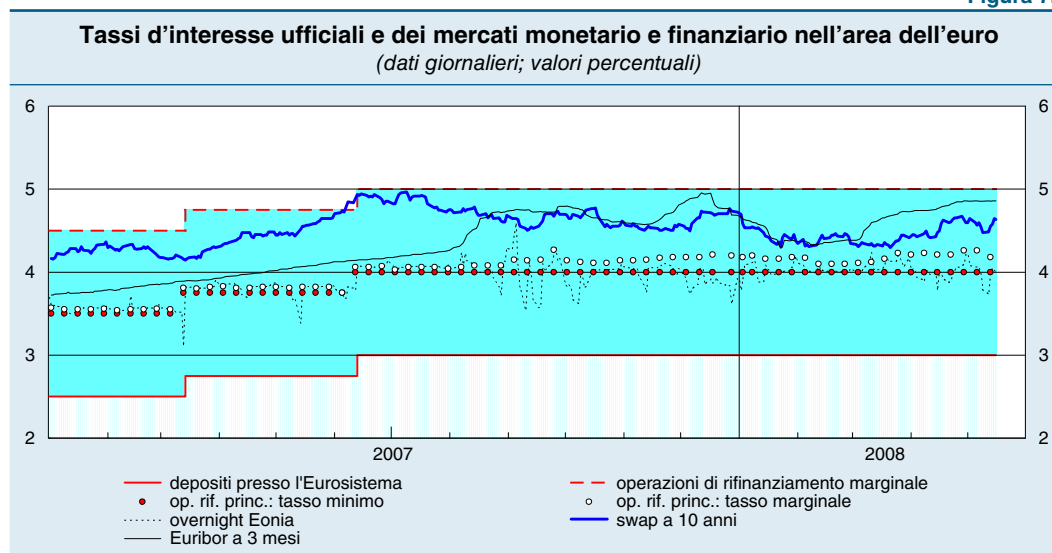


## 7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nella prima metà del 2007 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha proseguito l'adeguamento delle condizioni monetarie avviato alla fine del 2005. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato aumentato in marzo e in giugno, di 25 punti base in ciascuna occasione, al 4,0 per cento (fig. 7.1). Tali decisioni sono state volte a contrastare l'emergere di rischi inflazionistici, in un contesto di andamento sostenuto dell'attività economica e di forte espansione della moneta e del credito.

Figura 7.1



La politica monetaria ha dovuto fronteggiare condizioni eccezionali a partire da agosto, quando le tensioni provenienti dal mercato dei titoli garantiti da mutui immobiliari negli Stati Uniti si sono estese all'area dell'euro e ad altri segmenti del mercato finanziario (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). L'aumento del rischio di liquidità e le incertezze sulla solvibilità delle controparti hanno reso le banche riluttanti a prestare fondi, determinando un notevole rialzo dei tassi d'interesse sul mercato interbancario. Si sono via via diffusi timori che le crescenti difficoltà di raccolta potessero generare un irrigidimento delle condizioni di erogazione del credito, con riflessi negativi sulle prospettive di crescita. Il quadro congiunturale è stato reso ancora più complesso, dall'autunno, dal brusco aumento dell'inflazione determinato dai forti rincari dell'energia e dei beni alimentari.

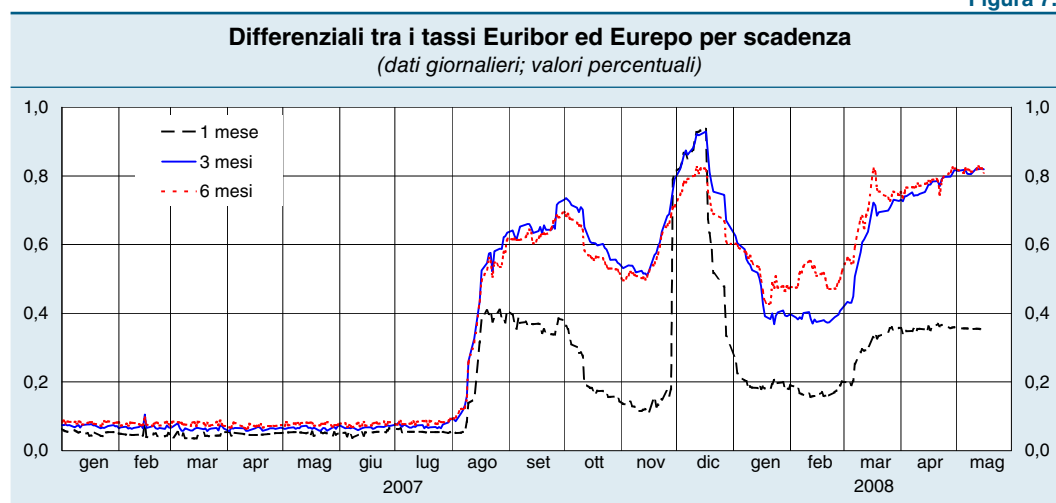
In questo contesto, il Consiglio direttivo ha confermato il proprio giudizio riguardo i rischi per la stabilità dei prezzi e ribadito l'importanza di assicurare un saldo ancoraggio delle aspettative d'inflazione, ritenendo nel contempo necessario seguire con

grande attenzione gli sviluppi sui mercati finanziari. Il Consiglio ha valutato l'orientamento della politica monetaria appropriato a evitare che il rincaro delle materie prime si estendesse ai salari e ad altri prezzi, mantenendo il tasso di riferimento invariato al 4,0 per cento dalla seconda metà del 2007. Contemporaneamente, l'Eurosistema si è adoperato, anche di concerto con le altre maggiori banche centrali, per fornire adeguata liquidità al sistema finanziario e garantire l'ordinato funzionamento dei mercati.

### *I tassi d'interesse e il cambio dell'euro*

*I tassi d'interesse a breve termine.* – Nella prima parte del 2007 i tassi del mercato monetario sono aumentati gradualmente, in linea con i tassi ufficiali. In agosto, con l'acuirsi delle tensioni finanziarie, il rialzo si è accentuato. Il tasso Euribor a tre mesi ha raggiunto in prossimità della fine dell'anno il 4,9 per cento, dal 4,3 di luglio. Il differenziale rispetto al tasso sul corrispondente prestito assistito da garanzie (Eurepo) – che può essere interpretato come una misura del rischio di liquidità e, soprattutto, di credito presente nel mercato interbancario e che nel periodo precedente la crisi non superava il decimo di punto percentuale – ha toccato i 90 punti base verso la fine dell'anno (fig. 7.2) nonostante le massicce iniezioni di liquidità da parte dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo: *La gestione operativa della politica monetaria*). Tale differenziale si è mantenuto elevato anche nei primi mesi del 2008. Andamenti analoghi si sono registrati, dall'inizio delle turbolenze, anche sulle altre scadenze, a eccezione di quelle a brevissimo termine, e per gli equivalenti differenziali in dollari e sterline.

Figura 7.2

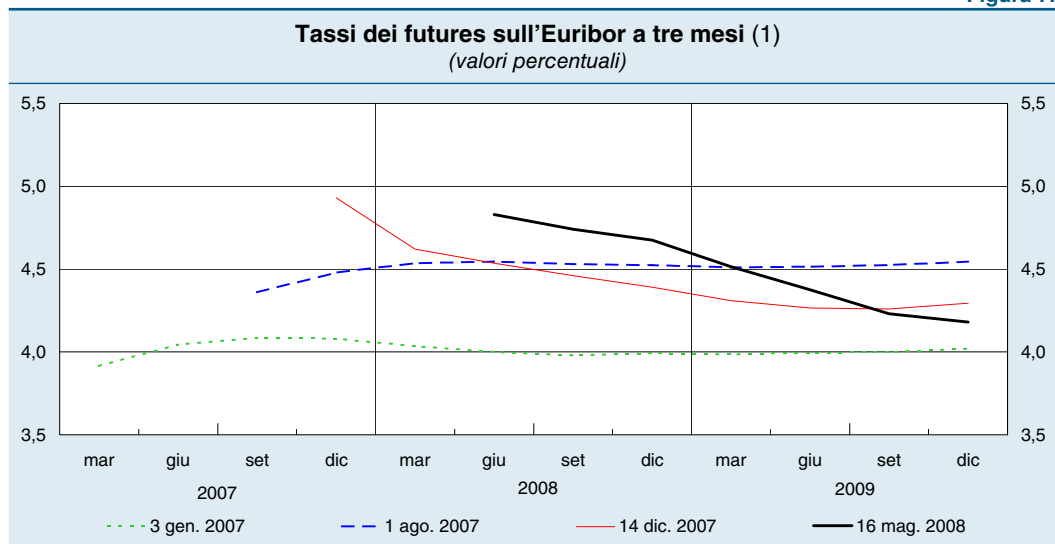


Fonte: Reuters.

La curva dei rendimenti per scadenza segnalava all'inizio di agosto attese di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali in corso d'anno (fig. 7.3). Successivamente essa ha assunto una pendenza negativa, come risultato di un aumento sulle scadenze più vicine (influenzate principalmente dall'aumento del premio per il rischio sul mercato interbancario) e un calo sugli orizzonti più lontani, attribuibile a una revisione delle aspettative sul quadro macroeconomico e sull'orientamento della politica monetaria. L'ampliamento dei premi per il rischio ha reso più difficile estrarre dalla curva chiare indicazioni riguardo le attese sui tassi ufficiali. I tassi a termine impliciti nei

contratti swap sull'Eonia, poco influenzati dai premi per il rischio, hanno mostrato negli ultimi mesi una forte volatilità, riflettendo l'elevata incertezza sulle prospettive macroeconomiche; a metà maggio essi indicavano attese di tassi ufficiali invariati fino alla fine dell'anno.

Figura 7.3

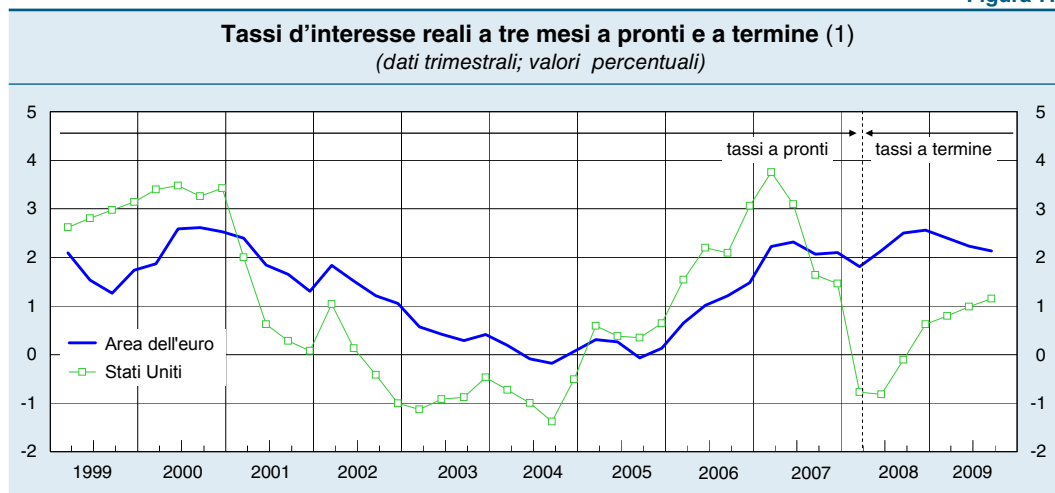


Fonte: Reuters.

(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.

Il tasso reale a tre mesi, salito nella prima parte del 2007, si è successivamente ridotto, come risultato di un aumento delle aspettative di inflazione più ampio di quello dei tassi d'interesse nominali; a metà maggio si collocava intorno al 2,0 per cento, un valore in linea con le stime disponibili (cfr. il capitolo 6: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2006) di un livello "neutrale" per l'area (fig. 7.4).

Figura 7.4

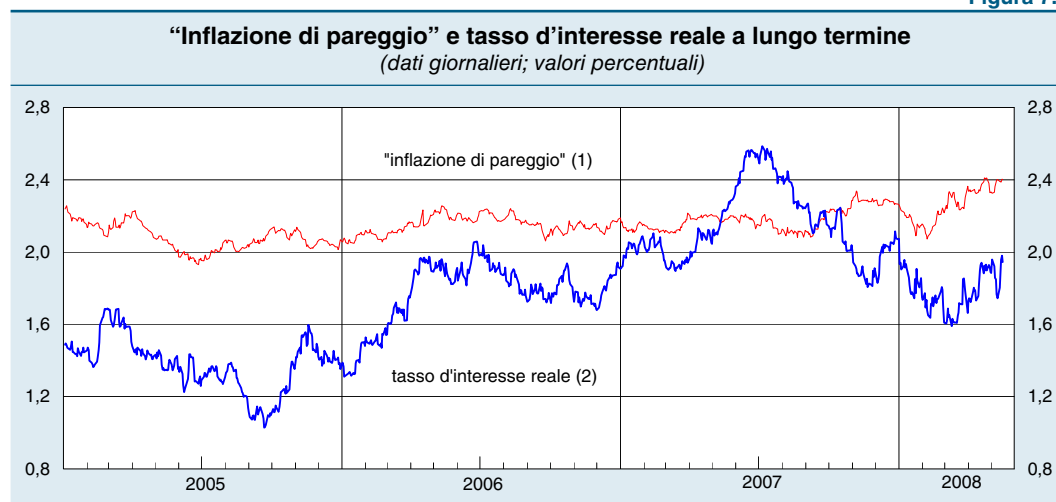


Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2008 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*.

*I rendimenti a lungo termine.* – I tassi d’interesse a lungo termine, misurati in base ai contratti swap a dieci anni, sono anch’essi aumentati nel corso della prima metà del 2007, raggiungendo il 5,0 per cento a giugno. Nella restante parte dell’anno e nei primi mesi del 2008 essi sono diminuiti, seppure con oscillazioni, fino al 4,6 per cento a metà maggio. In quest’ultima fase hanno risentito delle riallocazioni di portafoglio dalle attività più rischiose ai titoli a reddito fisso e della revisione verso il basso delle prospettive economiche. Il rendimento implicito nelle quotazioni dei titoli di Stato italiani indicizzati all’inflazione al consumo dell’area dell’euro ha avuto un andamento qualitativamente analogo, portandosi all’1,9 per cento in maggio (fig. 7.5).

Figura 7.5



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.

L’ “inflazione di pareggio”, misurata dal differenziale tra i rendimenti nominali dei titoli di Stato italiani e quelli dei titoli indicizzati all’inflazione dell’area dell’euro di pari scadenza, che fornisce una misura delle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine e dei relativi premi per il rischio, si è mantenuta costante al 2,2 per cento nella prima metà del 2007. È aumentata nella restante parte dell’anno e nei primi mesi del 2008 (al 2,4 per cento a metà maggio) a seguito dei forti rincari del prezzo del petrolio e delle materie prime alimentari.

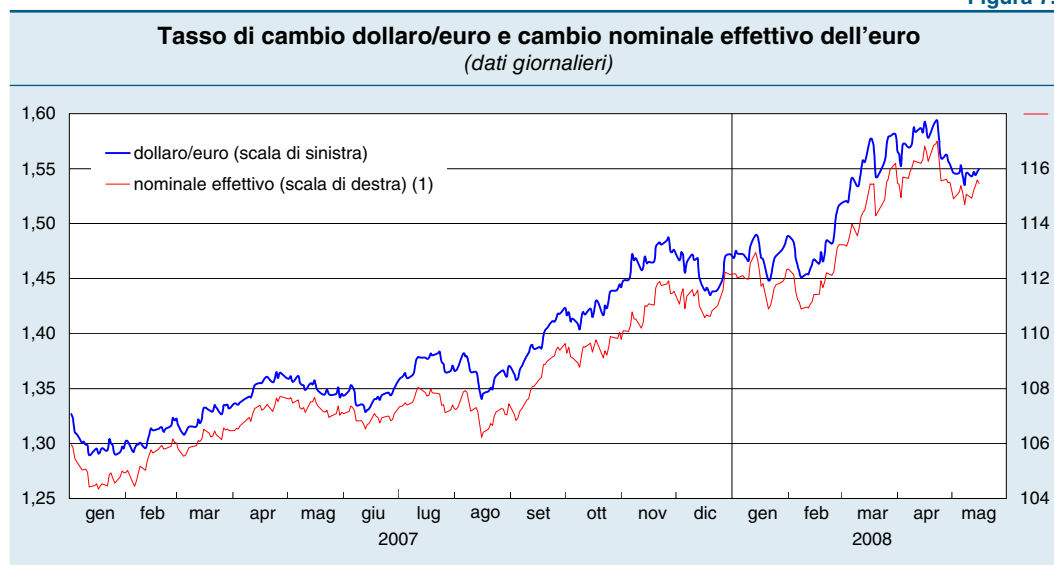
*Le informazioni relative alle attese sull’inflazione nell’area dell’euro possono essere estratte sia dai sondaggi presso gli operatori sia dai prezzi delle attività finanziarie. I primi, pur non immuni da errori di misurazione, forniscono una misura diretta delle aspettative; non consentono, tuttavia, aggiornamenti frequenti, essendo disponibili con cadenza mensile o, per gli orizzonti più lunghi, su base trimestrale. Al contrario le indicazioni desumibili dai prezzi delle attività finanziarie (quali l’inflazione di pareggio e i rendimenti sugli zero-coupon inflation swap, i cui flussi di pagamento sono legati all’inflazione che si realizza durante la durata del contratto) hanno il vantaggio di essere disponibili quotidianamente, essendo basate su quotazioni di mercato. L’interpretazione degli indicatori basati sui prezzi dei titoli è però resa complessa dalla presenza di premi per il rischio di inflazione, di liquidità e di controparte, nonché da fattori di natura tecnica, quale la stagionalità presente nell’indice dei prezzi al consumo. Inoltre, le recenti turbolenze, generando significative riallocazioni di portafoglio, hanno fortemente aumentato la volatilità dei prezzi delle attività su cui si basano gli indicatori finanziari, rendendone più difficile l’utilizzo ai fini dell’analisi delle aspettative d’inflazione. È quindi opportuno un uso congiunto dei diversi indicatori.*

Si può stimare che, al netto dei premi per il rischio, le attese d’inflazione nel lungo periodo desumibili dai prezzi delle attività finanziarie si collochino attual-

mente su livelli lievemente superiori al 2 per cento. Anche le aspettative tra cinque e dieci anni in avanti ricavate dagli zero-coupon inflation swap, meno influenzate dal recente rialzo dell'inflazione, forniscono indicazioni simili. Su questo stesso orizzonte le aspettative d'inflazione rilevate dal sondaggio effettuato da Consensus Economics presso gli operatori a metà aprile si situano al 2,0 per cento (rispetto all'1,9 degli ultimi tre anni). Infine, la *Survey of Professional Forecasters* condotta nello stesso mese dalla BCE segnala che la probabilità media attribuita dagli intervistati alla possibilità che l'inflazione si collochi su valori superiori al 2 per cento tra cinque anni è attualmente pari al 50 per cento, circa cinque punti percentuali in più rispetto alla fine del 2006. Nell'insieme, queste informazioni indicano che le aspettative d'inflazione a lungo termine rimangono coerenti con la stabilità dei prezzi, sebbene emergano lievi segnali di rialzo.

*Il cambio dell'euro.* – Nel corso del 2007 l'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute internazionali. In termini nominali effettivi l'apprezzamento è stato del 5,4 per cento (fig. 7.6). Il rafforzamento è stato particolarmente marcato nei confronti del dollaro e della sterlina; il 31 dicembre il cambio bilaterale risultava superiore, rispettivamente, di circa il 12 e il 9 per cento rispetto a quello di inizio anno.

Figura 7.6



Fonte: BCE

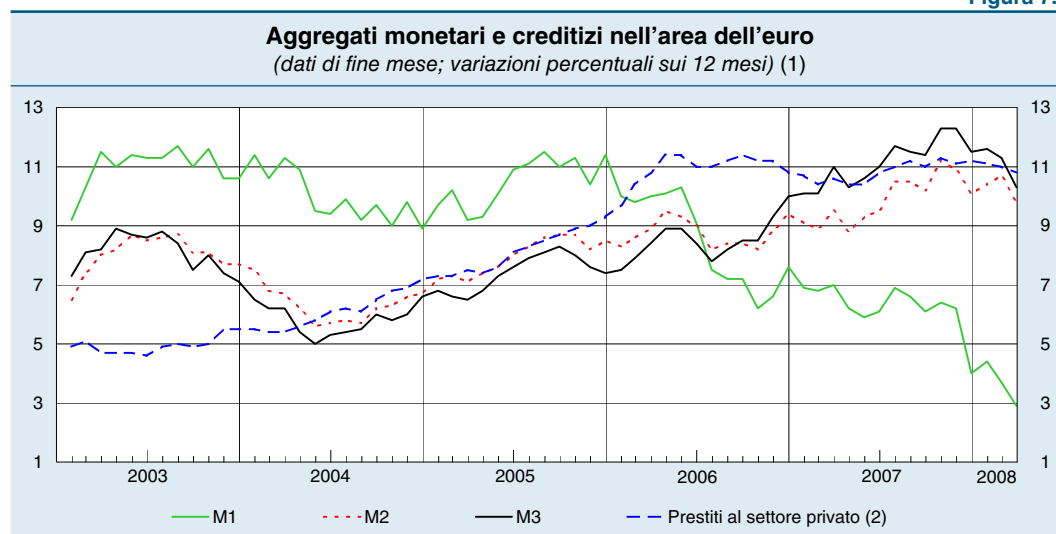
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice segnala un apprezzamento.

La tendenza all'apprezzamento dell'euro nei confronti della valuta statunitense si è accentuata nella seconda metà dell'anno ed è proseguita nei primi mesi del 2008. Al suo andamento hanno contribuito le differenze sia tra le condizioni congiunturali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, sia nell'orientamento delle rispettive politiche monetarie (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). In aprile il cambio dell'euro ha raggiunto un massimo storico prossimo a 1,60 nei confronti della valuta statunitense. L'apprezzamento del cambio euro-dollaro è stato accompagnato da un significativo aumento della sua volatilità, influenzata dalla forte incertezza circa il quadro congiunturale internazionale e le prospettive dell'economia statunitense in particolare.

## La moneta e il credito

Nel 2007 la crescita della moneta M3 ha toccato nuovi massimi dall'avvio della terza fase della UEM. L'aumento sui dodici mesi si è collocato all'11,5 per cento alla fine dell'anno, per poi attenuarsi lievemente nella prima parte del 2008 (fig. 7.7). Hanno fortemente decelerato gli strumenti più liquidi, detenuti per finalità transattive; la crescita della M1, che comprende il circolante e i depositi in conto corrente, è scesa al 4,0 per cento alla fine dell'anno ed è ulteriormente diminuita nei primi mesi del 2008.

Figura 7.7



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.

La vigorosa dinamica della moneta è in parte attribuibile al profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti, che ha reso più attraenti i depositi a breve termine rispetto ad attività meno liquide che non fanno parte della moneta, come i depositi e le obbligazioni a più lungo termine. La decelerazione della M1 ha riflesso l'incremento del differenziale tra i rendimenti degli strumenti di mercato e quelli dei depositi in conto corrente. Le tensioni sui mercati finanziari hanno influenzato in maniera significativa la composizione della moneta. È diminuito il tasso di crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, in relazione ai timori sul valore delle loro attività. È ulteriormente aumentata l'espansione dei depositi con durata prestabilita fino a due anni, la cui remunerazione ha seguito gli andamenti del mercato monetario; alla fine dell'anno essa spiegava circa due terzi della crescita complessiva della M3.

Le tensioni sui mercati finanziari non hanno avuto, finora, effetti evidenti sulla dinamica del credito. I prestiti al settore privato dell'area dell'euro hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (11,2 per cento nei dodici mesi terminanti in dicembre). Al rallentamento dei finanziamenti alle famiglie, in particolare per la componente destinata all'acquisto di abitazioni (7,1 per cento), si è contrapposta l'accelerazione di quelli alle società non finanziarie (14,5 per cento); tale accelerazione, in atto dal 2004, è proseguita anche dopo l'inizio delle tensioni sui mercati finanziari. L'andamento dei prestiti alle imprese risulta in larga misura in linea con quello delle principali determinanti economiche,

tra cui la vivace dinamica degli investimenti fissi lordi, soprattutto nei settori diversi dalle costruzioni.

*Secondo analisi econometriche basate su un modello predisposto dalla Banca d'Italia e dalla BCE, in cui il credito alle imprese è funzione del prodotto interno lordo, degli investimenti non residenziali, dei profitti aziendali e del differenziale fra il tasso sui prestiti e il costo delle fonti alternative di finanziamento esterno, nel secondo semestre del 2007 la crescita effettiva dei prestiti superava quella prevedibile in base alle determinanti fondamentali di poco più di due punti percentuali. Allo scostamento, che si protrae da circa due anni e ha toccato un massimo a metà del 2006, può aver contribuito il vigore dell'attività di acquisizioni e fusioni, mantenutasi nell'ultimo biennio su livelli elevati. Il rallentamento delle operazioni di finanza straordinaria nella seconda parte dall'anno scorso avrebbe contribuito a riportare l'andamento del credito maggiormente in linea con le sue determinanti di fondo.*

Non emergono indicazioni che il protrarsi dell'elevata dinamica dei prestiti al settore privato sia, finora, influenzato in misura rilevante dalla riduzione dell'attività di cartolarizzazione e dalla reintermediazione di attività nei bilanci delle banche a seguito delle tensioni finanziarie. La crescita dei finanziamenti alle imprese di grandi dimensioni può tuttavia avere in parte supplito alle significative difficoltà di reperimento di fondi sul mercato obbligazionario. Questa ipotesi è avvalorata dalle risposte fornite dagli intermediari partecipanti all'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*).

Anche i tassi bancari, pur aumentati, non denotano particolari segnali di tensione nell'offerta di credito. Nella seconda parte del 2007 i tassi sui finanziamenti alle società non finanziarie e alle famiglie hanno continuato ad adeguarsi agli aumenti dei rendimenti del mercato monetario in modo analogo a quanto osservato in passato. Dall'estate scorsa l'aumento complessivo dei tassi sulle nuove erogazioni di prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato pari, rispettivamente, a 30 e 5 punti base.

È possibile, tuttavia, che i dati sul volume di credito erogato e sui tassi bancari attivi non riflettano ancora appieno gli effetti delle tensioni finanziarie. Secondo le risposte fornite dalle banche dell'area alla *Bank Lending Survey*, nella seconda parte del 2007 e nel primo trimestre del 2008 le turbolenze sui mercati avrebbero provocato un progressivo irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle società non finanziarie, soprattutto per le società più grandi e per i finanziamenti a più lungo termine. Le banche hanno inoltre segnalato un aumento dei margini, in particolare sui prestiti più rischiosi; con riferimento ai prestiti alle famiglie hanno dichiarato di voler ridurre il rapporto fra valore dei mutui e delle garanzie. Gli intermediari hanno infine indicato di incontrare difficoltà nel reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso delle obbligazioni e su quello delle cartolarizzazioni, parzialmente compensate dalla favorevole dinamica dei depositi meno liquidi. La maggioranza delle banche partecipanti all'inchiesta si attende nei prossimi mesi un protrarsi dell'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti.

*Nell'ultimo decennio l'attività di cartolarizzazione degli attivi bancari si è sviluppata a ritmi crescenti per effetto dell'introduzione dell'euro e della maggiore liquidità dei mercati a seguito dell'innovazione tecnologica. Nel secondo semestre dello scorso anno, tuttavia, in seguito alle tensioni prodotte dalla crisi dei mutui subprime, il flusso netto di prestiti cartolarizzati (asset backed securities) nell'area dell'euro si è ridotto del 20 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2006.*

*Stime econometriche effettuate su un campione di oltre 3.000 banche dell'area dell'euro tra il 1999 e il 2005 indicano che il ricorso alla cartolarizzazione influenza l'offerta di credito e il modo in cui essa reagisce a mutamenti nelle condizioni monetarie. In particolare, le banche più attive nell'attività di cartolarizzazione sono caratterizzate da un'offerta di credito più ampia e meno influenzata da mutamenti di breve termine nei tassi d'interesse. Questi risultati sono riconducibili a due fattori. Da un lato, la cartolarizzazione consente agli intermediari di aumentare la liquidità delle attività in bilancio e di ridurre così gli effetti di una contrazione della raccolta nel caso di una restrizione monetaria;*

*dall'altro, essa permette di trasferire una parte del rischio di credito al mercato (prevalentemente agli investitori istituzionali come gli hedge fund, compagnie di assicurazione, fondi pensione), riducendo i requisiti patrimoniali necessari allo svolgimento dell'attività di intermediazione creditizia. Questi effetti, tuttavia, si attenuano in fasi cicliche sfavorevoli e caratterizzate da un minor grado di fiducia degli operatori di mercato. Inoltre, nel caso di un peggioramento della valutazione degli operatori circa lo stato di salute delle banche e di tensioni dal lato della raccolta di fondi, la reinintermediazione nei bilanci delle banche di poste dell'attivo in precedenza trasferite alle società veicolo può avere significativi effetti negativi sulla capacità patrimoniale delle banche e sulla loro offerta di prestiti.*

### ***La gestione operativa della politica monetaria***

Dal 9 agosto 2007 le turbolenze finanziarie si sono riflesse significativamente sul funzionamento del mercato monetario dell'area dell'euro. L'elevata incertezza degli intermediari sul proprio fabbisogno di liquidità e l'aumento del rischio di credito hanno determinato una maggiore preferenza per la liquidità e una riduzione degli scambi.

L'assetto operativo dell'Eurosistema si è dimostrato adeguato a fronteggiare la situazione eccezionale, consentendo di reagire con decisione e tempestività sin dall'insorgere della crisi. Sono state effettuate ripetute operazioni di regolazione puntuale della liquidità (fine tuning); si è intervenuti sulla distribuzione dell'offerta di fondi nel corso del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria; è stata allungata la scadenza media delle operazioni di mercato aperto.

La BCE ha assecondato il mutamento nel profilo della domanda di liquidità delle banche, che hanno preferito anticipare nella parte iniziale di ciascun periodo di mantenimento il soddisfacimento dell'obbligo di riserva; la liquidità in eccesso è stata riassorbita nella parte successiva. La media giornaliera delle riserve detenute in eccesso rispetto a quelle obbligatorie si è mantenuta sostanzialmente stabile nel complesso dell'anno, su valori contenuti e in linea con quelli del 2006 (tav. 7.1).

A fronte di forti tensioni sui tassi d'interesse tra uno e dodici mesi è stato attuato un aumento dell'offerta di liquidità con scadenza superiore alla settimana, sia mediante operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), con la consueta scadenza a tre mesi, sia con un'operazione di rifinanziamento a sei mesi effettuata, per la prima volta, lo scorso aprile. Tali operazioni, accompagnate da una riduzione degli importi aggiudicati in quelle di rifinanziamento principali (ORP), si sono tradotte in un allungamento della scadenza media del rifinanziamento.

La liquidità media immessa sul mercato attraverso le ORLT (con scadenza a tre mesi) è passata da circa 116 miliardi di euro nel 2006 a 142 nel 2007, prima dell'inizio della crisi, e a 245 successivamente. Il rapporto tra quantità domandata e assegnata si è mantenuto sugli stessi valori del 2006 (1,5) fino ad agosto, per poi aumentare a 2,1 nella restante parte dell'anno. La liquidità media giornaliera fornita attraverso le ORP è stata di 264 miliardi di euro (307 nel 2006) con una diminuzione lieve nella prima parte dell'anno e un netto calo (a 220 miliardi) nel periodo delle tensioni finanziarie. L'elevata domanda di liquidità in asta si è tradotta in un aumento del differenziale tra il tasso medio ponderato di aggiudicazione e quello minimo di offerta, il cui valore medio è salito a 17 punti base nel periodo successivo all'avvio delle turbolenze, da 7 in quello precedente.

Gli interventi condotti dell'Eurosistema nelle fasi iniziali della crisi hanno consentito di allentare rapidamente le tensioni sul segmento a brevissimo termine del mercato monetario; il tasso d'interesse overnight (Eonia) si è riportato, in media, in linea con quello minimo di offerta sulle operazioni principali, pur in presenza di un notevole e

persistente incremento della sua volatilità. I tassi d'interesse pagati dai singoli intermediari sul mercato interbancario, tuttavia, hanno mostrato, anche sulle scadenze più ravvicinate, una relazione con il rispettivo merito di credito più forte di quella osservata in periodi di normale funzionamento del mercato monetario.

Tavola 7.1

<b>Indicatori del mercato monetario</b> (dati medi per il periodo indicato)					
VOCI	2006	2007	2007 1° gen. - 7 ago.	2007 8 ago. - 31 dic.	2008 1° gen. - 13 mag.
<b>Operazioni di rifinanziamento principali</b>					
Volumi (miliardi di euro) (1)					
Area dell'euro	307,0	263,6	292,6	220,1	179,0
Italia	17,6	17,5	19,1	15,1	10,1
Quota Italia (2)	5,7	6,8	6,5	7,3	5,4
Domanda/offerta (3)	1,22	1,43	1,29	1,65	1,45
Differenziale tasso medio ponderato di aggiudicazione/tasso minimo di offerta (4)	6,9	10,6	6,5	17,2	21,7
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	377	338	349	321	284
Italia	18	15	15	14	13
Differenziale Eonia (5)	8,4	9,3	7,3	12,4	6,7
Volatilità del differenziale Eonia (6)	4,9	12,4	6,3	17,0	9,1
Riserve in eccesso (7)					
Area dell'euro	0,43	0,47	0,50	0,44	0,40
Italia	0,21	0,24	0,24	0,23	0,22
<b>Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine</b>					
Volumi (miliardi di euro) (8)					
Area dell'euro	115,5	183,3	141,9	245,3	276,7
Italia	1,1	1,7	0,9	2,9	4,6
Domanda/offerta (3)	1,53	1,83	1,50	2,08	2,43
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	162	145	148	144	158
Italia	2	3	2	4	3
<b>Operazioni su iniziativa delle controparti (9)</b>					
Rifinanziamento marginale					
Area dell'euro	0,08	0,12	0,12	0,11	0,08
Italia	0,02	0,01	0,00	0,02	0,07
Depositi overnight					
Area dell'euro	0,10	0,26	0,17	0,40	0,26
Italia	0,02	0,24	0,17	0,35	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 del differenziale tra il tasso medio ponderato di aggiudicazione e il tasso minimo di offerta; centesimi di punto percentuale. – (5) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (7) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'anno. – (8) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine. – (9) In percentuale dell'obbligo di riserva.

*Analisi statistiche basate sui contratti con scadenza overnight stipulati da un campione di operatori, partecipanti al mercato dei depositi interbancari dell'area gestito dall'e-MID, evidenziano, dopo l'avvio delle tensioni, una dispersione dei tassi d'interesse pagati dai singoli operatori più che doppia rispetto a quella del periodo precedente. Per le transazioni in cui l'intermediario formula una proposta di richiesta di fondi emerge che il differenziale tra il tasso d'interesse offerto e quello medio*

*del mercato aumenta significativamente al decrescere del merito di credito attribuito all'intermediario dalle principali agenzie di rating. Tale relazione, molto debole in periodi caratterizzati da un normale funzionamento del mercato monetario, è divenuta assai più forte durante la crisi. Mentre in condizioni normali (tra l'inizio del 2005 e l'8 agosto 2008) un intermediario con classe di rating più elevata pagava in media un punto base in meno rispetto a uno appartenente alla classe peggiore, nel periodo recente tale differenziale si sarebbe quintuplicato.*

Per le scadenze pari o superiori al mese i differenziali tra i tassi d'interesse sui depositi senza e con garanzia si sono mantenuti persistentemente elevati, raggiungendo i massimi in dicembre (attorno a 90 punti base), quando la riluttanza delle banche a prestare fondi è stata accentuata dalla concomitanza con la chiusura dei bilanci. In questo periodo la BCE ha effettuato un'operazione di rifinanziamento principale a due settimane – anziché, come di norma, a una settimana – così da coprire la fine dell'anno, garantendo che tutte le richieste pervenute sarebbero state accolte al tasso medio ponderato della precedente ORP. Nello stesso periodo è stata avviata un'azione coordinata con la Riserva federale, grazie alla quale l'Eurosistema ha potuto offrire alle controparti finanziamenti in dollari. Le tensioni sugli orizzonti intermedi, dopo una temporanea attenuazione, si sono di nuovo acuite a partire dagli inizi di marzo, in relazione alla crisi della banca statunitense Bear Stearns e alle difficoltà di altri istituti bancari; a metà maggio i differenziali tra i prestiti senza e con garanzia sulle scadenze a tre e sei mesi si collocavano su valori di poco inferiori a quelli osservati a fine 2007.