiva, specie nel mercato del lavoro, hanno iniziato a sospingere verso l'alto l'inflazione.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione nella Repubblica Ceca dovrebbe collocarsi in un intervallo del 4,6-6,3 per cento nel 2008 e del 2,7-3,5 per cento nel 2009. L'aumento dei prezzi amministrati e le modifiche dell'imposizione indiretta (come l'IVA e l'armonizzazione delle accise sui tabacchi) concorreranno significativamente all'inflazione nel 2008. I rischi per queste previsioni sono sostanzialmente bilanciati; quelli al rialzo sono connessi a incrementi maggiori delle attese sia dei prezzi amministrati, sia dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Inoltre, la vigorosa crescita del prodotto e il profilarsi di strozzature sul mercato del lavoro potrebbero comportare un rischio al rialzo per l'inflazione, dovuto ad aumenti superiori al previsto del costo del lavoro per unità di prodotto e, più in generale, dei prezzi interni. Tuttavia, l'ulteriore rafforzamento della corona ceca potrebbe attenuare le pressioni sui prezzi. In una prospettiva a più lungo termine, è probabile che anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi nella Repubblica Ceca risultano ancora inferiori a quelli dell'area dell'euro. La portata di questi effetti sull'inflazione, tuttavia, è difficile da valutare con esattezza.

La Repubblica Ceca è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo e il termine per la correzione di quest'ultimo è fissato al 2008. Nel 2007, anno di riferimento, il disavanzo di bilancio è stato pari all'1,6 per cento del PIL, ben al di sotto del valore di riferimento; stando alle previsioni della Commissione europea dovrebbe diminuire all'1,4 per cento nel 2008. Il debito pubblico è sceso al 28,7 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe ancora contrarsi nel 2008, al 28,1 per cento, mantenendosi pertanto su un livello ampiamente inferiore al valore di

riferimento del 60 per cento. La Repubblica Ceca deve impegnarsi in un'ulteriore azione di risanamento per poter soddisfare l'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita, che nel programma di convergenza è stato quantificato come un disavanzo di bilancio pari a circa l'1,0 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2006 e nel 2007 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. Sotto il profilo della sostenibilità dei conti pubblici la situazione del paese pare altamente a rischio.

Nel biennio di riferimento, compreso fra il 19 aprile 2006 e il 18 aprile 2008, la Repubblica Ceca non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. Dopo aver oscillato nei confronti dell'euro fino alla metà del 2007, la corona ceca ha segnato un deciso rafforzamento, sostenuta dalla solidità delle variabili economiche fondamentali, quali la vigorosa crescita economica, gli squilibri esterni contenuti e la robusta dinamica delle esportazioni. Dalla metà del 2007 la tendenza all'apprezzamento potrebbe essere stata alimentata anche da un contesto meno favorevole per le operazioni di *carry trade* in presenza di turbolenze finanziarie. Nel complesso la moneta ceca si è spesso collocata su livelli notevolmente superiori al tasso di cambio medio dell'aprile 2006 e, nel periodo in esame, ha evidenziato una volatilità relativamente elevata nei confronti dell'euro. Al tempo stesso, il differenziale lievemente negativo fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è ampliato nel corso del 2006, per poi ridursi a -0,5 punti percentuali nel periodo di tre mesi terminato a marzo 2008.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale della corona ceca si è situato, sia bilateralmente rispetto all'euro sia in termini effettivi, ben al di sopra delle rispettive medie storiche a dieci anni. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori

di equilibrio esterno, dal 1998 la Repubblica Ceca ha mostrato costantemente un disavanzo complessivo, talvolta ampio, del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti. Dopo aver raggiunto un livello massimo nel 2003, del 6,2 per cento del PIL, il disavanzo è sceso rapidamente nel 2005 all'1,5 per cento, per poi tornare ad ampliarsi nel 2007 al 2,0 per cento. Quanto alle fonti di finanziamento, i cospicui afflussi netti per investimenti diretti, ammontati spesso a circa il 10 per cento del PIL, hanno in media abbondantemente coperto il fabbisogno finanziario dell'economia ceca. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero è diminuita dal -5,9 per cento del PIL nel 1998 al -35,9 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) il livello medio dei tassi di interesse a lungo termine è stato pari al 4,5 per cento, ampiamente inferiore al valore di riferimento. La flessione registrata dai rendimenti sui titoli di Stato cechi dall'agosto 2004 ha portato i tassi di interesse a lungo termine su un livello prossimo a quelli osservati nell'area dell'euro. Durante le turbolenze finanziarie del terzo trimestre del 2007, tuttavia, il differenziale di interesse a lungo termine è aumentato in certa misura.

Ai fini della realizzazione di un contesto favorevole a una convergenza sostenibile, la Repubblica Ceca deve impostare, tra l'altro, un percorso di risanamento delle finanze pubbliche credibile e duraturo e migliorare il quadro di riferimento per le politiche di bilancio. Il piano di risanamento previsto dal governo non è sufficientemente ambizioso ed è soggetto a rischi. Occorre fissare traguardi più impegnativi, poiché il contesto macroeconomico rischia di rivelarsi meno favorevole del previsto. Il paese dovrà altresì affinare il funzionamento del mercato del lavoro in un'ottica di potenziamento della flessibilità. Al tempo stesso, risulta importante assicurare che gli incrementi salariali riflettano la crescita della produttività del lavoro, le condizioni su questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Sarà inoltre indispensabile rafforzare le politiche interne volte a intensificare la concorrenza nei mercati dei beni e servizi,

nonché procedere nell'ulteriore liberalizzazione dei settori regolamentati, in particolare quello dell'energia. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura e a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione ceca non soddisfa tutti i requisiti per l'indipendenza della banca centrale e per la sua integrazione nell'Eurosistema dal punto di vista giuridico. La Repubblica Ceca è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

### 4.3 ESTONIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Estonia all'8,3 per cento, un livello notevolmente superiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Estonia l'inflazione al consumo ha mostrato una generale tendenza calante fino al 2003, per poi tornare a salire e raggiungere il 6,7 per cento nel 2007. L'andamento dell'inflazione nel periodo 2000-2007 va considerato alla luce della crescita molto vigorosa del PIL in termini reali, collocatasi in media intorno al 9 per cento annuo. Più di recente, tuttavia, l'espansione del prodotto si è ridotta notevolmente. Nella prima metà del decennio la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto si è mantenuta per lo più fra il 2 e il 3 per cento, ma per effetto delle condizioni sempre più tese sul mercato del lavoro ha segnato un forte aumento nel 2006, all'8,1 per cento, e nel 2007, al 18,9 per cento. I prezzi all'importazione hanno mostrato una certa variabilità nel periodo in esame, principalmente

di riflesso agli andamenti del tasso di cambio effettivo, delle quotazioni petrolifere e dei prezzi degli alimentari. Se si considera la recente evoluzione, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è situato intorno al 5 per cento agli inizi del 2007, ma ha iniziato in seguito a salire rapidamente, raggiungendo l'11,2 per cento nel marzo 2008. Questo incremento va in parte ascritto al rincaro degli alimentari e dell'energia, nonché al rialzo dei prezzi amministrati. L'armonizzazione delle accise ha contribuito per quasi 1 punto percentuale all'aumento del livello dei prezzi nel gennaio 2008. Inoltre, le spinte inflazionistiche di fondo sono state generate dai sensibili incrementi salariali, notevolmente superiori alla crescita della produttività, e dalle pressioni dal lato della domanda. L'attuale quadro di inflazione si inserisce sullo sfondo di un'attività economica in rallentamento, anche se ancora sostenuta.

In prospettiva, le previsioni più recenti formulate dalla maggior parte delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Estonia dovrebbe collocarsi in un intervallo dell'8,8-9,8 per cento nel 2008 e del 4,7-5,1 per cento nel 2009. I rischi per l'inflazione sono orientati verso l'alto, essendo connessi alle condizioni tese sul mercato del lavoro e agli andamenti dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari. In aggiunta a ciò, un fattore di rischio significativo nel 2008 è l'esito incerto dei negoziati con Gazprom per il prezzo del gas naturale importato dalla Russia. A seguito degli incrementi dei prezzi dei beni energetici e alimentari, delle imposte e dei prezzi amministrati, le condizioni tese sul mercato del lavoro comportano un rischio notevole di effetti di secondo impatto, suscettibili di tradursi in un aumento più marcato e prolungato delle retribuzioni e dell'inflazione. A riguardo sarà determinante la misura nella quale il processo di formazione dei salari risponderà al rallentamento dell'attività economica. In una prospettiva a più lungo termine, è probabile che nei prossimi anni anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione, ma la portata

di questo impatto è difficile da valutare con esattezza.

L'Estonia non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il paese ha evidenziato un avanzo del bilancio pubblico pari al 2,8 per cento del PIL, rispettando abbondantemente il valore di riferimento; stando alle previsioni della Commissione europea dovrebbe diminuire allo 0,4 per cento nel 2008. Il debito pubblico è sceso al 3,4 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe attestarsi su questo livello nel 2008, mantenendosi pertanto nettamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. L'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita è stato definito nel programma di convergenza come un avanzo di bilancio strutturale.

L'Estonia partecipa agli AEC II da un periodo superiore ai due anni su cui la BCE effettua la propria valutazione sulla convergenza. Il paese ha aderito al meccanismo di cambio mantenendo il preesistente *currency board* come impegno unilaterale, senza ulteriori obblighi per la BCE. L'accordo per l'adesione si è basato su precisi impegni assunti dalle autorità estoni in diverse aree della politica economica. Nel biennio di riferimento (19 aprile 2006 - 18 aprile 2008) la valuta estone si è mantenuta stabile alla sua parità centrale di 15,6466 corone per euro. Come previsto dal regime di *currency board*, la Eesti Pank ha continuato la sua regolare attività sul mercato dei cambi acquistando valuta in termini netti. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è rimasto trascurabile fino ad aprile 2007, portandosi in seguito su livelli relativamente elevati per effetto dell'accresciuta avversione al rischio nei mercati finanziari e dei timori dei mercati circa gli ampi squilibri esterni del paese.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale della corona estone si è collocato, in termini effettivi, ben al di sopra della sua media a dieci anni, mentre bilateralmente rispetto all'euro ha superato solo in certa misura la relativa media. Tuttavia, un processo di convergenza economica

reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 1998 il disavanzo complessivo registrato dal conto corrente e dal conto capitale della bilancia dei pagamenti si è collocato costantemente su livelli elevati o molto elevati, raggiungendo il 15,8 per cento del PIL nel 2007. Benché gli ingenti disavanzi esterni possano essere in parte determinati dal processo di riassorbimento del divario nello sviluppo di un'economia come quella estone, disavanzi di questa entità sollevano problemi di sostenibilità, specie se perdurano per lunghi periodi di tempo. I disavanzi molto cospicui registrati di recente potrebbero altresì ascrivibili a un surriscaldamento dell'economia. Quanto alle fonti di finanziamento, il contributo degli afflussi netti per investimenti diretti al finanziamento del disavanzo esterno dell'Estonia si è ridotto nel tempo, ammontando a circa il 4 per cento del PIL nel periodo in rassegna. Il fabbisogno finanziario aggiuntivo è stato coperto in misura crescente dagli afflussi molto ingenti per "altri investimenti", principalmente sotto forma di prestiti bancari intragruppo. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero si è deteriorata dal -36,8 per cento del PIL nel 1998 al -74,0 per cento nel 2007.

In Estonia, dati l'assenza di un mercato obbligazionario sviluppato in corone estoni nonché il basso livello del debito pubblico, non è disponibile un tasso di interesse armonizzato a lungo termine, il che rende difficoltoso il processo di valutazione della convergenza prima dell'adozione della moneta unica. Nondimeno, diversi indicatori (i differenziali dei tassi di interesse a termine del mercato monetario rispetto a quelli dell'area dell'euro, i tassi di interesse sui prestiti erogati dalle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie con estesi periodi di determinazione del tasso o scadenze lunghe e l'evoluzione della bilancia dei pagamenti) segnalano che il paese è confrontato a una serie di sfide connesse alla sostenibilità della convergenza. Al momento, tuttavia, non vi sono indicazioni abbastanza decisive che possano giustificare un giudizio complessivamente negativo.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza duratura in Estonia richiede, fra l'altro, l'attuazione di politiche di bilancio sufficientemente restrittive, in grado di ridurre il rischio di spinte inflazionistiche indotte dalla domanda e di pressioni sul conto corrente. A riguardo, il risparmio degli introiti inattesi e il contenimento della spesa dovrebbero ridurre le pressioni provenienti dalla domanda interna, contribuendo a evitare un surriscaldamento dell'economia. Occorre inoltre tenere sotto attenta osservazione la dinamica del credito, nonché l'ampio disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e il relativo fabbisogno finanziario. Nel mercato del lavoro, contenere la crescita delle retribuzioni complessive del settore pubblico rappresenterà un segnale importante e dovrebbe concorrere a una moderazione della dinamica salariale nel settore privato. Gli incrementi salariali dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Inoltre, il mantenimento di un sufficiente livello di flessibilità del mercato del lavoro e il potenziamento delle competenze dei lavoratori dovrebbero costituire importanti obiettivi sul piano delle politiche economiche. In particolare, sono necessari maggiori investimenti nell'istruzione per sostenere il riorientamento della struttura produttiva dell'Estonia verso beni e servizi a più alto valore aggiunto. I progressi compiuti in questi ambiti potrebbero contribuire all'innalzamento del tasso di crescita potenziale del paese. Sarebbe peraltro opportuno avanzare più speditamente nelle riforme del mercato del lavoro, in particolare nella modernizzazione della normativa vigente. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione estone sulla valuta e sulla copertura garantita della moneta nazionale non soddisfa tutti i requisiti per l'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. L'Estonia è

uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

#### 4.4 LETTONIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Lettonia al 12,3 per cento, un livello nettamente superiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Lettonia l'inflazione al consumo è rimasta sostanzialmente stabile tra la fine degli anni novanta e gli inizi del decennio in corso (oscillando per lo più fra il 2 e il 3 per cento), per poi intensificarsi sensibilmente e raggiungere il 10,1 per cento nel 2007. L'andamento dell'inflazione va considerato alla luce dell'espansione molto vigorosa del PIL in termini reali, cui si sono accompagnati crescenti segnali di surriscaldamento e gravi squilibri negli ultimi tre anni. La carenza di manodopera, sempre maggiore, ha determinato un'accelerazione molto marcata dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto a partire dal 2005. Il rialzo dell'inflazione dal 2004 è stato inizialmente riconducibile all'aumento dei prezzi all'importazione causato dall'indebolimento del lat nei confronti dell'euro, agli aggiustamenti dei prezzi amministrati e a fattori *una tantum* connessi con l'adesione all'UE. Negli anni successivi anche le pressioni dal lato della domanda, i forti incrementi salariali e i rincari dell'energia e dei beni alimentari sui mercati internazionali hanno contribuito sempre più a sospingere verso l'alto l'inflazione. Se si esaminano gli andamenti recenti, l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 16,6 per cento nel marzo 2008. All'aumento hanno concorso soprattutto il sensibile incremento delle accise sui tabacchi, delle quotazioni dei beni energetici e di una serie di prezzi amministrati, mentre si è attenuato l'impatto dei prodotti alimentari e

dei servizi non regolamentati. Vi sono chiare indicazioni che l'espansione economica, sebbene ancora molto sostenuta, ha iniziato a contrarsi durante il 2007, a seguito delle misure di disinflazione varate dal governo e dall'orientamento più cauto delle banche nella concessione di prestiti.

In prospettiva, le previsioni più recenti formulate dalla maggior parte delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Lettonia dovrebbe collocarsi in un intervallo del 13,8-15,8 per cento nel 2008 e del 7,0-9,2 per cento nel 2009. Tra i fattori che dovrebbero esercitare spinte al rialzo sull'inflazione nel 2008 e nel 2009 vi sono gli ulteriori e consistenti adeguamenti delle tariffe del gas e dell'elettricità e l'aumento delle accise, specie sui tabacchi, connesso con l'armonizzazione ai livelli dell'UE; anche il costo del lavoro per unità di prodotto potrebbe continuare a influire in questo senso. Le attuali proiezioni sull'inflazione, pur essendo soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, sono caratterizzate da significative incertezze. In primo luogo, il rallentamento economico potrebbe attenuare le pressioni inflazionistiche, sebbene sussistano notevoli incertezze sulla portata e sul ritmo di tale rallentamento. In secondo luogo, sull'inflazione potrebbero incidere fortemente gli ulteriori potenziali rincari degli alimentari e dell'energia a livello internazionale. In terzo luogo, vi è un notevole rischio che gli aumenti dell'inflazione dovuti a shock occasionali sui prezzi determinino aspettative di inflazione persistentemente elevate, suscettibili di tradursi in un incremento più marcato e prolungato delle retribuzioni e dell'inflazione stessa. Nei prossimi anni inoltre il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico potrebbe verosimilmente influire sull'inflazione, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Lettonia sono ancora inferiori a quelli dell'area dell'euro, ma l'entità di tali ripercussioni è difficile da valutare con esattezza.

La Lettonia non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo

eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il paese ha registrato un pareggio del bilancio pubblico, rispettando abbondantemente il valore di riferimento; per il 2008 la Commissione europea prevede un disavanzo pari all'1,1 per cento del PIL. Il debito pubblico è sceso al 9,7 per cento del PIL nel 2007, ma dovrebbe salire nel 2008, al 10,0 per cento, mantenendosi pertanto nettamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. L'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita è stato quantificato nel programma di convergenza come un disavanzo di bilancio pari all'1 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2006 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti.

La Lettonia partecipa agli AEC II dal 2 maggio 2005, ossia da un periodo superiore ai due anni su cui la BCE effettua la propria valutazione della convergenza. La parità centrale della valuta lettone negli AEC II è rimasta a 0,702804 lat per euro, con una banda di oscillazione standard del  $\pm 15$  per cento. Al momento di aderire agli AEC II, le autorità lettoni hanno assunto l'impegno unilaterale di mantenere il tasso di cambio del lat entro una banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento attorno alla parità centrale con l'euro, senza ulteriori obblighi per la BCE. L'accordo per l'adesione agli AEC II si è basato su precisi impegni assunti dalle autorità nazionali in diverse aree della politica economica. Nel periodo in esame il lat, dopo essersi collocato su un livello superiore di circa l'1 per cento rispetto alla parità centrale degli AEC II, ha raggiunto in due occasioni il limite inferiore della banda di oscillazione unilaterale, a metà febbraio e a settembre del 2007, a fronte di tensioni nei mercati riconducibili agli ampi squilibri macroeconomici. Questi cali sono stati in parte compensati dalla decisione del governo di adottare un piano per contrastare l'inflazione, dagli interventi della banca centrale nel marzo 2007 a sostegno della valuta e da un orientamento più restrittivo

della politica monetaria. Durante quasi tutto il periodo in rassegna il lat ha mostrato una volatilità contenuta, fatta eccezione per i due citati episodi di tensione sui mercati. Al tempo stesso, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi ha raggiunto livelli elevati nel corso del 2007, soprattutto per effetto dell'acuirsi delle pressioni di mercato, per poi ridursi in misura apprezzabile agli inizi del 2008.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale del lat lettone si è portato, sia bilateralmente rispetto all'euro sia in termini effettivi, su livelli in qualche modo superiori alle relative medie storiche a dieci anni. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, il conto corrente e il conto capitale della bilancia dei pagamenti lettone sono stati caratterizzati da un crescente disavanzo complessivo, che è salito dal 4,3 per cento del PIL nel 2000 al 21,3 per cento nel 2006, ed è sceso leggermente al 20,9 per cento nel 2007. Si tratta al momento del disavanzo più elevato fra quelli dei paesi esaminati in questo rapporto. Sebbene gli ingenti disavanzi esterni possano essere in parte determinati dal processo di riassorbimento del divario nello sviluppo di un'economia come quella lettone, disavanzi di questa entità sollevano interrogativi circa la sostenibilità, specie se perdurano per lunghi periodi di tempo. I disavanzi molto cospicui osservati di recente parrebbero altresì ascrivibili a un surriscaldamento dell'economia. Quanto alle fonti di finanziamento, negli ultimi otto anni gli investimenti diretti e di portafoglio hanno costantemente registrato afflussi netti, ammontando al 5,7 per cento del PIL nel 2007. Il fabbisogno finanziario aggiuntivo è stato coperto dagli afflussi molto consistenti per "altri investimenti", principalmente sotto forma di prestiti bancari. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero si è rapidamente deteriorata dal -30,0 per cento del PIL nel 2000 al -79,2 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) il livello medio dei tassi di interesse a lungo termine è stato pari al 5,4 per cento, collocandosi al di sotto del valore di riferimento. Tuttavia, l'aumento del differenziale di interesse a lungo termine fra la Lettonia e l'area dell'euro in tale periodo rispecchia i rischi generati da un'economia in fase di surriscaldamento.

La creazione di un contesto che favorisca una convergenza sostenibile in Lettonia richiede, fra l'altro, l'attuazione di politiche di bilancio sufficientemente restrittive, in grado di ridurre le spinte inflazionistiche indotte dalla domanda e gli squilibri macroeconomici. A riguardo, per attenuare le pressioni provenienti dalla domanda interna rivestono importanza fondamentale il risparmio degli introiti inattesi e il contenimento della spesa. Le politiche salariali del settore pubblico dovrebbero concorrere a una moderata dinamica complessiva delle retribuzioni al fine di preservare la competitività, che dovrebbe essere sostenuta da un ulteriore potenziamento dell'efficienza della spesa pubblica. Occorre inoltre tenere sotto attenta osservazione la dinamica del credito, nonché l'ampio disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e il relativo fabbisogno finanziario. Il mercato del lavoro presenta ancora una serie di problemi strutturali. Sono necessari ulteriori interventi per ovviare agli squilibri fra le qualifiche richieste e quelle offerte dai lavoratori e mobilitare risorse umane. Gli incrementi salariali dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Sarà inoltre importante intensificare ulteriormente la concorrenza sui mercati dei beni e servizi e liberalizzare i settori regolamentati. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a sostenere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione lettone non soddisfa tutti i requisiti per l'indipendenza della banca centrale



e per la sua integrazione nell'Eurosistema dal punto di vista giuridico. La Lettonia è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

#### 4.5 LITUANIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Lituania al 7,4 per cento, un livello notevolmente superiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Lituania l'inflazione al consumo ha segnato un calo costante rispetto ai livelli del 1998, superiori al 5 per cento, fino ad assumere valori negativi nel 2003, per poi aumentare nuovamente e portarsi al 5,8 per cento nel 2007. L'andamento dell'inflazione va considerato alla luce dell'espansione molto vigorosa del PIL in termini reali dal 2001, cui si sono accompagnati negli ultimi anni crescenti segnali di surriscaldamento e squilibri significativi. La sostenuta dinamica economica, insieme ai deflussi netti di manodopera, ha ridotto la disoccupazione ai minimi storici, traducendosi in una marcata accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. I prezzi all'importazione hanno mostrato una certa variabilità nel periodo in esame, soprattutto di riflesso all'evoluzione del tasso di cambio effettivo e dei corsi petroliferi. Se si considerano gli ultimi andamenti, nel 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC si è intensificata notevolmente e ha raggiunto l'11,4 per cento nel marzo 2008. Questo incremento è imputabile principalmente al rincaro dei prodotti alimentari trasformati, dei servizi e dell'energia, sebbene un certo movimento al rialzo sia stato evidenziato anche dalla dinamica dei prezzi di altre componenti. Vi sono indicazioni che la crescita economica, pur se ancora molto sostenuta, ha iniziato a ridursi verso la fine del

2007, specie per effetto di una moderazione della domanda interna.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Lituania dovrebbe collocarsi in un intervallo dell'8,3-10,1 per cento nel 2008 e del 5,8-7,2 per cento nel 2009. I rincari dei prodotti alimentari (trasformati e non trasformati) dovrebbero contribuire sensibilmente all'inflazione complessiva nel 2008. Questi rincari saranno amplificati dall'armonizzazione delle accise su carburanti, tabacchi e alcolici con quelle dell'UE. Sono inoltre attesi ulteriori adeguamenti dei prezzi dell'energia, dato che i prezzi del gas pagati dalle famiglie lituane restano ancora notevolmente inferiori al livello medio dell'area dell'euro. I rischi relativi alle attuali previsioni di inflazione sono orientati verso l'alto. Nonostante i recenti segnali di rallentamento dell'attività economica, la vigorosa espansione del prodotto associata a condizioni tese nel mercato del lavoro comporta il rischio di un'ulteriore accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto e, più in generale, dei prezzi interni. A seguito degli incrementi dei prezzi dei beni energetici e alimentari, delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, le condizioni tese sul mercato del lavoro comportano un rischio notevole di effetti di secondo impatto, suscettibili di tradursi in un aumento più marcato e prolungato delle retribuzioni e dell'inflazione. In una prospettiva di più lungo periodo, è probabile che nei prossimi anni il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione, sebbene in misura difficile da valutare con esattezza.

La Lituania non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il rapporto fra disavanzo di bilancio e PIL è stato pari all'1,2 per cento, un livello ben al di sotto del valore di riferimento; per il 2008 la Commissione europea prevede un aumento all'1,7 per cento. Il debito pubblico si è ridotto al 17,3 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe registrare un ulteriore calo nel 2008, al 17,0 per cento, mantenendosi pertanto nettamente al di sotto del valore di

riferimento del 60 per cento. L'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita è stato quantificato nel programma di convergenza come un disavanzo strutturale inferiore all'1 per cento del PIL da conseguire dopo il 2008. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2006 e nel 2007 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti.

La Lituania partecipa agli AEC II da un periodo superiore ai due anni su cui la BCE effettua la propria valutazione sulla convergenza. Il paese ha aderito al meccanismo di cambio mantenendo il preesistente *currency board* come impegno unilaterale, senza ulteriori obblighi per la BCE. L'accordo per l'adesione agli AEC II si è basato su precisi impegni assunti dalle autorità nazionali in diverse aree della politica economica. Tra aprile 2006 e febbraio 2008 la valuta lituana si è mantenuta stabile alla sua parità centrale di 3,45280 litas per euro. Come previsto dal regime di *currency board*, la Lietuvos bankas ha continuato la sua regolare attività sul mercato dei cambi effettuando operazioni di compravendita di valuta. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è rimasto trascurabile fino ad aprile 2007, portandosi in seguito su livelli relativamente elevati per effetto dell'accresciuta avversione al rischio nei mercati finanziari e dei timori dei mercati circa gli ampi squilibri esterni del paese, per poi tornare a registrare valori moderati agli inizi del 2008.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale del litas lituano si è situato, sia bilateralmente rispetto all'euro sia in termini effettivi, su livelli in qualche modo superiori alle relative medie a dieci anni. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 1998 il disavanzo complessivo registrato dal conto corrente e dal conto capitale della bilancia dei pagamenti si è collocato costantemente su livelli elevati o molto elevati, ammontando all'11,9 per cento del PIL nel 2007. Benché gli ingenti disavanzi esterni possano essere in parte determinati dal

processo di riassorbimento del divario nello sviluppo di un'economia come quella lituana, disavanzi di questa entità sollevano problemi di sostenibilità, specie se perdurano per lunghi periodi di tempo. I disavanzi assai cospicui osservati di recente sembrerebbero altresì ascrivibili a un surriscaldamento dell'economia. Quanto alle fonti di finanziamento, il contributo degli afflussi netti per investimenti diretti al finanziamento del disavanzo esterno della Lituania è aumentato, portandosi a circa il 4,5 per cento del PIL negli ultimi due anni. Il fabbisogno finanziario aggiuntivo è stato coperto in misura crescente dagli afflussi molto ingenti per "altri investimenti", principalmente sotto forma di prestiti bancari. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero si è deteriorata dal -22,3 per cento del PIL nel 1998 al -56,1 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) i tassi di interesse a lungo termine sono stati in media del 4,6 per cento, collocandosi pertanto al di sotto del valore di riferimento del 6,5 per cento fissato per il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse. All'inizio di tale periodo hanno mostrato andamenti sostanzialmente analoghi a quelli dei tassi dell'area dell'euro, ma si sono accresciuti in certa misura a metà del 2007, dopo il manifestarsi delle turbolenze nei mercati finanziari.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza duratura in Lituania richiede, fra l'altro, l'attuazione di politiche di bilancio sufficientemente restrittive, in grado di ridurre il rischio di un accumularsi delle spinte inflazionistiche indotte dalla domanda. A riguardo, per attenuare le pressioni provenienti dalla domanda interna rivestono importanza fondamentale il risparmio degli introiti inattesi e il contenimento della spesa. Nonostante i positivi risultati conseguiti in passato, va ulteriormente rafforzato il quadro istituzionale per le politiche di bilancio, le quali dovrebbero continuare a migliorare l'efficienza della spesa pubblica. Risulta essenziale contenere la crescita salariale nel settore pubblico per contribuire a una moderata dinamica

complessiva delle retribuzioni. Occorre inoltre tenere sotto attenta osservazione l'espansione del credito, nonché l'ampio disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e il relativo fabbisogno finanziario. Il mercato del lavoro presenta ancora una serie di problemi strutturali. Considerati in particolare i deflussi netti di manodopera e le strozzature nell'offerta di lavoro in regioni e settori specifici, sono necessari ulteriori interventi per ovviare agli squilibri fra le qualifiche richieste e quelle offerte e per mobilitare risorse umane. Gli incrementi salariali dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Sarà inoltre importante rafforzare le politiche interne volte a intensificare ulteriormente la concorrenza nei mercati dei beni e servizi e procedere nella liberalizzazione dei settori regolamentati. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

Il 25 aprile 2006 sono stati adottati alcuni emendamenti alla costituzione lituana e alla legge sulla Lietuvos bankas e sono state abrogate altre leggi (la legge sull'emissione di moneta, la legge relativa alla modifica del nome e degli importi delle unità monetarie della Repubblica di Lituania e al loro utilizzo nelle leggi e in altri atti giuridici, la legge sulla moneta e la legge sulla credibilità del litas). A seguito di queste modifiche, il Rapporto sulla convergenza della BCE del maggio 2006 concludeva che la costituzione lituana e la legge sulla Lietuvos bankas erano compatibili con i requisiti del Trattato e dello Statuto relativi alla Terza fase dell'UEM.

#### **4.6 UNGHERIA**

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Ungheria al 7,5 per cento, un livello notevolmente superiore al valore di riferimento

del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe diminuire in certa misura nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Ungheria l'inflazione al consumo ha mostrato una generale tendenza calante fino al 2005, per poi segnare una parziale inversione di riflesso agli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Negli anni fino al 2006 l'andamento dell'inflazione si è inserito in un contesto di vigorosa espansione economica, che fino al 2007 ha registrato costantemente tassi superiori al 4,0 per cento. Il notevole incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (soprattutto agli inizi degli anni duemila) va ascritto alla forte crescita dei redditi per occupato, alimentata a sua volta dagli aumenti dei salari minimi e da una politica delle retribuzioni espansiva nel settore pubblico, con ripercussioni sulla formazione dei salari del settore privato. Negli ultimi anni i prezzi all'importazione hanno evidenziato fluttuazioni considerevoli e le variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette hanno contribuito alla significativa variabilità dell'inflazione nel breve periodo. Se si considerano gli andamenti recenti, l'inflazione ha iniziato a moderarsi nel marzo 2007. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, questo processo di disinflazione si è interrotto a fronte del notevole rincaro dei beni alimentari non trasformati e, nel marzo 2008, l'inflazione al consumo ha raggiunto il 6,7 per cento. Questa recente evoluzione ha avuto luogo nonostante il marcato rallentamento dell'economia.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Ungheria dovrebbe collocarsi in un intervallo del 4,7-6,3 per cento nel 2008 e del 3,4-3,7 per cento nel 2009. Nel complesso, queste previsioni sono soggette a rischi al rialzo, connessi soprattutto a eventuali effetti di secondo impatto sull'inflazione provenienti dai recenti shock sui prezzi dal lato dell'offerta e dalle modifiche dei prezzi amministrati. Su un orizzonte più lungo è probabile che anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o

sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Ungheria risultano ancora inferiori a quelli dell'area dell'euro. È tuttavia difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti sull'inflazione risultanti da tale processo.

L'Ungheria è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il rapporto fra disavanzo di bilancio e PIL è stato pari al 5,5 per cento, un livello ampiamente superiore al valore di riferimento del 3 per cento; stando alle previsioni della Commissione europea dovrebbe diminuire al 4,0 per cento nel 2008. Il debito pubblico è ammontato al 66,0 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe aumentare al 66,5 per cento nel 2008, mantenendosi al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento. L'Ungheria deve impegnarsi in un'ulteriore azione di risanamento per ricondurre il disavanzo al di sotto del valore di riferimento e soddisfare l'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita, che nel programma di convergenza è stato quantificato come un disavanzo di bilancio di circa lo 0,5 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, l'incidenza del disavanzo pubblico sul PIL è stata superiore a quella della spesa per investimenti nel 2006 e nel 2007. Sotto il profilo della sostenibilità dei conti pubblici la situazione del paese pare altamente a rischio.

Nel biennio di riferimento compreso fra il 19 aprile 2006 e il 18 aprile 2008 l'Ungheria non ha partecipato agli AEC II. Prima di introdurre un regime di cambio flessibile il 26 febbraio 2008, la moneta ungherese è stata quotata entro una banda di oscillazione del  $\pm 15$  per cento fissata unilateralmente attorno a una parità centrale di 282,36 fiorini per euro. Fino alla fine di giugno 2006 la valuta ungherese ha subito alcune spinte al ribasso; in seguito, il clima favorevole dei mercati finanziari nei confronti della regione, i programmi di risanamento più credibili dei conti pubblici e un differenziale di interesse positivo rispetto all'area dell'euro piuttosto ampio hanno esercitato alcune pressioni al rialzo sul fiorino

fino a luglio 2007. A causa dell'accresciuta avversione al rischio nei mercati finanziari e del rallentamento dell'economia, il tasso di cambio si è deprezzato portandosi sui livelli osservati nell'aprile 2006, per poi apprezzarsi in qualche misura negli ultimi due mesi del periodo in esame. Nel complesso il fiorino si è per lo più collocato su livelli notevolmente superiori al tasso di cambio medio dell'aprile 2006 e per gran parte dell'arco di tempo considerato ha mostrato una volatilità elevata nei confronti dell'euro. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è ampliato a 4,5 punti percentuali nel dicembre 2006, è diminuito a 2,6 nel dicembre 2007, per poi aumentare a 3,4 nel periodo di tre mesi terminato a marzo 2008.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale del fiorino ungherese si è collocato, in termini effettivi, ben al di sopra della sua media a dieci anni, mentre bilateralmente rispetto all'euro ha superato solo in certa misura la relativa media. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 1998 l'Ungheria ha mostrato costantemente un ampio disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti. Dopo aver registrato un massimo dell'8,1 per cento del PIL nel 2004, il disavanzo è gradualmente rientrato al 3,9 per cento nel 2007, livello minimo dell'ultimo decennio. Quanto alle fonti di finanziamento, nei dieci anni scorsi circa la metà del disavanzo è stata coperta dagli afflussi netti per investimenti diretti, mentre la parte restante dagli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli di debito. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero è diminuita sensibilmente dal -62,9 per cento del PIL nel 2000 al -97,1 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) i tassi di interesse a lungo termine sono stati in media del 6,9 per cento, collocandosi pertanto al di sopra del valore di riferimento del 6,5 per cento fissato per il criterio relativo

alla convergenza dei tassi di interesse. In questo periodo hanno oscillato seguendo una tendenza al rialzo, di riflesso alla perdurante percezione di rischi connessi alla debole espansione economica e all'aumento dell'inflazione.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Ungheria richiede, fra l'altro, l'attuazione di un percorso di risanamento delle finanze pubbliche ambizioso e credibile, teso in particolare a una riduzione durevole della spesa e a un miglioramento tangibile dei risultati di bilancio. È inoltre importante che il paese completi la liberalizzazione nei settori dei servizi su rete e adotti provvedimenti volti a incrementare il tasso di occupazione relativamente basso, ad esempio riducendo l'oneroso cuneo fiscale sul lavoro, evitando salari minimi elevati, accrescendo la mobilità della manodopera e rendendo l'istruzione maggiormente capace di rispondere alla domanda del mercato. Ciò concorrerebbe ad aumentare la crescita potenziale e a contenere le pressioni sulle retribuzioni. Gli incrementi salariali dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione ungherese non soddisfa tutti i requisiti per l'indipendenza della banca centrale e per la sua integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. L'Ungheria è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

#### **4.7 POLONIA**

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Polonia al 3,2 per cento, un livello pari al valore di riferimento stabilito in

conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Polonia l'inflazione al consumo ha mostrato una generale tendenza calante fra il 1998 e il 2003, per poi oscillare attorno a un livello medio del 2,5 per cento. L'andamento dell'inflazione va considerato alla luce dell'espansione relativamente vigorosa del PIL in termini reali. Per la maggior parte del periodo di moderata dinamica salariale tra il 2002 e il 2006 si è osservato un calo del costo del lavoro per unità di prodotto; tuttavia, la crescita delle retribuzioni si è ampliata da allora, rispecchiando condizioni notevolmente più tese sul mercato del lavoro. Per effetto dell'apprezzamento del tasso di cambio, i prezzi all'importazione hanno contribuito alla diminuzione dell'inflazione negli ultimi anni, soprattutto nel 2005. Se si considera l'evoluzione recente, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è aumentato dalla fine del 2006, portandosi al 4,4 per cento nel marzo 2008. Tale aumento è imputabile principalmente al netto rincaro degli alimentari e, in misura minore, al rialzo dei prezzi dell'energia.

In prospettiva, le previsioni più recenti formulate dalla maggior parte delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Polonia dovrebbe collocarsi in un intervallo del 3,6-4,3 per cento nel 2008 e del 3,3-4,2 per cento nel 2009. Se da un lato la robusta domanda interna, le condizioni più tese nel mercato del lavoro e il rincaro degli alimentari dovrebbero concorrere a un incremento dell'inflazione, dall'altro il rialzo dei prezzi in diversi settori potrebbe essere contenuto dalle perduranti spinte al ribasso provenienti dalla concorrenza internazionale. Il recente rafforzamento dello zloty inoltre potrebbe frenare maggiormente i prezzi all'importazione. Le attuali proiezioni sull'inflazione sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati: quelli al rialzo sono connessi soprattutto a un ulteriore inasprimento delle condizioni nel mercato del lavoro e a un orientamento espansivo della politica di

bilancio, mentre quelli al ribasso sono associati, fra l'altro, a un nuovo apprezzamento dello zloty, che potrebbe potenzialmente moderare i prezzi all'importazione. In una prospettiva a più lungo termine, è probabile che anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni. La portata di questi effetti sull'inflazione, nondimeno, è difficile da valutare con esattezza.

La Polonia è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento e termine ultimo per la correzione del deficit, la Polonia ha registrato un rapporto disavanzo/PIL pari al 2,0 per cento, ossia inferiore al valore di riferimento del 3 per cento; stando alle previsioni della Commissione europea dovrebbe aumentare al 2,5 per cento nel 2008. Il debito pubblico è ammontato al 45,2 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe ridursi al 44,5 per cento nel 2008, rimanendo pertanto al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. La Polonia deve impegnarsi in un'ulteriore azione di risanamento per mantenere il disavanzo al di sotto del valore di riferimento e per soddisfare l'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita, che nel programma di convergenza è stato quantificato come un disavanzo dell'1 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee, da conseguire dopo il 2010. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2006 e nel 2007 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti.

Nel biennio di riferimento compreso fra il 19 aprile 2006 e il 18 aprile 2008 la Polonia non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. In tale periodo, lo zloty ha subito alcune pressioni al ribasso fino alla fine di giugno 2006. In seguito, ha evidenziato un costante rafforzamento nei confronti dell'euro, sulla scorta delle solide variabili economiche fondamentali, quali l'espansione economica vigorosa, gli squilibri esterni contenuti e la robusta dinamica delle

esportazioni. Nel complesso lo zloty si è collocato per lo più su livelli nettamente superiori al tasso di cambio medio dell'aprile 2006 e, per la maggior parte del periodo in esame, ha mostrato nei confronti dell'euro una volatilità relativamente elevata. Al tempo stesso, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è sensibilmente ridotto nel corso del 2006, oscillando su livelli modesti, per poi ampliarsi lievemente alla fine del periodo di riferimento.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale dello zloty polacco si è collocato, in termini effettivi, ben al di sopra della sua media storica a dieci anni, mentre bilateralmente rispetto all'euro ha superato solo in certa misura la relativa media. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 1998 la Polonia ha registrato sistematicamente un disavanzo complessivo, talvolta ampio, del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti. Dopo aver raggiunto un massimo nel 1999, pari al 7,4 per cento del PIL, il disavanzo è sceso costantemente, raggiungendo lo 0,9 per cento nel 2005, per poi ampliarsi nuovamente nel 2007, al 2,6 per cento. Quanto alle fonti di finanziamento, dal 2000 gli afflussi netti per investimenti diretti hanno in media quasi interamente coperto il disavanzo esterno. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero è diminuita gradualmente dal -24,4 per cento del PIL nel 1998 al -44,6 per cento nel 2006.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) i tassi di interesse a lungo termine sono stati in media del 5,7 per cento, collocandosi pertanto al di sotto del valore di riferimento fissato per il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse. Negli ultimi anni i tassi di interesse a lungo termine in Polonia e il relativo differenziale con i rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro sono nell'insieme diminuiti. Più di recente tuttavia hanno mostrato una tendenza al rialzo, di riflesso al peggioramento delle prospettive

per l'inflazione e al connesso inasprimento della politica monetaria.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Polonia richiede, fra l'altro, l'attuazione di un percorso di risanamento delle finanze pubbliche credibile e durevole. Se da un lato la politica di bilancio dovrebbe continuare a sostenere la creazione di posti di lavoro tramite un adeguamento dei regimi tributari, previdenziali e assistenziali, dall'altro deve far sì che la riduzione dell'imposizione sia accompagnata da un contenimento della spesa pubblica, il quale deve derivare, fra l'altro, da una maggiore efficienza della spesa stessa. Risulta parimenti importante che la Polonia prosegua nella ristrutturazione dell'economia, acceleri il processo di privatizzazione e intensifichi ulteriormente la concorrenza nei mercati dei beni e servizi. Inoltre, per il conseguimento di una crescita robusta e la stabilità dei prezzi è fondamentale attuare misure tese a migliorare il funzionamento del mercato del lavoro e ad aumentare il tasso di partecipazione, attualmente modesto. In particolare, le riforme di questo mercato dovrebbero essere orientate verso una maggiore differenziazione salariale, una riduzione del cuneo fiscale e degli squilibri tra le qualifiche professionali richieste e quelle offerte e un'erogazione più mirata delle prestazioni sociali. Gli incrementi salariali dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione polacca non soddisfa i requisiti per l'indipendenza della banca centrale e per la sua integrazione nell'Eurosistema dal punto di vista giuridico. La Polonia è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

#### 4.8 ROMANIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Romania al 5,9 per cento, un livello ampiamente superiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato, e secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Romania l'inflazione al consumo ha mostrato una chiara tendenza calante, anche se rispetto a un livello iniziale estremamente elevato. Il processo di disinflazione si è inserito nel contesto di una vigorosa espansione del PIL in termini reali, collocatasi al di sopra del 5,0 per cento quasi ogni anno a partire dal 2001. L'inflazione è diminuita a fronte di una crescita molto sostenuta dei redditi per occupato, la quale è risultata superiore al 20 per cento in diversi anni. Fra il 2005 e la metà del 2007 gli andamenti dei prezzi all'importazione hanno favorito il processo di disinflazione grazie al marcato rafforzamento del leu rumeno nei confronti dell'euro. Considerando l'evoluzione recente, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è aumentato da circa il 4 per cento tra gennaio e luglio 2007, all'8,7 per cento di marzo 2008. Il netto rincaro dei beni alimentari, l'aumento dei prezzi all'importazione – risultante dal deprezzamento del leu dalla metà del 2007 e dal rincaro delle materie prime sui mercati internazionali – e la dinamica vigorosa del PIL in termini reali alimentata da una domanda interna in piena espansione hanno intensificato ulteriormente le recenti pressioni inflazionistiche. Nel 2007 il tasso di incremento dei redditi per occupato ha raggiunto il 20,2 per cento sul periodo corrispondente, superando di gran lunga quello della produttività del lavoro e determinando dunque una significativa accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che

l'inflazione in Romania dovrebbe collocarsi in un intervallo del 7,0-7,6 per cento nel 2008 e del 4,8-5,1 per cento nel 2009. Nel complesso, i rischi relativi a queste previsioni sono orientati verso l'alto e riguardano soprattutto gli eventuali effetti di secondo impatto sull'inflazione provenienti dai recenti shock sui prezzi dal lato dell'offerta e dalle modifiche dei prezzi amministrati, nonché le incertezze sull'evoluzione della politica di bilancio. In una prospettiva a più lungo termine, è probabile che anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Romania risultano ancora sensibilmente inferiori a quelli dell'area dell'euro. È tuttavia difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti sull'inflazione risultanti da tale processo.

La Romania non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il rapporto fra disavanzo di bilancio e PIL si è situato al 2,5 per cento, risultando inferiore al valore di riferimento del 3 per cento; per il 2008 la Commissione europea prevede un incremento al 2,9 per cento. Il debito pubblico è ammontato al 13,0 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe salire al 13,6 per cento nel 2008, mantenendosi pertanto nettamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. La Romania deve impegnarsi in un'ulteriore azione di risanamento dei conti pubblici per mantenere il disavanzo al di sotto del valore di riferimento e per soddisfare l'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita, che nel programma di convergenza è stato quantificato come un disavanzo di circa lo 0,9 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2006 e nel 2007 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti.

Nel periodo tra il 1° gennaio 2007, data di adesione all'UE, e il 18 aprile 2008 la Romania non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. Nel biennio di

riferimento (19 aprile 2006 - 18 aprile 2008) il leu rumeno è stato esposto ad alcune pressioni al ribasso fino alla metà di luglio 2006, per poi rafforzarsi sensibilmente nei confronti dell'euro. Dall'agosto 2007 il tasso di cambio ha segnato un marcato deprezzamento a fronte dell'accrescersi sia dell'avversione al rischio nei mercati finanziari internazionali per l'emergere di turbolenze, sia dei timori circa l'aumento del disavanzo del conto corrente e dell'inflazione. Nell'insieme, per quasi tutto il periodo di riferimento la valuta rumena si è collocata su livelli decisamente superiori al tasso di cambio medio con l'euro dell'aprile 2006 a fronte di una volatilità relativamente elevata. Al tempo stesso, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è sceso a poco più di 2 punti percentuali alla fine del 2007, per poi salire a 5,1 punti percentuali nel periodo di tre mesi terminato a marzo 2008.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale del leu rumeno si è collocato, in termini effettivi, ben al di sopra della sua media a dieci anni, mentre bilateralmente rispetto all'euro ha superato solo in certa misura la relativa media. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 2002 il disavanzo complessivo registrato dal conto corrente e dal conto capitale della bilancia dei pagamenti si è progressivamente accresciuto, raggiungendo il 13,5 per cento del PIL nel 2007. Benché gli ingenti disavanzi esterni possano essere in parte determinati dal processo di riassorbimento del divario nello sviluppo di un'economia come quella rumena, disavanzi di questa entità sollevano problemi di sostenibilità, specie se perdurano nel tempo. I disavanzi molto cospicui registrati di recente sembrerebbero altresì ascrivibili a un surriscaldamento dell'economia. Quanto alle fonti di finanziamento, fino al 2006 il disavanzo esterno è stato quasi interamente coperto dagli afflussi netti in investimenti diretti. Di recente tuttavia una quota sempre maggiore del disavanzo è stata finanziata dagli afflussi



netti per “altri investimenti” sotto forma di indebitamento esterno con i settori bancario e non bancario. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero è diminuita dal -19,3 per cento del PIL nel 1998 al -46,6% per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) i tassi di interesse a lungo termine sono stati in media pari al 7,1 per cento, collocandosi pertanto al di sopra del valore di riferimento fissato per il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Romania richiede, fra l'altro, l'attuazione di un percorso di risanamento delle finanze pubbliche credibile e durevole. Ciò contribuirebbe a ridurre le pressioni inflazionistiche indotte dalla domanda e gli squilibri macroeconomici. I problemi del quadro istituzionale nazionale per le politiche fiscali derivano dal ricorso a correzioni di bilancio per finanziare spese aggiuntive in conto corrente mediante voci non utilizzate in conto capitale, il che solleva timori quanto al rigore con cui viene eseguito il bilancio. Occorre inoltre tenere sotto attenta osservazione la dinamica del credito, nonché l'ampio disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e il relativo fabbisogno finanziario. Per quanto riguarda i mercati dei beni e servizi, andrebbero compiuti sforzi per completare la liberalizzazione dei settori dei servizi su rete e potenziare in misura significativa l'efficienza energetica. Riveste inoltre la massima importanza migliorare le condizioni dell'offerta di lavoro, poiché una carenza sempre più grave di manodopera mette a repentaglio sia il buon esito del processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico, sia i traguardi già conseguiti sul fronte della disinflazione. Se da un lato la creazione di posti di lavoro deve essere sostenuta da adeguamenti dei regimi tributari, previdenziali e assistenziali, dall'altro occorre assicurare che la riduzione dell'imposizione sia accompagnata da un contenimento della spesa pubblica, il quale deve risultare, fra l'altro, da una maggiore efficienza della spesa stessa. Le

misure atte a promuovere l'offerta di lavoro sotto il profilo sia quantitativo che qualitativo dovrebbero contemplare l'adattamento del sistema di istruzione alle esigenze del mercato, lo sviluppo di programmi di formazione per la popolazione rurale, nonché l'introduzione di maggiore flessibilità nei contratti di lavoro e di incentivi più efficaci alla mobilità regionale. Gli incrementi salariali inoltre dovrebbero riflettere la crescita della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. Il contenimento salariale nel settore pubblico è un fattore importante per una moderata dinamica complessiva delle retribuzioni. Queste misure, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

La legislazione rumena non soddisfa tutti i requisiti per l'indipendenza della banca centrale e per la sua integrazione nell'Eurosistema dal punto di vista giuridico. La Romania è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato.

#### 4.9 SLOVACCHIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Slovacchia al 2,2 per cento, un livello ben inferiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato; tuttavia, secondo i dati più recenti dovrebbe aumentare nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Slovacchia l'inflazione al consumo è stata caratterizzata da variabilità e ha raggiunto talvolta livelli elevati, registrando in media il 6,5 per cento su base annua dal 1998. L'andamento dell'inflazione va considerato alla luce della sostenuta e crescente espansione del PIL in termini reali negli ultimi anni. Il

dinamismo della domanda, associato alle precedenti riforme strutturali, ha determinato un miglioramento del mercato del lavoro, ma il tasso di disoccupazione in Slovacchia resta il più alto dell'UE. Sebbene la crescita dei redditi per occupato si sia sempre mantenuta al di sopra di quella della produttività del lavoro, dal 2005 il differenziale si è gradualmente assottigliato soprattutto per effetto della maggiore espansione della seconda variabile. Di conseguenza, il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è calato risultando inferiore al tasso di inflazione nel 2006 e nel 2007. Negli ultimi anni un fattore di freno all'aumento dei prezzi è stata soprattutto la tendenza ad apprezzarsi del tasso di cambio della corona slovacca. Le valutazioni disponibili suggeriscono che il rafforzamento della corona ha ridotto l'inflazione negli anni scorsi<sup>1 2</sup>. Nel 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC ha dapprima segnato un'ampia flessione, grazie alla dinamica moderata dei prezzi interni dell'energia, ma è tornata ad aumentare nel prosieguo dell'anno – di riflesso soprattutto al rincaro di alimentari, energia e servizi a fronte di spinte inflazionistiche mondiali, ma anche interne – raggiungendo nel marzo 2008 un livello del 3,6 per cento.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Slovacchia dovrebbe collocarsi in un intervallo del 3,2-3,8 per cento nel 2008 e del 2,8-3,8 per cento nel 2009<sup>3</sup> e, stando a queste previsioni, è probabile che in media aumenti sensibilmente nel 2008 per attestarsi su un livello comparabile nel 2009. Considerati gli attuali andamenti nei mercati internazionali dell'energia e degli alimentari, nonché il perdurare di una crescita vigorosa della domanda interna e le condizioni più tese sul mercato del lavoro, i rischi per queste previsioni sono nel complesso orientati al rialzo.

Di fatto, potrebbero verosimilmente venire meno diversi fattori all'origine del temporaneo rientro dell'inflazione osservato in passato. Fra questi, innanzitutto, il rafforzamento della corona slovacca che nei periodi scorsi ha frenato l'inflazione. Se tale rafforzamento

cesserà di esercitare un effetto di moderazione sui prezzi all'importazione, le spinte inflazionistiche potrebbero intensificarsi in futuro. Secondariamente, le condizioni tese e l'emergere di strozzature nel mercato del lavoro comportano un rischio in termini di accelerazione dei salari<sup>4</sup>. Infine, un rischio al rialzo per le proiezioni di inflazione risulta dai corsi dei beni energetici, il cui recente rincaro a livello internazionale non si è ancora interamente trasmesso ai prezzi al consumo, compresi quelli amministrati. Il rincaro dell'energia potrebbe altresì indurre effetti di secondo impatto sui salari o ripercuotersi indirettamente su altri prezzi, specie se la dinamica della domanda interna rimarrà vivace. In una prospettiva a più lungo termine, è probabile che anche il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione nei prossimi anni, sebbene in misura difficile da valutare con esattezza. Il vigore della corona slovacca, in termini nominali, sembra riflettere una tendenza di fondo all'apprezzamento in termini reali che, una volta adottato l'euro, potrebbe verosimilmente manifestarsi in un livello più alto di inflazione.

La Slovacchia è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento e termine ultimo per la correzione del deficit, la Slovacchia ha registrato un rapporto disavanzo/PIL pari al 2,2 per cento,

- 1 Secondo le stime della Národná banka Slovenska la traslazione delle variazioni del tasso di cambio è pari a un coefficiente di circa 0,1-0,2, ovvero un apprezzamento dell'1 per cento rispetto all'euro riduce l'inflazione in due anni di 0,1-0,2 punti percentuali. Sulla base di tale stima della traslazione, l'inflazione misurata sullo IAPC sarebbe stata superiore di 0,3-0,5 punti percentuali alla fine del 2007 senza l'effetto di un apprezzamento del cambio del 3-4 per cento (cfr. Národná banka Slovenska, Banking Journal Biatic, vol. 15, novembre 2007).
- 2 Le stime di altre fonti disponibili suggeriscono che l'effetto al ribasso dell'apprezzamento sull'inflazione possa essere stato prossimo a 1 punto percentuale nel 2007. Nondimeno, tutte le stime dell'impatto del tasso di cambio sull'inflazione sono circondate da notevole incertezza.
- 3 Nel caso della Slovacchia il differenziale tra l'inflazione misurata sull'IPC e quella calcolata sullo IAPC è stato relativamente ampio nel 2007.
- 4 Tuttavia, tra il governo slovacco, i datori di lavoro e i sindacati è stato siglato un accordo finalizzato ad agganciare la dinamica salariale alla crescita della produttività.

ossia inferiore al valore di riferimento del 3 per cento; stando alle previsioni della Commissione europea dovrebbe diminuire al 2,0 per cento nel 2008. Il debito pubblico è sceso al 29,4 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe ridursi lievemente al 29,2 per cento nel 2008, restando pertanto ben al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. La Slovacchia deve impegnarsi in un'ulteriore azione di risanamento per soddisfare l'obiettivo a medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita, che nel programma di convergenza è stato quantificato come un disavanzo di bilancio pari allo 0,8 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee, da conseguire entro il 2010. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2006 e nel 2007 l'incidenza del disavanzo sul PIL è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti.

La Slovacchia partecipa agli AEC II da un periodo superiore ai due anni su cui la BCE effettua la propria valutazione sulla convergenza. L'accordo per la partecipazione agli AEC II si è basato su una serie di impegni assunti dalle autorità nazionali. La parità centrale degli AEC II è stata fissata inizialmente a 38,4550 corone per euro, con una banda di oscillazione standard del  $\pm 15$  per cento. Nel periodo di riferimento la valuta slovacca ha mostrato una relativa volatilità nei confronti dell'euro. Tra aprile e luglio 2006 ha subito temporanee pressioni al ribasso, venendo quotata per qualche tempo lievemente al di sotto della parità centrale degli AEC II. Dalla metà del 2006 la corona si è rafforzata sensibilmente, riflettendo la solidità delle variabili economiche di fondo, e la parità centrale è stata rivalutata dell'8,5 per cento a 35,4424 corone per euro con effetto dal 19 marzo 2007. In seguito ha oscillato costantemente su livelli superiori alla nuova parità, con uno scarto positivo massimo dell'8,9 per cento. Nell'insieme, il periodo di partecipazione agli AEC II è stato caratterizzato da un graduale rafforzamento della corona nei confronti dell'euro. Ciò rende più difficile analizzare in che modo l'economia slovacca potrebbe operare dopo la fissazione irrevocabile del tasso di cambio. Il differenziale fra i tassi

di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è ridotto nel corso del 2007, portandosi a -0,2 punti percentuali nel periodo di tre mesi terminato a marzo 2008.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale della corona slovacca si è situato, sia bilateralmente rispetto all'euro sia in termini effettivi, ben al di sopra delle relative medie storiche a dieci anni. Tuttavia, un processo di convergenza economica reale rende complessa qualsiasi valutazione degli andamenti storici del tasso di cambio reale. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 1998 la Slovacchia ha registrato costantemente un disavanzo complessivo, talvolta ampio, del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti. Dopo aver raggiunto un livello massimo nel 2005, dell'8,5 per cento del PIL, il disavanzo si è ridotto nel 2007, al 4,7 per cento. Quanto alle fonti di finanziamento, dal 2000 gli afflussi netti per investimenti diretti, che spesso hanno superato il 5 per cento del PIL, hanno quasi interamente coperto il disavanzo complessivo. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero è diminuita dal -22,9 per cento del PIL nel 1999 al -53,2 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) il livello medio dei tassi di interesse a lungo termine è stato del 4,5 per cento, collocandosi ben al di sotto del valore di riferimento del 6,5 per cento fissato per il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse. Nello stesso periodo hanno mostrato una dinamica essenzialmente analoga a quella dei corrispondenti tassi a lungo termine dell'area dell'euro.

In sintesi, sebbene in Slovacchia il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si collochi attualmente ben al di sotto del valore di riferimento, desta notevoli timori la sostenibilità della convergenza dell'inflazione.

La creazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Slovacchia richiede, fra l'altro, l'attuazione di un percorso di risanamento delle finanze pubbliche credibile e durevole. Ciò contribuirebbe a ridurre il rischio

di un accumularsi di spinte inflazionistiche indotte dalla domanda e di pressioni sul conto corrente, nonché a salvaguardare il processo di riforma dei conti pubblici e l'attuale slancio positivo dell'economia. Nonostante la sostenuta crescita economica della Slovacchia, il piano di risanamento per il 2008, presentato nel programma di convergenza, non è sufficientemente ambizioso. Per il 2008 non soddisfa il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL previsto per il risanamento strutturale annuo dal Patto di stabilità e crescita, benché nel 2007 siano stati realizzati notevoli progressi. Per conseguire gli obiettivi di bilancio sarà necessario applicare rigorose misure dal lato della spesa; sarebbe inoltre utile rendere maggiormente vincolanti i massimali di spesa a medio termine dell'amministrazione centrale. Sul fronte delle politiche strutturali, è fondamentale che il paese migliori il funzionamento del mercato del lavoro, caratterizzato da un livello persistentemente elevato di disoccupazione strutturale, da squilibri tra le qualifiche professionali richieste e quelle offerte e da un grado insufficiente di mobilità dei lavoratori. È inoltre necessario che la crescita salariale, collocatasi negli ultimi anni tra il 7 e il 10 per cento l'anno, continui a riflettere le variazioni dell'espansione della produttività del lavoro, le condizioni in questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti. La Slovacchia dovrà peraltro riprendere gli interventi di liberalizzazione dell'economia e intensificare ulteriormente la concorrenza sui mercati dei beni e servizi, in particolare nel settore dell'energia. Queste misure, insieme a politiche macroeconomiche orientate alla stabilità, contribuiranno a realizzare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la competitività e la crescita dell'occupazione.

A seguito dei recenti emendamenti apportati dalla legge di modifica, lo statuto della Národná banka Slovenska soddisfa gli obblighi previsti dal Trattato e dallo Statuto per la Terza fase dell'UEM.

La normativa sui sistemi di pagamento è attualmente oggetto di modifiche presentate in

un disegno di legge del governo. Presupponendo che il disegno di legge sia adottato nella sua formulazione corrente, che tiene conto del parere della BCE CON/2008/18<sup>5</sup>, e che entri in vigore tempestivamente, la legislazione slovacca in materia sarà compatibile con i requisiti stabiliti dal Trattato e dallo Statuto per la Terza fase dell'UEM.

#### 4.10 SVEZIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2007 e marzo 2008, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Svezia al 2,0 per cento, un livello ampiamente inferiore al valore di riferimento del 3,2 per cento stabilito in conformità del Trattato; tuttavia, secondo dati più recenti dovrebbe aumentare nei prossimi mesi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Svezia l'inflazione armonizzata è stata generalmente contenuta, pur avendo occasionalmente risentito di fattori temporanei. Il profilo dell'inflazione negli ultimi dieci anni si inserisce sullo sfondo di una crescita del PIL in termini reali che è stata in media molto vigorosa. Le condizioni sul mercato del lavoro tuttavia sono rimaste relativamente deboli fino al 2006, migliorando solo più di recente grazie ad alcune riforme attuate in questo mercato. I moderati incrementi salariali e il netto aumento della produttività del lavoro hanno contenuto la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto fino al 2007, quando quest'ultima ha iniziato ad ampliarsi considerevolmente. Alla stabilità dei prezzi ha contribuito la dinamica dei prezzi all'importazione, eccetto nei periodi 2000-2001 e 2005-2006, quando questi sono aumentati rapidamente per effetto dell'evoluzione del tasso di cambio e dei corsi petroliferi. Se si considerano gli ultimi andamenti, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha oscillato intorno all'1,5 per cento nella prima

<sup>5</sup> Parere della BCE CON/2008/18, del 25 aprile 2008, richiesto dalla Národná banka Slovenska in merito a un progetto di modifica della legge n. 510/2002 coll. sui sistemi di pagamento e alle modifiche ad alcune leggi.

metà del 2007 e ha poi iniziato ad aumentare, raggiungendo il 3,2 per cento nel marzo 2008. Il recente rialzo dell'inflazione è riconducibile per lo più al marcato rincaro degli alimentari e dell'energia e alle crescenti pressioni sui costi.

In prospettiva, le previsioni più recenti delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione in Svezia dovrebbe collocarsi in un intervallo del 2,4-3,1 per cento nel 2008 e dell'1,9-2,6 nel 2009. L'ulteriore attesa accelerazione dei prezzi, riflessa altresì dalle maggiori aspettative di inflazione, origina principalmente dal persistere di forti vincoli di capacità produttiva e dai rincari dei beni alimentari ed energetici. A fronte dei recenti accordi salariali e dell'attuale carenza di manodopera in determinati settori, le retribuzioni dovrebbero essere soggette a pressioni al rialzo aggiuntive. Al tempo stesso, l'atteso rallentamento del PIL implicherà una graduale diminuzione dell'utilizzo delle risorse. Le prospettive di inflazione sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati: quelli al rialzo sono connessi soprattutto a incrementi salariali maggiori del previsto e a ulteriori rincari del petrolio, mentre quelli al ribasso sono legati a un indebolimento della domanda più accentuato di quanto atteso. In un'ottica di più lungo periodo, il livello dei prezzi in Svezia è ancora relativamente elevato rispetto alla media dell'area dell'euro e ciò suggerisce che potrebbe essere soggetto a pressioni al ribasso per effetto di una maggiore integrazione commerciale e di un'accresciuta concorrenza.

La Svezia non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2007, anno di riferimento, il paese ha registrato un avanzo del bilancio pubblico pari al 3,5 per cento del PIL, rispettando abbondantemente il valore di riferimento; stando alle previsioni della Commissione europea dovrebbe diminuire al 2,7 per cento nel 2008. Il debito pubblico è sceso al 40,6 per cento del PIL nel 2007 e dovrebbe contrarsi ulteriormente nel 2008, al 35,5 per cento, mantenendosi pertanto al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Nel programma di convergenza, l'obiettivo a

medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita è stato quantificato come un avanzo dell'1 per cento del PIL, in termini corretti per il ciclo e al netto delle misure temporanee.

Nel biennio di riferimento compreso fra il 19 aprile 2006 e il 18 aprile 2008 la Svezia non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. In questo periodo la corona svedese si è gradualmente rafforzata nei confronti dell'euro fino alla metà di dicembre 2006, sostenuta dalla vigorosa espansione economica e da una solida posizione sull'estero. Dagli inizi del 2007 i deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio e, successivamente, le tensioni sui mercati finanziari internazionali potrebbero aver alimentato spinte al ribasso sulla corona. Nell'insieme, quest'ultima si è spesso collocata su livelli significativamente superiori al tasso di cambio medio dell'aprile 2006 e, nell'arco di tempo considerato, ha mostrato una volatilità relativamente alta nei confronti dell'euro. Al tempo stesso, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è risultato modesto: dopo essere oscillato intorno a -0,5 punti percentuali fino al termine del 2007, si è gradualmente ridotto verso la fine del periodo in rassegna.

Nel marzo 2008 il tasso di cambio reale della corona svedese si è situato, sia bilateralmente rispetto all'euro sia in termini effettivi, su livelli prossimi alle relative medie storiche a dieci anni. Per quanto riguarda l'evoluzione di altri indicatori di equilibrio esterno, dal 1998 la Svezia ha mostrato quasi sempre un ampio avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti, pari al 7,2 per cento del PIL nel 2007. Quanto alle fonti di finanziamento, a questi avanzi hanno fatto riscontro deflussi per investimenti diretti e di portafoglio di entità comparabile. In tale contesto, la posizione patrimoniale netta sull'estero è gradualmente migliorata, dal -36,5 per cento del PIL nel 1998 al -6,7 per cento nel 2007.

Nel periodo di riferimento (aprile 2007 - marzo 2008) i tassi di interesse a lungo termine sono

stati in media del 4,2 per cento, collocandosi pertanto ben al di sotto del valore di riferimento fissato per il criterio relativo alla convergenza dei tassi di interesse. Dalla metà del 2005 il differenziale fra i tassi di interesse a lungo termine svedesi e i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro è stato negativo, risultando pari a circa -0,1 punti percentuali agli inizi del 2008; l'evoluzione è ascrivibile al risanamento dei conti pubblici e, nel complesso, alle spinte inflazionistiche relativamente contenute.

Il mantenimento di un contesto atto a favorire una convergenza durevole in Svezia richiede, fra l'altro, la conduzione di solide politiche di bilancio nel medio termine. Benché il paese abbia conseguito un'elevata solidità delle finanze pubbliche, è importante che continui a ridurre il rapporto fra imposte sul reddito e PIL. È inoltre essenziale sia rafforzare le politiche interne volte a potenziare la concorrenza nei mercati dei beni e servizi, tenuto conto del livello dei prezzi relativamente elevato, sia diminuire gli oneri amministrativi. Sebbene le recenti riforme attuate nel mercato del lavoro abbiano costituito un importante passo avanti verso una maggiore incentivazione dell'offerta di lavoro e un miglioramento del funzionamento del mercato stesso, sono necessarie ulteriori

iniziative, soprattutto nell'ambito dei regimi tributari, previdenziali e assistenziali. Queste riforme strutturali, insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità, contribuiranno a preservare un contesto atto a favorire la stabilità dei prezzi su base duratura, nonché a promuovere la flessibilità del sistema economico e la crescita dell'occupazione. Le parti sociali dovranno contribuire al perseguimento di tali obiettivi facendo in modo che gli incrementi salariali riflettano la crescita della produttività del lavoro, le condizioni su questo mercato e gli sviluppi nei paesi concorrenti.

La legislazione svedese non soddisfa tutti i requisiti per l'indipendenza della banca centrale e per la sua integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. La Svezia è uno Stato membro con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere a tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 109 del Trattato. La BCE osserva che, ai sensi del Trattato, la Svezia è tenuta fin dal 1° giugno 1998 ad adottare disposizioni normative nazionali per l'integrazione nell'Eurosistema e che nel corso degli anni le autorità svedesi non hanno varato alcun provvedimento legislativo volto a sanare le incompatibilità descritte nel presente rapporto e in quelli pubblicati in precedenza.



ISSN 1725-9339



9 771725 1933003