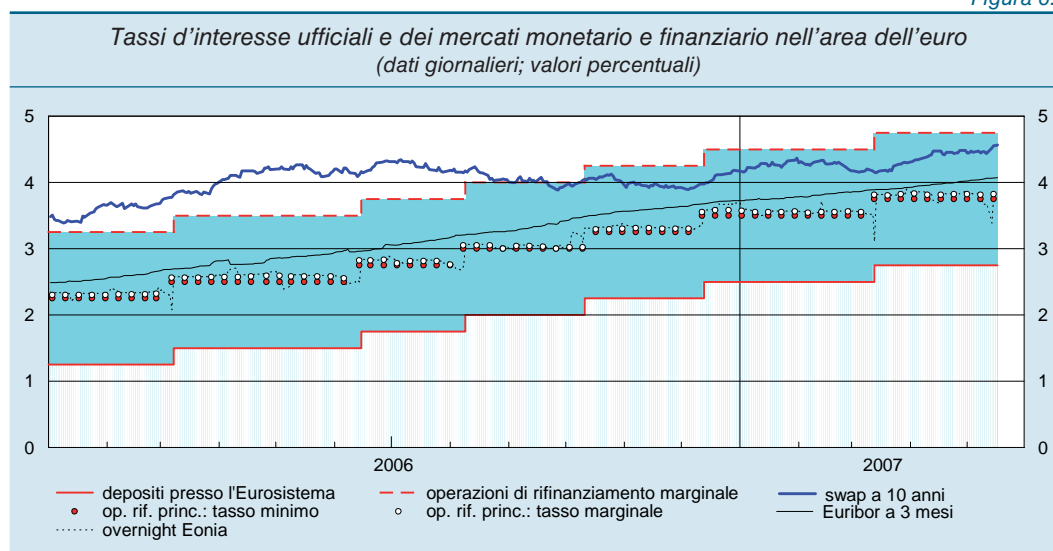


6. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nel corso del 2006 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha progressivamente ridotto il grado di accomodamento delle condizioni monetarie, rispetto al livello molto espansivo della fine del 2005. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato aumentato in cinque occasioni, di 25 punti base ciascuna; a fine anno, ha raggiunto il 3,5 per cento (fig. 6.1).

Figura 6.1



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

L'adeguamento delle condizioni monetarie ha fatto seguito a un triennio in cui i tassi d'interesse a breve termine erano rimasti su valori pressoché nulli in termini reali. Le decisioni del Consiglio direttivo hanno risposto all'esigenza di contrastare i rischi al rialzo sui prezzi e di mantenere stabili le aspettative di inflazione nel medio periodo, in presenza di una vivace dinamica dei corsi dei beni energetici nella prima metà dell'anno, di una progressiva ripresa dell'attività economica, favorita sia dal rafforzamento della domanda interna sia dalla forte crescita dell'economia mondiale, e di una dinamica assai sostenuta della moneta e del credito, che indicava condizioni di liquidità molto espansive.

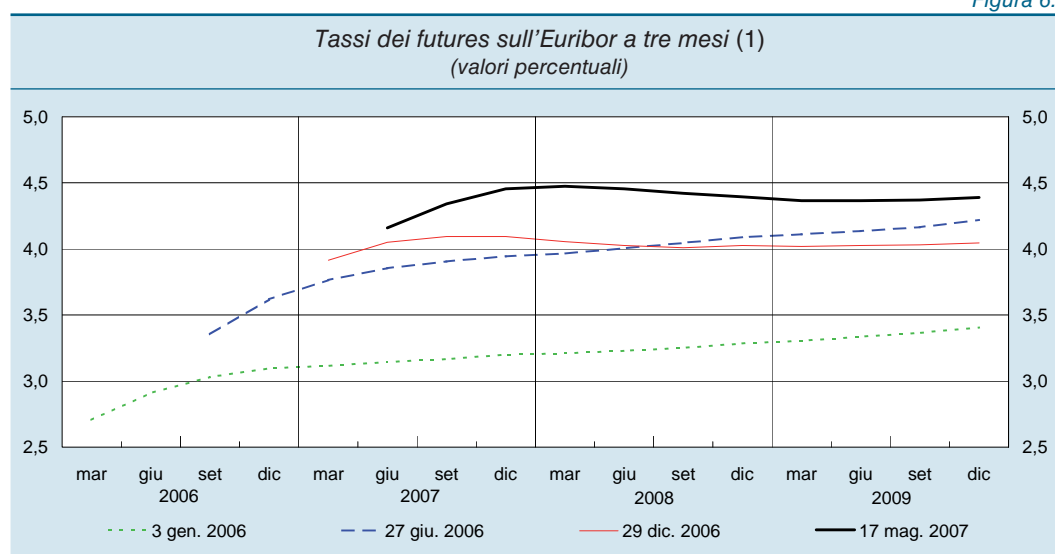
Nel marzo del 2007, in concomitanza con segnali di un ulteriore miglioramento delle prospettive di crescita, il Consiglio direttivo ha aumentato nuovamente il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento.

I tassi d'interesse e il cambio dell'euro

I tassi d'interesse a breve termine. – Nel corso dell'anno gli indicatori congiunturali hanno confermato il procedere della ripresa e avvalorato lo scenario di rafforzamento dell'attività economica. Le previsioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE sono state riviste verso l'alto. Fino ad agosto il tasso di inflazione si è mantenuto al di sopra del 2 per cento, riflettendo l'aumento dei corsi petroliferi; permaneva il rischio di un'ulteriore accelerazione dei prezzi al consumo, qualora i rincari del greggio si fossero riverberati sulla dinamica dei salari e degli altri prezzi, in una fase di miglioramento della dinamica dell'occupazione.

A partire dall'autunno, l'apprezzamento dell'euro e la flessione delle quotazioni del petrolio hanno favorito la diminuzione dell'inflazione al di sotto del 2 per cento.

Figura 6.2



Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures (intorno al quindicesimo giorno del mese) a cui si riferiscono i rendimenti.

La struttura a termine dei rendimenti a breve ha riflesso l'evoluzione delle aspettative sui tassi ufficiali. Dall'inizio dell'anno, essa ha assunto una pendenza positiva e si è spostata verso l'alto in misura marcata, incorporando le prospettive di un graduale adeguamento delle condizioni monetarie al miglioramento congiunturale e alle pressioni sui prezzi (fig. 6.2). Tra gennaio e dicembre i tassi d'interesse a tre mesi sono aumentati di 1,2 punti percentuali, portandosi al 3,7 per cento.

Nel corso dell'anno il Consiglio direttivo della BCE ha più volte indicato che la politica monetaria continuava a essere espansiva e che, se le prospettive di crescita e di inflazione fossero state confermate dai dati, il proseguimento della rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria sarebbe stato necessario.

La comunicazione al pubblico, da parte delle banche centrali, dei propri obiettivi, del modo di raggiungerli e delle valutazioni sull'andamento della congiuntura ha assunto un ruolo sempre più importante nella conduzione della politica monetaria. Pressoché tutte le banche centrali adottano una definizione esplicita degli obiettivi finali, comunicano al pubblico le loro analisi in modo dettagliato e pubblicano periodicamente le loro previsioni macroeconomiche. In particolare la BCE ha un obiettivo primario di stabilità dei prezzi, definito come un tasso di inflazione al di sotto ma prossimo al 2 per

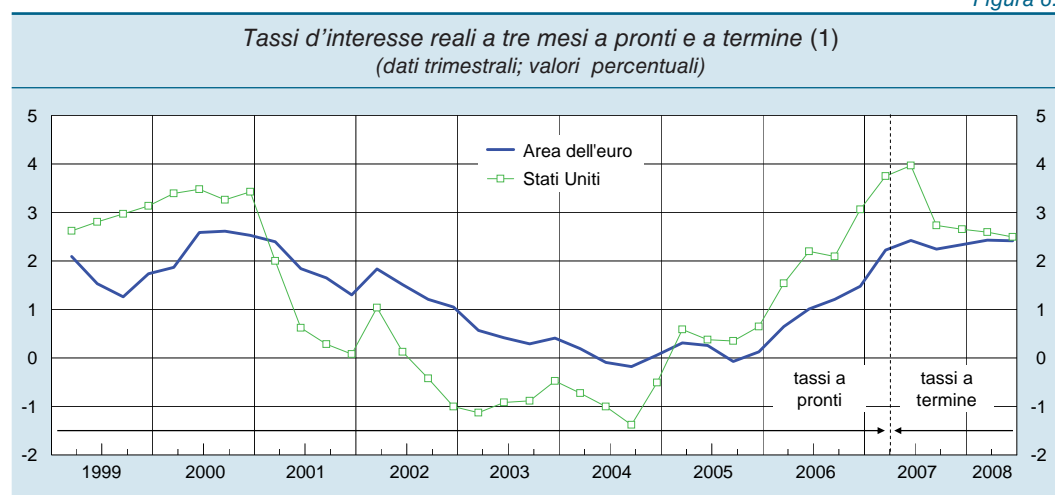
cento nel medio periodo, pubblica regolarmente le previsioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e fornisce una spiegazione delle decisioni di politica monetaria e della situazione congiunturale nel giorno in cui si riunisce il Consiglio direttivo. Esiste un'ampia evidenza empirica che una comunicazione chiara favorisce la prevedibilità delle decisioni di politica monetaria, aiuta a stabilizzare l'inflazione attesa e realizzata e influenza i tassi d'interesse sulle scadenze più lunghe, che rappresentano un importante canale di trasmissione della politica monetaria.

Negli ultimi anni, ha assunto crescente rilevanza tra le banche centrali anche la pratica di fornire al mercato informazioni più esplicite sull'orientamento futuro della politica monetaria, condizionatamente al quadro macroeconomico prevedibile. Gli approcci seguiti sono però molto diversi. Quello prevalente è di dare indicazioni qualitative sulla possibile direzione futura dei movimenti dei tassi ufficiali. Alcune banche centrali (la Reserve Bank of New Zealand, la Norges Bank e di recente la Sveriges Riksbank) hanno invece adottato la prassi di pubblicare direttamente le proprie previsioni quantitative sul sentiero dei tassi d'interesse nel breve e medio termine. Vi è un ampio dibattito, ancora aperto, sull'efficacia di questo aspetto della trasparenza. Secondo alcuni osservatori esso fornirebbe uno strumento aggiuntivo per influenzare le aspettative degli operatori di mercato, rendendo così più agevole il raggiungimento degli obiettivi della banca centrale; secondo altri potrebbe invece rivelarsi controproducente, qualora il pubblico non ne percepisse la natura condizionale. L'evidenza econometrica basata sui rendimenti a termine indica che, in generale, le aspettative di mercato rispondono in maniera coerente agli annunci, sia di tipo qualitativo sia di tipo quantitativo, relativi all'orientamento futuro della politica monetaria. Ciò non sembra tuttavia avvenire in coincidenza con punti di svolta nella direzione del movimento dei tassi ufficiali, quando il mercato tende a reagire in modo eccessivo agli annunci.

Nei primi mesi del 2007, in concomitanza con un'ulteriore revisione al rialzo delle attese di crescita dell'area, la curva dei rendimenti si è spostata verso l'alto. È proseguito l'aumento dei tassi d'interesse a tre mesi sul mercato monetario che, a metà maggio, hanno raggiunto il 4,1 per cento.

Nel 2006 l'innalzamento dei tassi d'interesse nominali a breve termine si è riflesso pressoché per intero in un aumento dei rendimenti reali, in un contesto caratterizzato da aspettative di inflazione a breve termine stabili (fig. 6.3). I tassi reali hanno raggiunto l'1,5 per cento a dicembre e si sono portati al 2 per cento a metà maggio di quest'anno; erano pressoché nulli alla fine del 2005. Secondo le attese degli operatori di mercato, dovrebbero mantenersi su valori di poco al di sopra del 2 per cento anche nella restante parte del 2007. Questo livello resta inferiore a quello registrato in media negli ultimi tre decenni in Germania.

Figura 6.3



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2007 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati nel mese di aprile), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

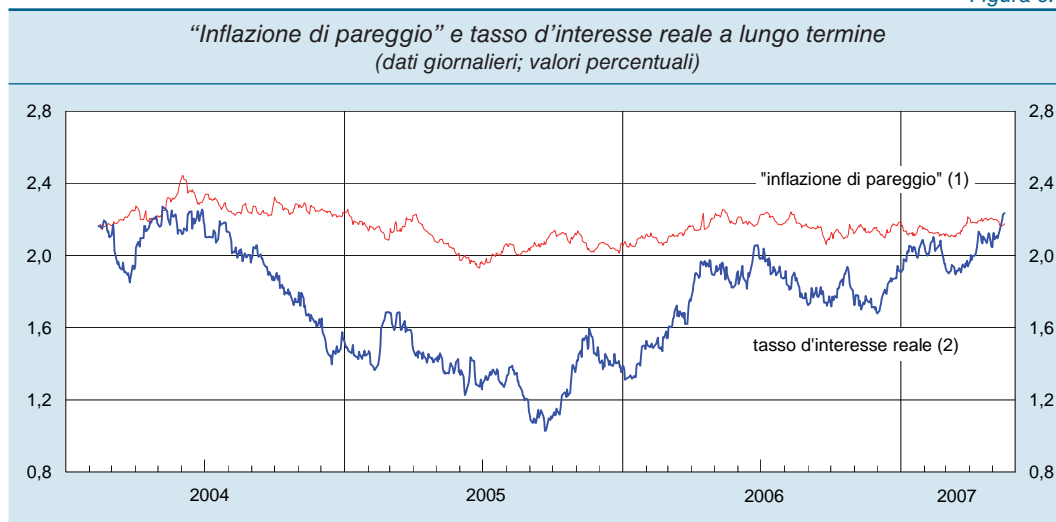
La teoria economica definisce come tasso d'interesse reale "naturale" quello compatibile con un livello della domanda aggregata in linea con il prodotto potenziale e con prezzi stabili. La stima del tasso naturale presenta tuttavia un elevato grado di incertezza e dipende fortemente dal metodo e dalle ipotesi adottate: per questa ragione, nessuna banca centrale basa le proprie decisioni esclusivamente sulle indicazioni provenienti da una stima numerica del livello di equilibrio dei tassi d'interesse reali.

L'ampia evidenza disponibile, basata su diversi approcci metodologici (modelli dinamici di equilibrio economico generale e modelli puramente statistici), suggerisce tuttavia che, dalla fine degli anni novanta, il livello del tasso naturale nell'area dell'euro è diminuito. Le valutazioni più recenti indicano, per il tasso reale naturale nell'area, un intervallo di stima piuttosto ampio, compreso tra l'1,5 e il 2,5 per cento nella media del 2006. L'ampiezza di questo intervallo conferma l'elevata incertezza che circonda le stime; queste ultime suggeriscono, tuttavia, che all'inizio dell'anno le condizioni monetarie erano ancora estremamente espansive, per poi convergere verso una situazione meno discosta da quella neutrale.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi d'interesse a lungo termine sono gradualmente aumentati, riflettendo l'evoluzione del quadro congiunturale. Nella prima parte del 2006, i rendimenti impliciti negli swap d'interesse a 10 anni sono aumentati di 9 decimi, al 4,3 per cento, in coincidenza con il miglioramento delle previsioni di crescita dell'area; hanno poi oscillato su valori prossimi al 4 per cento a partire dall'estate, a seguito della diffusione di dati contrastanti sulle prospettive dell'economia mondiale. In dicembre sono risaliti al 4,2 per cento.

L'aumento dei tassi d'interesse nominali a lungo termine è stato sospinto da quello della componente reale, mentre le aspettative di inflazione sono rimaste sostanzialmente stabili. Il rendimento implicito nelle quotazioni dei titoli di Stato italiani indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, con scadenza nel 2014, è aumentato nell'anno di 6 decimi, portandosi all'1,9 per cento (fig. 6.4). Le aspettative di inflazione a lungo termine implicite nelle stesse quotazioni (la cosiddetta inflazione di pareggio) sono aumentate solo di un decimo di punto percentuale, al 2,2 per cento, valore lievemente al di sopra della definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, ma che incorpora verosimilmente anche un premio per il rischio.

Figura 6.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Differenziale tra il rendimento nominale dei BTP con scadenza 2014 e quello dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro di pari scadenza. – (2) Rendimento dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro con scadenza 2014.

I tassi d'interesse a lungo termine possono essere espressi come la somma del livello atteso del tasso d'interesse reale di equilibrio, delle aspettative di inflazione a lungo termine e di una compensazione per il rischio. Negli anni recenti, è stato argomentato che il livello storicamente basso raggiunto dai

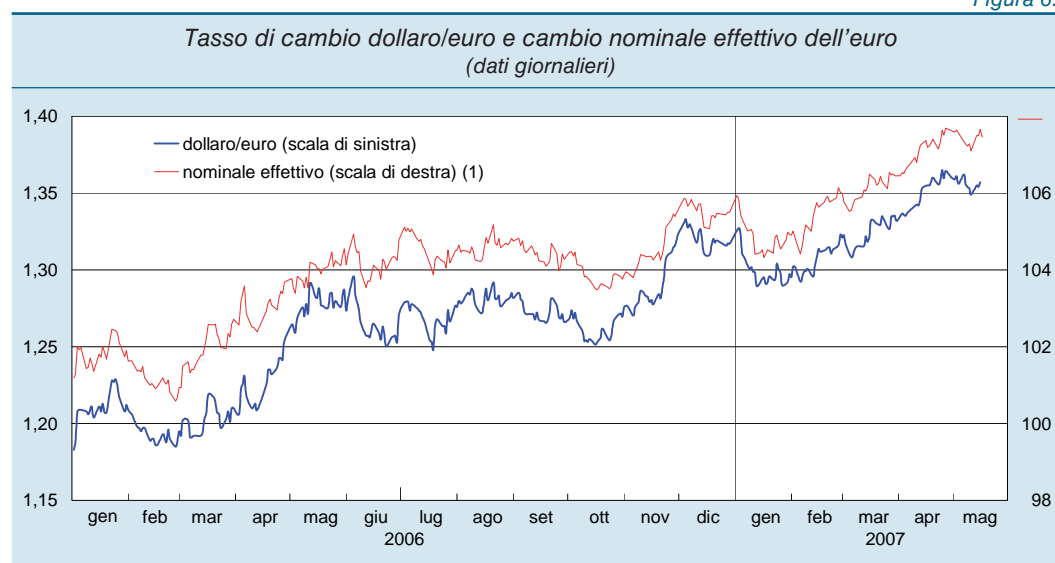
rendimenti a lungo termine nei principali paesi industriali sarebbe dovuto a una forte riduzione del premio per il rischio.

Utilizzando un'analisi della struttura per scadenza dei tassi d'interesse basata su un modello che incorpora la possibilità di variazioni del livello del tasso d'interesse reale di equilibrio e dell'inflazione di lungo periodo, l'importanza della riduzione dei premi per il rischio nello spiegare l'attuale livello dei tassi d'interesse a lungo termine verrebbe ridimensionata. Secondo questa analisi, la riduzione dei rendimenti registrata dall'avvio della terza fase della UEM rifletterebbe una contrazione del tasso d'interesse reale di equilibrio, aspettative di inflazione di lungo termine che si sono mantenute stabili su valori prossimi al 2 per cento e una stima della compensazione per il rischio attualmente pari a circa 0,5 punti percentuali, un valore in linea con quello degli inizi del 1999.

L'aumento dei tassi nominali e reali a lungo termine è proseguito nella prima parte del 2007, in concomitanza con un ulteriore miglioramento delle prospettive di crescita nell'area.

Il cambio dell'euro. – Nel 2006 il cambio dell'euro si è apprezzato in termini nominali effettivi del 4,5 per cento (fig. 6.5). Tale andamento ha principalmente riflesso il rafforzamento della valuta dell'area nei confronti del dollaro statunitense (11,6 per cento) e dello yen (13,0 per cento), a fronte di un lieve deprezzamento rispetto alla sterlina (1,9 per cento). L'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro è avvenuto in un contesto di tendenziale debolezza della valuta statunitense; vi hanno contribuito anche il progressivo miglioramento delle prospettive di crescita dell'area e il mutare delle aspettative di mercato sugli orientamenti della politica monetaria nelle due economie (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, le bilance dei pagamenti e i mercati valutari e finanziari*).

Figura 6.5



Fonte: BCE
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice segnala un apprezzamento.

L'effetto delle fluttuazioni del tasso di cambio sull'attività economica e sulla dinamica dei prezzi dipende da numerosi fattori: il grado di apertura dell'economia al commercio internazionale, le caratteristiche della domanda e dell'offerta in ciascun paese, la persistenza dei movimenti del cambio e le strategie di fissazione dei prezzi da parte delle imprese. Secondo la maggior parte delle analisi recenti, nell'area dell'euro una variazione del tasso di cambio avrebbe effetti di dimensione relativamente contenuta sia sui prezzi al consumo sia sul prodotto. Un apprezzamento permanente del cambio effettivo nominale dell'area del 5,0 per cento ridurrebbe la crescita del PIL di circa due decimi di punto percentuale in ciascuno dei due anni successivi; la diminuzione dell'inflazione sarebbe invece pari a due e

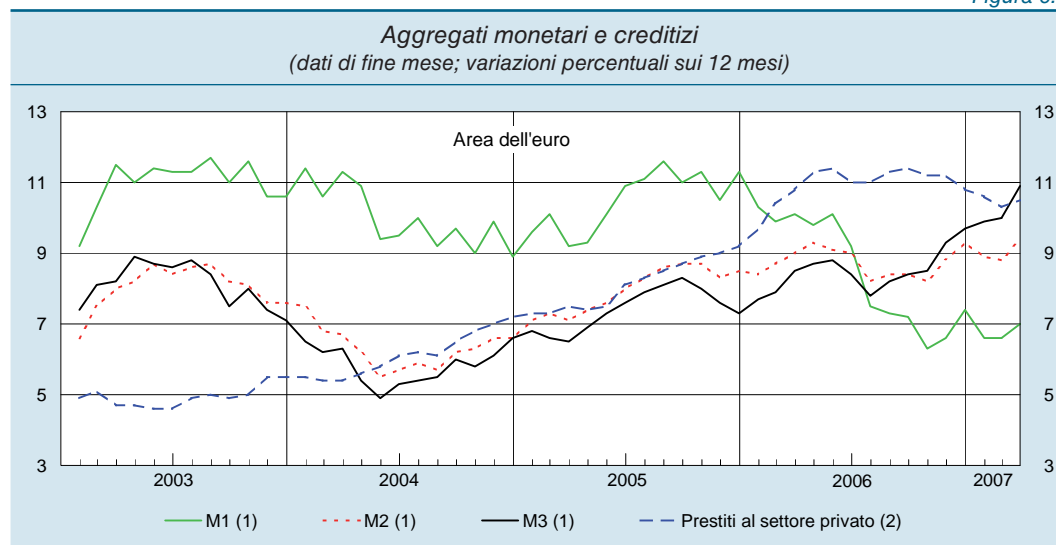
a tre decimi rispettivamente nel primo e secondo anno. Gli effetti risulterebbero ancora più contenuti qualora le oscillazioni del cambio avessero natura temporanea. Inoltre, l'avvio della UEM potrebbe avere determinato una riduzione, ancora difficile da valutare, dell'effetto dei movimenti del cambio sul prodotto e sull'inflazione rispetto a quanto osservato in passato, a seguito della maggiore stabilità delle aspettative di inflazione e di un rafforzamento del ruolo dell'euro quale valuta di riferimento negli scambi internazionali.

Il rafforzamento della valuta dell'area è proseguito nella prima parte del 2007. Tra gli inizi dell'anno e la metà di maggio l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, dello yen e della sterlina è risultato pari, rispettivamente, al 2,7, al 3,8 e all'1,4 per cento; quello in termini nominali effettivi è stato pari all'1,5 per cento. Alla fine di aprile il cambio dell'euro nei confronti del dollaro ha raggiunto un massimo, 1,36. Al rafforzamento della valuta dell'area nei confronti di quella statunitense ha contribuito la riduzione del differenziale d'interesse tra le due aree.

La moneta e il credito

Nel 2006 l'andamento degli aggregati monetari e creditizi ha continuato a segnalare condizioni di liquidità espansive. La crescita della moneta M3 è stata molto sostenuta; alla fine dell'anno l'aumento sui dodici mesi è stato pari al 9,8 per cento, il valore più alto dall'avvio della politica monetaria unica (fig. 6.6). L'accelerazione è poi proseguita nei primi mesi del 2007.

Figura 6.6



Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Il settore privato è costituito da famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie.

L'aumento dei tassi ufficiali, pur non influenzando la dinamica della M3, si è riflesso in misura rilevante sulla sua composizione. Hanno fortemente decelerato gli strumenti più liquidi, detenuti per finalità transattive: la crescita della M1, che include il circolante e i depositi in conto corrente, è stata del 7,4 per cento, circa 4 punti in meno di quanto registrato un anno prima. L'accelerazione della M3 è interamente attribuibile alle componenti la cui domanda risponde a motivazioni di portafoglio; la M2 è cresciuta del 9,3 per cento, gli strumenti negoziabili (come le quote di fondi di

mercato monetario, i titoli bancari a breve scadenza e i pronti contro termine) sono cresciuti del 12,9 per cento, circa 12 punti in più rispetto all'anno prima. La ricomposizione della moneta a favore delle componenti meno liquide ha riflesso l'evoluzione dei saggi di remunerazione, in particolare l'aumento di quelli a breve termine, che ha reso meno conveniente il possesso di depositi in conto corrente, e la riduzione del differenziale con i rendimenti a lungo termine, favorito dal permanere di questi ultimi su livelli contenuti, che ha reso più conveniente la detenzione di strumenti di mercato a breve anziché a lunga scadenza.

Un indice monetario Divisia, calcolato ponderando le componenti della M3 per il loro grado di liquidità (quest'ultimo misurato in funzione inversa del rendimento), indica una dinamica ancora sostenuta della moneta nell'anno, attorno all'8 per cento, ma in rallentamento, in contrasto con la forte accelerazione della M3.

Negli ultimi cinque anni, la velocità di circolazione della moneta M3 è diminuita in misura molto più marcata che nei decenni precedenti; è emersa una instabilità della relazione tra la domanda di moneta e le sue determinanti fondamentali (il reddito, il livello dei prezzi, i tassi d'interesse) e si è anche ridotto il valore segnaletico della M3 per l'inflazione futura.

A questi sviluppi hanno contribuito diversi fenomeni: le ampie riallocazioni di portafoglio degli operatori da titoli rischiosi verso le attività monetarie, a seguito della flessione delle borse nel triennio 2001-03; il livello storicamente basso dei tassi d'interesse a lungo termine, che rende meno conveniente la detenzione di strumenti finanziari meno liquidi in alternativa a quelli inclusi in M3; le modifiche nella struttura finanziaria dell'area dell'euro, e in particolare il crescente ruolo degli intermediari finanziari non bancari, soprattutto i fondi comuni d'investimento, la cui domanda di strumenti monetari è cresciuta a ritmi assai elevati; infine, l'andamento sostenuto del contante in euro, legato alla sua progressiva diffusione anche all'esterno dell'area.

A seguito di questi fenomeni, l'analisi monetaria e creditizia deve avvalersi di un ampio insieme di indicatori che comprendono anche M3. Studi ancora preliminari suggeriscono che, estraendo le tendenze principali da un ampio insieme di variabili monetarie (i diversi strumenti finanziari inclusi in M3, le quote detenute da famiglie, imprese e intermediari non bancari e il credito), è possibile migliorare significativamente le informazioni sui rischi inflazionistici desumibili dall'analisi monetaria. Queste indicazioni confermano la presenza di condizioni molto espansive nel corso del 2006, pur se in misura minore di quanto suggerito dall'andamento della sola M3.

Nell'anno hanno accelerato i prestiti al settore privato, la cui crescita in dicembre si è portata al 10,8 per cento sui dodici mesi. Alla forte accelerazione dei finanziamenti alle imprese (aumentati del 13,0 per cento nel 2006) si è contrapposto il rallentamento di quelli alle famiglie, particolarmente concentrato nella componente destinata all'acquisto di abitazioni, la cui dinamica è comunque rimasta robusta (8,2 per cento).

I risultati della *Bank Lending Survey*, condotta trimestralmente dall'Eurosistema, indicano che, in un contesto caratterizzato da condizioni di finanziamento ancora distese, il rafforzamento dell'attività economica si è riflesso in una domanda crescente di prestiti da parte delle imprese, a seguito delle esigenze di finanziamento degli investimenti fissi e del capitale circolante. Alla domanda di credito delle imprese hanno anche contribuito, in misura non trascurabile, operazioni di finanza straordinaria, in particolare fusioni e acquisizioni. Per quanto riguarda le famiglie, l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari e la moderazione nei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area hanno determinato una significativa decelerazione della domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni.

La gestione operativa della politica monetaria

Nel 2006 l'Eurosistema, attraverso le operazioni di rifinanziamento principali, ha fornito liquidità media giornaliera per 307 miliardi di euro, in crescita rispetto all'anno precedente, a seguito della forte domanda di banconote in circolazione (tav. 6.1). Alle aste è aumentato il numero di partecipanti (in media, da 351 nel 2005 a 377 nel 2006), mentre è lievemente diminuito il rapporto tra quantità domandata e assegnata (in media pari all'1,22 per cento). La quota di liquidità aggiudicata agli operatori italiani si è ridotta al 5,7 per cento, dal 6,7 nel 2005; alle aste hanno partecipato in media 18 banche italiane. È rimasta molto bassa la media giornaliera delle riserve detenute in eccesso rispetto a quelle obbligatorie (0,43 per cento), segnalando una efficiente gestione della liquidità da parte degli operatori e l'assenza di significative segmentazioni del mercato monetario.

Tavola 6.1

Indicatori del mercato monetario (dati medi per il periodo indicato)				
VOCI	2004	2005	2006	1° gen. - 14 mag. 2007
<i>Operazioni di rifinanziamento principali</i>				
Volumi (miliardi di euro) (1)				
Area dell'euro	241,6	289,8	307,0	291,8
Italia	14,2	19,5	17,6	19,5
Quota Italia (2)	5,9	6,7	5,7	6,7
Domanda/offerta (3)	1,26	1,27	1,22	1,33
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	339	351	377	352
Italia	17	18	18	16
Differenziale Eonia (4)	6,4	8,1	8,4	7,7
Volatilità del differenziale Eonia (5)	9,1	5,1	4,9	7,6
Riserve in eccesso (6)				
Area dell'euro	0,48	0,52	0,43	0,48
Italia	0,40	0,33	0,21	0,23
<i>Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine</i>				
Volumi (miliardi di euro) (7)				
Area dell'euro	70,2	87,6	115,5	136,8
Italia	0,5	0,8	1,1	0,5
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	159	151	162	151
Italia	2	2	2	2
<i>Operazioni su iniziativa delle controparti (8)</i>				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,16	0,07	0,08	0,13
Italia	0,04	..	0,02	..
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,14	0,08	0,10	0,17
Italia	0,05	0,04	0,02	0,03

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni di rifinanziamento principali. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Rapporto fra quantità domandata e assegnata nell'area. – (4) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (5) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'anno. – (7) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine. – (8) In percentuale dell'obbligo di riserva.

Il differenziale tra il tasso d'interesse Eonia e quello minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali fissato dal Consiglio direttivo della BCE è stato contenuto, pari a circa 8 centesimi in valore assoluto nel 2006; ciò ha contribuito a una appropriata trasmissione dei segnali di politica monetaria al mercato.

Per evitare un eccessivo ampliamento del differenziale tra il tasso d'interesse Eonia e quello minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, che aveva caratterizzato gli anni precedenti e che potrebbe essere erroneamente interpretato come un segnale di politica monetaria, la BCE ha posto in atto una gestione più attiva della liquidità, aumentandone l'offerta all'inizio del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e riassorbendola, quando necessario, alla fine del periodo stesso. Nel 2006 la BCE ha effettuato operazioni di rifinanziamento principali caratterizzate dall'offerta di importi superiori a quelli "neutrali", cioè quelli che, sulla base della previsione dei fattori esogeni di creazione di liquidità, sarebbero stati sufficienti a finanziare la riserva obbligatoria. In undici occasioni la BCE ha effettuato operazioni di fine-tuning (in 6 casi per assorbire liquidità e nei restanti 5 per immetterla) con l'obiettivo di ridurre gli squilibri di liquidità alla fine del periodo di mantenimento, limitare il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti ed evitare, pertanto, il realizzarsi di ampi differenziali tra il tasso Eonia e quello minimo di offerta.

La BCE, con decisione del 16 dicembre 2005, aveva aumentato da 30 a 40 miliardi di euro i volumi offerti in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. La quantità media di liquidità immessa sul mercato attraverso queste operazioni è risultata in forte aumento rispetto al 2005 (da 88 miliardi di euro a 116), così come il numero di banche che hanno partecipato alle aste (da 151 nel 2005 a 162 nel 2006). Lo scorso dicembre, la BCE ha deciso di elevare ulteriormente, a 50 miliardi di euro, l'importo offerto in queste operazioni, per soddisfare la maggiore domanda di liquidità connessa con la forte crescita di banconote detenute dal pubblico.

