



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

2007

RAPPORTO ANNUALE

BANCA CENTRALE EUROPEA

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

RAPPORTO ANNUALE
2007



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2007

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

© Banca Centrale Europea, 2008

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

Tutti i diritti riservati.

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

Fotografie:

Martin Joppen

Walter Vorjohann

I dati contenuti in questo Rapporto sono
aggiornati al 29 febbraio 2008.

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	10	3.1 La circolazione e la gestione delle banconote e delle monete	121
CAPITOLO 1		3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	122
L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA		3.3 L'emissione e la produzione di banconote	123
1 DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	18	4 LE STATISTICHE	126
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI	25	4.1 Statistiche nuove o più esaustive	126
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	25	4.2 Altri sviluppi in ambito statistico	127
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	30	4.3 La preparazione all'allargamento dell'area dell'euro	128
2.3 Prezzi e costi	57	5 LA RICERCA ECONOMICA	129
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	68	5.1 Le priorità della ricerca	129
2.5 La finanza pubblica	75	5.2 Pubblicazioni e conferenze	130
2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	83	6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	132
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	88	6.1 Il rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato	132
CAPITOLO 2		6.2 Le funzioni consultive	132
LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ COME BANCA CENTRALE		6.3 La gestione delle operazioni di indebitamento e prestito per conto della Comunità europea	136
1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	102	6.4 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	136
1.1 Le operazioni di politica monetaria	102	CAPITOLO 3	
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi	111	ADESIONE DI CIPRO E MALTA ALL'AREA DELL'EURO	
1.3 Le attività di investimento	111	1 GLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI A CIPRO E MALTA	140
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	114	2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA BANCA CENTRALE DI CIPRO E DELLA BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA NELL'Eurosistema	145
2.1 Il sistema Target	114	3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA BANCA CENTRALE DI CIPRO E DELLA BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA NELL'Eurosistema	147
2.2 Il sistema Target2	116	3.1 Le operazioni di politica monetaria	147
2.3 Il progetto Target2-Securities	117	3.2 Il contributo al capitale, alle riserve e alle attività di riserva della BCE	148
2.4 Le procedure di regolamento per le garanzie	119		
3 LE BANCONOTE E LE MONETE	121		

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO A CIPRO E MALTA	149	CAPITOLO 6	LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO	
CAPITOLO 4		1 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO		186
LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE		2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO		187
1 LA STABILITÀ FINANZIARIA	154	CAPITOLO 7	L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA	
1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	154	1 LA POLITICA DI COMUNICAZIONE		192
1.2 Accordi in materia di stabilità finanziaria	156	2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE		193
2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	158	CAPITOLO 8	L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO	
2.1 Aspetti generali	158	1 GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE		199
2.2 Il settore bancario	159	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali		199
2.3 Il settore dei valori mobiliari	160	1.2 Il Consiglio direttivo		200
3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	161	1.3 Il Comitato esecutivo		202
4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO	166	1.4 Il Consiglio generale		204
4.1 La sorveglianza sull'infrastruttura e sui sistemi di pagamento di importo rilevante in euro	166	1.5 I comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato per il bilancio preventivo, la Conferenza per le risorse umane e lo <i>steering committee</i> per l'informatica dell'eurosistema		205
4.2 I servizi di pagamento al dettaglio	170	1.6 La <i>governance</i> interna		206
4.3 Gli schemi di pagamento con carta	170	2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI		209
4.4 Compensazione e regolamento delle transazioni in titoli	170	2.1 Le risorse umane		209
CAPITOLO 5		2.2 La nuova sede della BCE		211
LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI		2.3 L'ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema		212
1 LE TEMATICHE EUROPEE	174	3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC		213
1.1 Le tematiche relative alle politiche economiche	174	4 IL BILANCIO DELLA BCE		214
1.2 Le problematiche istituzionali	175			
1.3 Gli andamenti nei paesi candidati all'adesione all'UE e le relazioni con gli stessi	176			
2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	178			
2.1 I principali sviluppi nel sistema monetario e finanziario internazionale	178			
2.2 La cooperazione con i paesi al di fuori dell'UE	181			

Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2007	215	Figura A Volatilità effettiva giornaliera del tasso di interesse <i>overnight</i>	42
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2007	218	Figura B Volatilità effettiva giornaliera dei tassi di interesse sui depositi a più lungo termine	42
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2007	220	Figura C Volatilità effettiva e implicita dei tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi	43
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	221	3 Analogie e differenze fra gli episodi di turbolenza finanziaria del 2007 e del 1998	48
Note allo stato patrimoniale	226	Figura A Rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel 1998 e 2007	49
Note al conto economico	237	Figura B Prezzi delle azioni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel 1998 e 2007	49
Relazione del revisore indipendente	243	4 Impatto degli effetti base dovuti ai prezzi dei beni energetici sull'inflazione armonizzata nel 2007	59
Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	244	Figura A Contributi alla variazione dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dal dicembre 2006	60
5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'Eurosistema AL 31 DICEMBRE 2007	246	Figura B Scomposizione delle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC	60
ALLEGATI		Figura C Scomposizione delle variazioni dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dal dicembre 2006	61
STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	250	5 L'inflazione dei prodotti alimentari nell'area dell'euro	62
PARERI ADOTTATI DALLA BCE	253	Figura A Contributi dei prezzi degli alimentari trasformati all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC	63
CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'Eurosistema	257	Figura B Andamenti dei prezzi degli alimentari e delle bevande tropicali	63
DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2007	261	Tavola IAPC: alimentari trasformati esclusi i tabacchi nei paesi dell'area dell'euro	64
GLOSSARIO	267		
ELENCO DEI RIQUADRI			
1 Le attività nette sull'estero delle IFM e il loro impatto sugli andamenti monetari	35		
Figura A Attività nette sull'estero delle IFM e M3	35		
Figura B Composizione dei flussi di capitale del settore detentore di moneta e attività nette sull'estero delle IFM	37		
Figura C Composizione dei flussi per investimenti di portafoglio	37		
Figura D Evoluzione delle attività e passività lorde sull'estero	38		
2 La volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario nel 2007	41		

6	Il calo della disoccupazione nell'area dell'euro negli ultimi anni	72	2	Indicatori del costo del lavoro	66
	Figura A Tasso di disoccupazione e crescita del PIL	72	3	Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti	69
	Tavola Tassi di disoccupazione nell'area dell'euro per sesso, classe di età e livello di istruzione	73	4	Andamenti del mercato del lavoro	71
	Figura B Intensità delle riforme nell'area dell'euro e distribuzione per tipologia di riforma per il 2000-2006	74	5	Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	75
7	Andamento dell'emissione di titoli pubblici e differenziali di rendimento obbligazionario nell'area dell'euro	76	6	Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	88
	Tavola A Titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	77	7	Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	89
	Tavola B Struttura delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	77	8	Situazione delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	91
	Figura A Scomposizione delle variazioni della spesa per interessi	78	9	Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dell'area dell'euro	92
	Figura B Differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi	78	10	Andamenti negli AEC II	94
	Figura C <i>Credit default swap</i> sovrani	79	11	Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	97
8	Insegnamenti derivanti dalla politica di bilancio del biennio 2000-2001	81	12	Pagamenti gestiti da Target	115
	Figura A Andamenti delle finanze pubbliche per il 1998-2007	82	13	L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2007	125
	Figura B Saldo di bilancio e componente ciclica	82	14	Principali indicatori economici per Cipro	140
9	Le operazioni di politica monetaria durante la fase di volatilità sui mercati finanziari	104	15	Principali indicatori economici per Malta	141
	Figura Eccedenza giornaliera di riserve nel periodo di mantenimento	105			
10	Le implicazioni statistiche dell'allargamento dell'area dell'euro a Cipro e Malta	143			

ELENCO DELLE TAVOLE

1	Andamenti dei prezzi	57
---	----------------------	----

ELENCO DELLE FIGURE

1	Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	18
2	Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate	25
3	Contributi per area geografica alla crescita del PIL mondiale	28
4	Principali andamenti dei mercati delle materie prime	29
5	M3 e prestiti al settore privato	30
6	Principali componenti di M3	31
7	Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario	31

8	Depositi in M3 per settore	32	30	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali	68
9	Crediti ai residenti nell'area dell'euro	33	31	Indicatori del clima di fiducia	70
10	Tassi di interesse del mercato monetario	39	32	Disoccupazione	71
11	Eurepo, Euribor e <i>swap</i> sui tassi di interesse <i>overnight</i> a tre mesi	40	33	Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali	84
12	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	44	34	Saldo di conto corrente e sue componenti	85
13	Inflazione di pareggio a pronti e a termine nell'area dell'euro	45	35	Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali	85
14	Principali indici dei corsi azionari	46	36	Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro	86
15	Volatilità implicita dei mercati azionari	47	37	Posizione patrimoniale netta verso l'estero	87
16	Prestiti delle IFM alle famiglie	51	38	Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute degli Stati membri dell'UE non aderenti agli AEC II	95
17	Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie	52	39	Credito al settore privato nel 2007	96
18	Debito e pagamenti per interessi delle famiglie	53	40	Differenziale Eonia	102
19	Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	54	41	Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2007	103
20	Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro	55	42	Garanzie idonee per tipologia di attività	107
21	Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie	55	43	Garanzie stanziare nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e consistenza del credito nelle operazioni di politica monetaria	108
22	Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie e sue componenti principali	56	44	Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia	109
23	Indici di indebitamento delle società non finanziarie	57	45	Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2007	121
24	Dinamica delle principali componenti dello IAPC	58	46	Valore totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2007	121
25	Contributi alla crescita dello IAPC	59	47	Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2007	122
26	Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	65	48	Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2007	123
27	Redditi per occupato per settore	66	49	Distribuzione delle banconote in euro contraffatte per taglio	123
28	Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	67			
29	Misure qualitative dell'inflazione percepita e attesa dai consumatori dell'area dell'euro	67			

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE SIGLE

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

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

PREFAZIONE



Un altro importante evento del 2007 è stato la firma del nuovo Trattato dell'UE da parte dei capi di Stato o di governo, a Lisbona il 13 dicembre. Il documento è attualmente in fase di ratifica presso tutti i ventisette Stati membri; la sua entrata in vigore è prevista per il 1° gennaio 2009. La BCE accoglie con soddisfazione il fatto che il nuovo Trattato sancisca che la stabilità dei prezzi costituisce un obiettivo dell'UE, mentre la realizzazione dell'Unione economica e monetaria (UEM), con l'euro come relativa valuta, ne diviene un obiettivo. La BCE si aggiunge alle istituzioni dell'Unione; il nuovo Trattato conferma l'indipendenza della BCE, del SEBC e delle BCN, nonché la personalità giuridica, i poteri normativi e l'indipendenza finanziaria della BCE. La BCE considera che il nuovo Trattato convalidi l'assetto corrente dell'UEM e auspica il rapido completamento del processo di ratifica.

Da uno sguardo retrospettivo agli eventi dello scorso anno emerge per importanza l'allargamento dell'area dell'euro, il terzo dalla sua creazione nel 1999. In applicazione della decisione adottata nel 2007, il 1° gennaio 2008 ha segnato l'adozione dell'euro da parte di Cipro e Malta – quattordicesimo e quindicesimo Stato membro dell'UE che hanno aderito all'area dopo la Grecia nel 2001 e la Slovenia nel 2007 – e l'ingresso delle rispettive banche centrali nazionali (BCN) nell'Eurosistema. Desidero porgere il più caloroso benvenuto ai cittadini ciprioti e maltesi. I buoni risultati economici conseguiti da Cipro e Malta grazie all'attuazione di politiche macroeconomiche orientate alla stabilità negli ultimi anni hanno consentito ai due paesi di introdurre l'euro come propria moneta. In entrambi i casi la sostituzione del contante è proceduta in modo regolare ed efficiente. La principale sfida che si prospetta per i due paesi sul piano delle politiche in seguito all'adozione dell'euro consiste nel garantire la conduzione di politiche economiche nazionali adeguate in vista di assicurare un elevato grado di convergenza sostenibile.

Nel 2007 il tasso di inflazione sui dodici mesi dell'area dell'euro misurato sullo IAPC è stato del 2,1 per cento, rispetto al 2,2 nel 2006. Se da un lato questo valore supera la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, che corrisponde a un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento, dall'altro la politica monetaria della BCE ha continuato ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nel medio-lungo periodo su livelli sostanzialmente coerenti con la stabilità dei prezzi malgrado le significative pressioni al rialzo esercitate su questi ultimi nel contesto economico. Tali pressioni sono principalmente riconducibili ai rincari delle materie prime, in particolare dell'energia e – soprattutto nel quarto trimestre – dei prodotti alimentari, nonché, dal lato interno, agli effetti degli incrementi delle imposte indirette, dei vincoli di capacità produttiva in una fase di espansione economica e dell'irrigidimento dei mercati del lavoro. Il continuo ancoraggio delle aspettative di inflazione su orizzonti di medio-lungo periodo nel corso del 2007 costituisce dunque un favorevole riscontro della credibilità della

BCE nell'assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine, in linea con il suo mandato. Questo è un presupposto indispensabile per il buon funzionamento dei mercati, la crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro e riveste la massima priorità per il Consiglio direttivo.

Nell'intero arco del 2007 la stabilità dei prezzi è stata soggetta a rischi chiaramente orientati al rialzo nel medio periodo; questi includono possibili ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli e potenziali incrementi imprevedibili dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Ancora più rilevanti sono stati i forti rischi di un maggiore potere delle imprese nel determinare i prezzi, soprattutto in segmenti di mercato a bassa concorrenza, e di una dinamica salariale più vivace del previsto, suscettibile di innescare effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi, connessi a tassi di inflazione temporaneamente elevati. Per assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine il Consiglio direttivo ha seguito con particolare attenzione le trattative salariali e la formazione dei prezzi nell'area dell'euro.

Nel 2007 l'attività economica ha continuato a crescere a ritmi sostenuti nell'area dell'euro; il PIL in termini reali è aumentato del 2,6 per cento sui dodici mesi, malgrado la volatilità dei prezzi dell'energia e un contesto caratterizzato da maggiore incertezza riconducibile alle turbolenze finanziarie della seconda metà dell'anno. Se da un lato le esportazioni dell'area dell'euro hanno seguito a beneficiare di una crescita mondiale vigorosa seppure in calo, dall'altro la domanda interna, in particolare la componente degli investimenti fissi, è rimasta la principale determinante dell'espansione dell'attività. Nella prima metà del 2007 il notevole incremento degli investimenti è stato sostenuto da condizioni di finanziamento favorevoli, utili societari elevati e ulteriori guadagni di efficienza delle imprese. Nella seconda metà dell'anno la maggiore incertezza finanziaria ha in parte pesato sulla situazione dell'economia reale e i rischi complessivi per lo

scenario di base relativo alla crescita nell'area dell'euro si sono orientati al ribasso.

La verifica incrociata con l'analisi monetaria ha avvalorato la valutazione del Consiglio direttivo secondo cui i rischi per la stabilità dei prezzi hanno continuato a essere chiaramente orientati al rialzo nel medio-lungo periodo. Una valutazione di ampio respiro dei dati disponibili ha confermato che il tasso di espansione di fondo di moneta e credito è stato molto vigoroso. Nella seconda metà del 2007 sono rimasti limitati gli effetti delle turbolenze finanziarie sulla dinamica di fondo dell'aggregato monetario ampio e sull'espansione del credito, come evidenzia in particolare la crescita sostenuta dei prestiti bancari al settore privato interno, soprattutto alle società non finanziarie, in base a cui si può ritenere che l'offerta di credito non sia stata pregiudicata in misura significativa. Il Consiglio direttivo ha prestato particolare attenzione all'evoluzione della moneta nel corso di tale periodo.

Per contenere i rischi al rialzo prevalenti per la stabilità dei prezzi nel medio termine, il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse di riferimento della BCE nel marzo e nel giugno del 2007, di 25 punti base in entrambi i casi. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è pertanto aumentato al 4,00 per cento in giugno, rispetto al 3,50 di fine 2006. Nella seconda metà del 2007 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Tenendo in debita considerazione anche il livello insolitamente elevato di incertezza riguardo all'impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, il Consiglio direttivo ha ritenuto necessario raccogliere e valutare maggiori informazioni e seguire con particolare attenzione gli andamenti dei mercati finanziari prima di trarre ulteriori conclusioni sul piano della politica monetaria. Al tempo stesso ha confermato di essere sempre pronto a intraprendere qualsiasi azione necessaria ad assicurare che non si concretizzassero rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi e che fosse

preservato il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nel lungo periodo.

Nel 2007 sono stati compiuti ulteriori progressi nel risanamento dei conti pubblici, in base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità, con una riduzione del rapporto medio fra disavanzo pubblico e PIL per l'area dell'euro dall'1,5 per cento del 2006 allo 0,8 per cento. Tuttavia, per il 2008 si prevede già un rinnovato incremento di tale rapporto, in una fase in cui numerosi paesi non hanno ancora conseguito posizioni di bilancio solide. Ciò comporta il rischio che alcuni non rispettino le disposizioni del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita. Per non compromettere la credibilità del Patto è necessario che tali paesi perseguano politiche assai più ambiziose e rafforzino la propria posizione strutturale in linea con il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL su base annua, come richiesto dal Patto. È essenziale che tutti onorino gli impegni assunti e si adoperino per conseguire l'obiettivo a medio termine di realizzare situazioni di bilancio solide entro e non oltre il 2010, come convenuto e annunciato nella riunione dell'Eurogruppo tenuta a Berlino nell'aprile 2007. Un allentamento discrezionale della politica di bilancio sarebbe totalmente inappropriato. Al contrario, consentendo agli stabilizzatori automatici di operare liberamente in paesi con solide posizioni di bilancio e salvaguardando la sostenibilità a lungo termine dei conti pubblici le politiche fiscali possono fornire il miglior contributo alla stabilità macroeconomica.

Per quanto concerne le riforme strutturali, i risultati recentemente conseguiti nel contesto della strategia di Lisbona sono incoraggianti. Le riforme strutturali e la moderazione salariale degli ultimi anni hanno determinato un incremento significativo dell'occupazione nell'area dell'euro, intorno a 15,8 milioni di posti di lavoro, nei nove anni intercorsi dall'inizio della Terza fase dell'UEM, a fronte di un aumento di circa 4,5 milioni registrato

per lo stesso gruppo di paesi nel periodo di nove anni anteriore al 1999. Anche il tasso di disoccupazione ha continuato a diminuire nell'area dell'euro, passando dall'8,3 per cento del 2006 al 7,4 nel 2007, un valore che non si registrava da un quarto di secolo. Non vi è tuttavia motivo di compiacersi. In molti paesi i tassi di disoccupazione sono ancora elevati e il tasso di partecipazione alle forze di lavoro rimane modesto rispetto agli standard internazionali. Inoltre, l'espansione della produttività nell'area dell'euro seguita a essere debole, limitando il margine per incrementi salariali. È quindi importante che i governi mantengano vivo l'impegno e si adoperino maggiormente nelle riforme per rimuovere le barriere residue che ostacolano la creazione di posti di lavoro e la crescita della produttività. Ciò richiede soprattutto miglioramenti sul piano dell'istruzione e dell'apprendimento permanente, che valorizzerebbero il capitale umano, favorirebbero le prospettive di occupazione e potenzierebbero l'innovazione. Occorre un impegno costante anche in vista di stimolare la concorrenza e la flessibilità e di migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. In particolare, promuovendo la concorrenza nel settore dei servizi e delle industrie di rete, nonché attuando misure adeguate nel mercato agricolo dell'UE, si sosterebbero la crescita della produttività e la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Il 2007 è stato segnato da sfide molto ardue nei mercati finanziari. A partire da agosto i mercati monetari in euro hanno risentito di una correzione molto significativa dei mercati su scala mondiale con episodi di acuta turbolenza e un alto livello di volatilità. La carenza di liquidità nel mercato monetario in euro registrata il 9 agosto ha indotto la BCE a erogare 95 miliardi di euro al tasso ufficiale del 4,00 per cento con scadenza *overnight*. La BCE ha condotto ulteriori operazioni di natura analoga e importo decrescente nei giorni successivi. Nelle settimane e nei mesi seguenti ha anche effettuato operazioni

di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntive nonché operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*). Inoltre ha fornito liquidità in dollari parallelamente al programma di anticipazioni a termine tramite asta (*Term Auction Facility*) della Federal Reserve Bank di New York. A fine anno la BCE ha adottato misure straordinarie per rispondere alle specifiche esigenze di liquidità del sistema bancario.

A seguito delle operazioni condotte dalla BCE il tasso di interesse *overnight* si è riportato sui livelli stabili prossimi al tasso ufficiale deciso dal Consiglio direttivo che prevalevano prima della fase di turbolenza. Permangono tuttavia tensioni nel segmento a più lunga scadenza del mercato monetario.

La correzione che ha interessato i mercati finanziari ha innescato una considerevole rivalutazione del rischio da parte degli operatori. La BCE, così come gli altri membri dell'Eurosistema, ha lanciato un monito in diverse occasioni, in particolare nel suo rapporto sulla stabilità finanziaria (*Financial Stability Review*), riguardo alla sottovalutazione dei rischi nei mercati. Sebbene la significativa correzione in atto non si sia ancora conclusa, è già possibile trarre alcuni insegnamenti a titolo provvisorio: 1) vi è l'esigenza di un miglioramento dei sistemi di gestione del rischio da parte delle banche; 2) bisogna riflettere su vantaggi e svantaggi del modello di creazione e immediato trasferimento del credito (*originate to distribute*) sviluppato prima dell'inizio della correzione; 3) è necessaria maggiore trasparenza da parte di tutti i soggetti operanti nei mercati; 4) occorre valutare il ruolo complessivo delle agenzie di *rating* del credito; 5) è necessario che le autorità di vigilanza attuino il nuovo schema patrimoniale di Basilea2 nella maniera più rapida ed efficace possibile e studino possibili miglioramenti del regime di vigilanza per il rischio di liquidità.

Il sistema finanziario dell'area dell'euro ha dimostrato una buona tenuta nel 2007, ma la sua capacità di assorbire gli shock è stata messa a dura prova durante tutta la seconda metà

dell'anno. Oltre alle potenziali ripercussioni delle turbolenze nei mercati del credito, in futuro il sistema bancario dell'area sarà soggetto a rischi principalmente connessi alla possibilità di andamenti avversi del ciclo del credito, con implicazioni negative per la qualità degli attivi bancari e svalutazioni dei crediti. Inoltre, la possibilità di un disordinato riassorbimento degli squilibri mondiali resta una fonte di rischio a medio termine per la stabilità del sistema finanziario mondiale.

Nel corso del 2007 la BCE ha seguito a contribuire attivamente al processo di integrazione finanziaria in Europa. Oltre a tenere sotto osservazione i progressi compiuti in questo ambito e a prestare consulenza sul piano legislativo e normativo ha confermato il proprio ruolo di catalizzatore per le attività svolte dal settore privato, continuando in particolare a sostenere con impegno la realizzazione dell'Area unica dei pagamenti in euro. L'Eurosistema ha portato avanti un dialogo costante con le banche e gli altri soggetti coinvolti e ha intensificato gli sforzi di coordinamento con la Commissione europea. Ha sostenuto l'adozione della Direttiva sui servizi di pagamento, che è stata approvata il 15 ottobre 2007 dal Consiglio dell'UE.

Inoltre, il 19 novembre 2007 è entrato in funzione il sistema Target2, con la migrazione dell'operatività di un primo gruppo di otto paesi alla nuova piattaforma unica condivisa. È quindi seguito un secondo gruppo di sette paesi il 18 febbraio di quest'anno, mentre un terzo gruppo effettuerà la transizione il 19 maggio. In vista di trarre il massimo beneficio da Target2, l'Eurosistema ha continuato a valutare la possibilità di offrire un nuovo servizio denominato *Target2-Securities* (T2S), allo scopo di fornire un'infrastruttura tecnica comune per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli in euro da parte dei sistemi di deposito accentrati e di gestire i regolamenti sia in titoli sia in contante tramite una singola piattaforma tecnica. T2S annullerebbe qualsiasi

differenza fra regolamenti condotti a livello nazionale e transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro. Dovrebbe pertanto contribuire all'integrazione e all'armonizzazione dei servizi finanziari post-negoziazione in Europa e promuovere la concorrenza consentendo un accesso paritario, più conveniente e armonizzato ai servizi di regolamento nell'ambito del mercato finanziario europeo.

In totale le posizioni a preventivo per il 2007 ammontavano a 1.348 equivalenti a tempo pieno, rispetto alle 1.343 dell'esercizio precedente. Nel 2006 sono stati introdotti principi generali di mobilità che incoraggiano i membri del personale a cambiare mansioni ogni cinque anni di servizio; in seguito a ciò la mobilità interna ha ricevuto considerevole sostegno. In totale 152 membri del personale, fra cui 31 dirigenti e consiglieri, hanno assunto una diversa posizione lavorativa all'interno della BCE nel 2007, su base temporanea o a lungo termine.

Oltre a promuovere la mobilità, la strategia per le risorse umane ha continuato a perseguire l'affinamento della gestione della BCE e, in particolare, il potenziamento delle competenze dirigenziali attraverso corsi di formazione e programmi di preparazione individuale. La costante acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale resta uno dei cardini della strategia per le risorse umane della BCE. Oltre a numerose possibilità di formazione offerte internamente, i dipendenti hanno continuato a usufruire di opportunità formative esterne per far fronte a esigenze individuali specifiche di natura più tecnica.

Nel 2007 la Conferenza per le risorse umane, istituita nel 2005 allo scopo di promuovere la cooperazione e lo spirito di squadra fra le banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nel settore della gestione delle risorse umane, ha trattato diversi aspetti della formazione e dello sviluppo del personale, fra cui possibili attività formative a livello del SEBC e la definizione di

misure atte a incrementare la mobilità all'interno di quest'ultimo.

Il 2007 ha visto il completamento della fase di progettazione dettagliata della nuova sede della BCE. A metà luglio è stato pubblicato un bando di gara nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea per la selezione di un contraente generale a cui affidare i lavori di costruzione. In risposta alle manifestazioni di interesse pervenute entro gli inizi di ottobre la BCE ha selezionato alcune società, che sono state invitate a sottoporre un'offerta. La BCE deciderà entro ottobre 2008 a quale fra queste assegnare l'appalto. Il progetto procede nel rispetto del calendario e del bilancio di previsione approvati dal Consiglio direttivo.

Nel 2007 la BCE ha registrato un risultato lordo di 286 milioni di euro, rispetto a 1.379 milioni nell'esercizio precedente. Come nel 2006, un ammontare equivalente è stato imputato a un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro, determinando un utile netto pari a zero. Il fondo, la cui entità sarà riesaminata con cadenza annuale, verrà utilizzato per ripianare perdite derivanti dall'esposizione a tali rischi, in particolare minusvalenze non coperte dai conti di rivalutazione.

Francoforte sul Meno, marzo 2008



Jean-Claude Trichet



CAPITOLO I

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

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA¹

Nel 2007 la BCE ha condotto la sua politica monetaria in un contesto caratterizzato da una solida crescita economica e da una vigorosa espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro. Nel corso dell'anno, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo sono rimasti chiaramente orientati al rialzo, come individuato dalla consueta analisi economica e monetaria del Consiglio direttivo. Per contenere tali rischi il Consiglio direttivo ha ulteriormente adeguato l'orientamento della politica monetaria, innalzando i tassi di riferimento della BCE di complessivi 50 punti base in marzo e giugno. A seguito di questi aumenti, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema si è portato al 4,00 per cento a giugno del 2007.

Agli inizi di agosto del 2007 i mercati finanziari sono stati interessati dall'emergere di turbolenze e da un aumento della volatilità, riconducibili al deterioramento del mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria e alla ridefinizione del prezzo del rischio. In questo contesto l'incertezza sulle prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro si è portata su livelli insolitamente

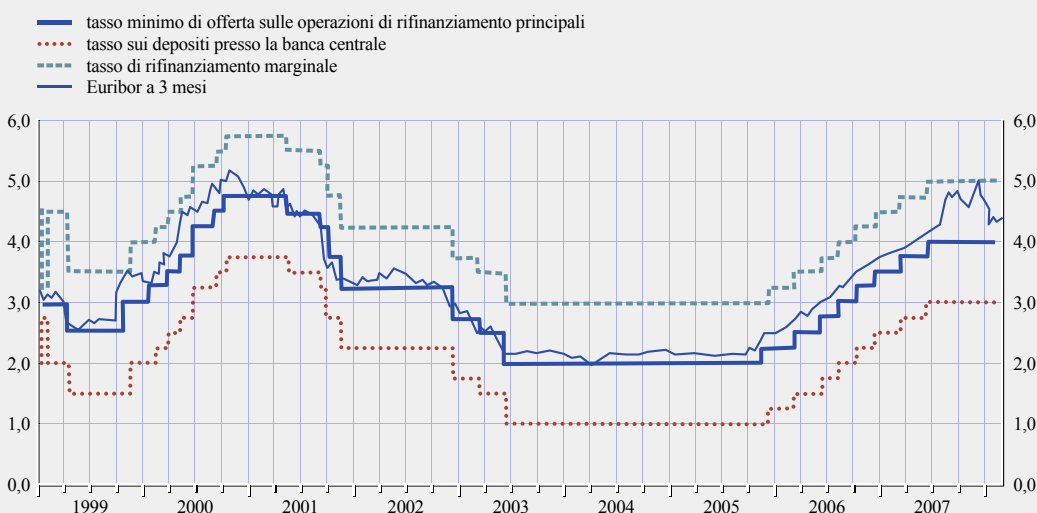
elevati. Sebbene si confermassero rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, l'accresciuta incertezza rendeva necessario raccogliere e valutare informazioni aggiuntive prima di poter trarre conclusioni utili ai fini della politica monetaria. Pertanto il Consiglio direttivo ha mantenuto invariati i tassi di riferimento della BCE nella seconda metà dell'anno (cfr. figura 1).

Nel 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC è stata pari in media al 2,1 per cento, rispetto al 2,2 nel 2006. Il tasso di inflazione ha oscillato in misura significativa nel corso dell'anno, soprattutto a causa degli andamenti dei prezzi dell'energia. Fino al terzo trimestre, la sua evoluzione è stata in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (un valore inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo), in parte grazie agli effetti base favorevoli derivanti dagli andamenti dei prezzi energetici nell'anno precedente.

¹ I dati relativi al PIL reale e all'inflazione misurata sullo IAPC sono quelli rivisti disponibili nel giorno di chiusura di questo Rapporto (29 febbraio 2008). L'uso di dati rivisti, al posto di quelli che erano disponibili nel momento in cui le decisioni di politica monetaria sono state prese, non modifica la linea di ragionamento sottostante le valutazioni e le decisioni di politica monetaria presentate in questa sezione.

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

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



Fonte: BCE.

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

Verso la fine del 2007, per contro, l'inflazione ha segnato un brusco aumento, raggiungendo livelli significativamente superiori al 2 per cento. L'aumento va principalmente ascrivito ai forti rialzi dei prezzi internazionali del greggio e dei beni alimentari nella seconda metà del 2007, che sono stati amplificati da effetti base sfavorevoli connessi al calo dei prezzi dell'energia nell'ultimo trimestre del 2006. Al tempo stesso, la dinamica salariale è rimasta alquanto moderata nel corso dell'anno malgrado la robusta crescita economica, il profilarsi di vincoli alla capacità produttiva e le condizioni più tese sul mercato del lavoro. Le aspettative di inflazione a più lungo termine rilevate dalle indagini congiunturali sono rimaste ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, mentre i tassi di inflazione di pareggio ricavati dai rendimenti obbligazionari, che incorporano un premio per il rischio di inflazione, sono lievemente aumentati. Nel complesso, la stabilità dei prezzi nel medio periodo ha continuato a essere soggetta a rischi orientati chiaramente al rialzo. Tali rischi includevano: la possibilità di ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli, aumenti inattesi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette e la possibilità di un rafforzamento del potere di determinazione dei prezzi delle imprese, specie nei settori meno concorrenziali. In maniera più rilevante, sostanziali rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi erano collegati al possibile delinarsi di dinamiche salariali più vivaci del previsto e, in particolare, di effetti di secondo impatto sulla formazione di salari e prezzi come conseguenza del rincaro delle materie prime e degli elevati tassi di inflazione.

Nel 2007 l'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a crescere a ritmi sostenuti. Sebbene le esportazioni dell'area dell'euro abbiano continuato a beneficiare di una crescita mondiale robusta, anche se in lieve moderazione, la domanda interna è stata la determinante principale della perdurante espansione economica. All'attività di investimento, rimasta vivace durante l'anno, hanno contribuito le condizioni di finanziamento favorevoli (specie nella prima metà), gli utili societari elevati e i

costanti guadagni di efficienza delle imprese, risultanti dal lungo processo di ristrutturazione che ha interessato il settore societario. L'espansione economica nell'area dell'euro ha beneficiato anche degli andamenti dei consumi che sono stati sostenuti dall'evoluzione del reddito reale disponibile, in un quadro di continuo miglioramento del mercato del lavoro. Le turbolenze registratesi nei mercati finanziari dagli inizi di agosto 2007 hanno reso più incerte le prospettive per l'attività economica e intensificato i rischi al ribasso per la crescita. I fondamentali dell'area dell'euro sono tuttavia rimasti solidi: la redditività delle imprese si è mantenuta sostenuta, i bilanci familiari apprezzabili, la crescita dell'occupazione robusta e il tasso di disoccupazione è sceso dall'8,2 per cento del 2006 al 7,4 nel 2007, raggiungendo il livello minimo degli ultimi 25 anni. Nel complesso, malgrado le minacce associate alla variabilità dei prezzi dell'energia e alle turbolenze finanziarie, nel 2007 il PIL reale dell'area dell'euro è aumentato del 2,6 per cento su base annua. Sebbene per la maggior parte dell'anno i rischi per le prospettive di crescita economica a breve termine siano stati sostanzialmente bilanciati, quelli a lungo termine si sono mantenuti orientati verso il basso. Questi rischi sono stati principalmente connessi all'andamento di fattori esterni, in particolare alla possibilità di ulteriori rincari del greggio e delle altre materie prime, agli squilibri a livello mondiale e a potenziali pressioni protezionistiche. I rischi al ribasso per la crescita economica si sono intensificati dopo l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari, per via dell'impatto potenziale della rivalutazione del rischio sulle condizioni di finanziamento, sul clima di fiducia nell'economia e sul contesto internazionale.

La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria ha confermato il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. La moneta e il credito hanno continuato a espandersi a un ritmo vigoroso durante il 2007. Sebbene sugli andamenti dell'aggregato monetario ampio M3 abbiano influito diversi fattori di carattere

temporaneo (quali l'appiattimento della curva dei rendimenti e, più avanti nel corso dell'anno, le turbolenze finanziarie e operazioni specifiche connesse alla ristrutturazione di alcuni gruppi bancari), una valutazione complessiva dei dati ha confermato il vigore dell'espansione di fondo della moneta e del credito, come evidenziato in particolare dalla forte crescita dei prestiti al settore privato. Il Consiglio direttivo ha pertanto prestato particolare attenzione agli andamenti monetari, anche al fine di comprendere meglio la reazione a breve termine delle istituzioni finanziarie, delle famiglie e delle imprese alla crisi dei mercati finanziari nella seconda metà del 2007.

Per contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi individuati dall'analisi economica e da quella monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso in marzo e giugno del 2007 di innalzare i tassi di riferimento della BCE, in entrambi i casi di 25 punti base. Con l'emergere delle turbolenze finanziarie agli inizi di agosto, le prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro sono state soggette a un grado di incertezza insolitamente elevato, determinato dalla maggiore volatilità e dalla ridefinizione del prezzo del rischio nei mercati finanziari. In questo contesto, e nonostante la valutazione secondo cui i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo rimanessero chiaramente orientati al rialzo, il Consiglio direttivo ha ritenuto opportuno raccogliere informazioni aggiuntive ed esaminare attentamente i dati che si rendevano disponibili prima di trarre ulteriori conclusioni per la politica monetaria. Tenendo in debito conto l'accresciuta incertezza, il Consiglio direttivo ha quindi mantenuto invariati i tassi di riferimento della BCE nella seconda metà dell'anno.

Nelle comunicazioni agli operatori dei mercati finanziari e al pubblico, il Consiglio direttivo ha sottolineato che avrebbe seguito con molta attenzione tutti gli sviluppi, in particolare quelli nei mercati finanziari. Ha inoltre segnalato di essere pronto a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, intervenendo con fermezza e tempestività per evitare il concretarsi

nel medio periodo di effetti di secondo impatto sulla formazione di salari e prezzi. Ciò avrebbe assicurato un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Conformemente al mandato del Consiglio direttivo, tale ancoraggio costituisce un presupposto fondamentale per garantire mercati efficienti, una sostenuta crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

ULTERIORE ADEGUAMENTO DELL'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA NELLA PRIMA METÀ DEL 2007

I dati pervenuti all'inizio del 2007 hanno ulteriormente confortato le motivazioni all'origine degli aumenti dei tassi di interesse decisi nel 2006. In particolare, questi dati hanno corroborato l'opinione secondo la quale i rischi per la stabilità dei prezzi restavano orientati al rialzo, mentre l'attività economica nell'area dell'euro continuava a crescere a un ritmo vigoroso.

Con un tasso di incremento sul trimestre precedente dello 0,8 per cento, nel quarto trimestre del 2006 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro era stata superiore alle attese. I contributi determinanti erano provenuti dalla domanda interna e dalle esportazioni, manifestando la natura sempre meno dipendente dall'impulso esterno dell'espansione. Inoltre, gli indicatori del clima di fiducia disponibili continuavano a suffragare l'opinione del Consiglio direttivo circa il protrarsi della vigorosa dinamica economica agli inizi del 2007. Anche le prospettive per l'attività economica nel medio periodo rimanevano favorevoli e sussistevano le condizioni per una crescita sostenuta dell'economia dell'area, data la robusta espansione mondiale e la vivace dinamica degli investimenti nell'area dell'euro nel quadro di un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo del 2007, gli intervalli di valori relativi alla crescita economica sono stati rivisti al rialzo rispetto a quelli delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre del 2006.

Questa revisione ha riflesso in larga parte il persistente vigore della crescita del PIL reale nella seconda metà del 2006 e il calo dei prezzi dell'energia che, se duraturo, si riteneva potesse influire positivamente sul reddito disponibile reale. Stando alle proiezioni, il tasso di crescita medio del PIL reale si sarebbe collocato fra il 2,1 e il 2,9 per cento nel 2007 e fra l'1,9 e il 2,9 per cento nel 2008.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, all'inizio del 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta all'1,9 per cento sui dodici mesi, risultando quindi coerente con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Il calo dell'inflazione complessiva dall'estate del 2006 va ascritta prevalentemente alla diminuzione dei prezzi dell'energia. Nel valutare le prospettive per l'andamento dei prezzi, il Consiglio direttivo ha sottolineato l'importanza di assumere un orizzonte a medio termine e guardare oltre la possibile volatilità dei tassi di inflazione nel corso del 2007. Nelle proiezioni macroeconomiche di marzo degli esperti della BCE, il limite superiore dell'intervallo relativo all'inflazione nel 2007 è risultato lievemente più basso rispetto alle proiezioni elaborate nel dicembre 2006 dagli esperti dell'Eurosistema, rispecchiando in gran parte il significativo calo dei corsi petroliferi. L'intervallo relativo al 2008, per contro, è stato spostato leggermente verso l'alto rispetto alle proiezioni di dicembre, soprattutto sulla base di un'ipotesi di accelerazione dell'economia dell'area, che avrebbe potuto esercitare maggiori pressioni sul costo e sull'utilizzo dei fattori di produzione. Secondo le proiezioni il tasso medio di inflazione armonizzata sarebbe stato compreso fra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2007 e fra l'1,4 e il 2,6 per cento nel 2008. Nell'orizzonte di medio periodo rilevante ai fini della politica monetaria, queste prospettive rimanevano soggette a rischi al rialzo.

I risultati dell'analisi monetaria hanno confermato i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi individuati dall'analisi economica. Il perdurante vigore dell'espansione della moneta e del credito, in un contesto di liquidità abbondante, ha segnalato rischi inflazionistici

nel medio-lungo periodo. All'inizio del 2007, la crescita sui dodici mesi di M3 è salita su livelli mai osservati dall'introduzione dell'euro. Inoltre, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è rimasto elevato, rispecchiando in gran parte il protrarsi della tendenza al rialzo mostrata dalla crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie dalla metà del 2004. Nel contempo, a fronte di un aumento dei tassi sui mutui ipotecari in tutta l'area dell'euro e di un rallentamento del settore dell'edilizia residenziale in alcune regioni, la crescita dell'indebitamento delle famiglie ha mostrato segnali di moderazione, pur restando sostenuta. I dati monetari hanno dunque confermato la persistente tendenza al rialzo del tasso di incremento di fondo della moneta e del credito osservata dalla metà del 2004. Pertanto il Consiglio direttivo è stato dell'avviso che gli andamenti monetari continuavano a richiedere un'osservazione molto attenta, soprattutto alla luce di una robusta espansione economica e del protrarsi della sostenuta dinamica dei mercati immobiliari nell'area dell'euro.

Considerando nel loro complesso i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi emersi dall'analisi economica e monetaria, l'8 marzo il Consiglio direttivo ha aumentato i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base. Ha peraltro affermato che, anche dopo questo ulteriore incremento e considerato il contesto economico favorevole, la politica monetaria della BCE seguitava a essere accomodante.

Per quanto concerne l'attività economica, i dati disponibili hanno fornito una chiara conferma che l'economia dell'area continuava a crescere a un ritmo significativamente superiore a quanto atteso un anno prima. Con un incremento sul trimestre precedente dello 0,8 per cento, nel primo trimestre del 2007 la crescita del PIL reale ha di nuovo superato lievemente le attese. Anche le prospettive per l'attività economica nel medio periodo sono rimaste favorevoli. Secondo le proiezioni di giugno degli esperti dell'Eurosistema, nel 2007 il tasso di crescita medio del PIL reale si sarebbe collocato nella parte superiore dell'intervallo di valori indicato

dalle proiezioni di marzo degli esperti della BCE. Allo stesso tempo l'intervallo relativo al 2008 ha subito una lieve modifica al ribasso, indotta dal rincaro del petrolio, mentre i rischi per le prospettive venivano considerati complessivamente orientati verso il basso nel medio-lungo termine.

Sospinta dal rincaro del petrolio, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata all'1,9 per cento in maggio, un livello leggermente superiore alle attese formulate agli inizi del 2007. Tenendo conto del profilo ascendente dei prezzi del petrolio impliciti nei contratti *future* e dei passati andamenti dei prezzi dei beni energetici, si è formulata la previsione che nei mesi successivi i tassi di inflazione sui dodici mesi sarebbero calati solo lievemente, prima di aumentare significativamente verso la fine dell'anno. Il Consiglio direttivo ha ritenuto che le prospettive per l'inflazione rimanessero soggette a rischi al rialzo nel medio periodo. Tali rischi risultavano principalmente collegati alla possibilità di una dinamica salariale più sostenuta del previsto in un quadro caratterizzato da un crescente grado di utilizzo della capacità produttiva e da un progressivo miglioramento delle condizioni nei mercati del lavoro.

L'analisi monetaria ha confermato il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, dato il persistente vigore del tasso di espansione monetaria di fondo in condizioni di liquidità già abbondanti. Questo vigore ha trovato riscontro nel protrarsi della vivace dinamica di M3 e del credito. Allo stesso tempo, dopo aver tenuto conto dei fattori che incidono sull'andamento della moneta e del credito nel breve periodo, sono emerse sempre più indicazioni del fatto che l'incremento dei tassi di interesse a breve stesse gradatamente influenzando sulla dinamica monetaria, anche se non stava ancora frenando l'espansione monetaria e creditizia di fondo.

La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria ha confortato l'opinione del Consiglio direttivo secondo la quale prevalevano nel medio

periodo rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Sulla base di queste indicazioni, il 6 giugno il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di riferimento della BCE di ulteriori 25 punti base. Nella stessa occasione ha dichiarato che la politica monetaria della BCE, anche dopo tale decisione, continuava a connotarsi come accomodante. Pertanto, sarebbe stato giustificato intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Il Consiglio direttivo ha precisato inoltre che avrebbe seguito con attenzione l'evoluzione del quadro economico in tutti i suoi aspetti, per evitare il concretarsi di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

I TASSI DI RIFERIMENTO DELLA BCE RESTANO INVARIATI NELLA SECONDA METÀ DEL 2007

I dati sull'attività economica resi disponibili nel terzo trimestre sono rimasti positivi, corroborando l'ipotesi secondo la quale l'economia dell'area dell'euro continuava a crescere a ritmi sostenuti e in linea con lo scenario di base del Consiglio direttivo. Nonostante un calo del tasso di variazione del PIL reale sul trimestre precedente, sceso allo 0,3 per cento nel secondo trimestre dallo 0,8 del primo, nella prima metà dell'anno la crescita è risultata nel complesso in linea con il suo potenziale. Tuttavia, dopo lo scoppio della crisi nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria e delle connesse turbolenze finanziarie di agosto, le prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro sono state caratterizzate da un livello insolitamente elevato di incertezza, che ha reso necessaria una stretta osservazione di tutti gli sviluppi, in particolare di quelli nei mercati finanziari.

Nelle proiezioni macroeconomiche di settembre degli esperti della BCE, l'intervallo di valori relativo alla crescita del PIL reale nel 2007 è risultato pari a 2,2-2,8 per cento, lievemente al ribasso rispetto all'esercizio previsivo di giugno degli esperti dell'Eurosistema. La correzione va ascritta principalmente all'ipotesi di un leggero aumento dei prezzi del petrolio e di un moderato peggioramento delle condizioni di finanziamento, riconducibile ai premi per il

rischio più elevati determinati dalla turbolenza finanziaria. Per il 2008, l'intervallo indicato per la crescita economica è rimasto all'1,8-2,8 per cento, immutato rispetto a quello delle proiezioni di giugno degli esperti dell'Eurosistema. Queste proiezioni erano soggette a rischi orientati verso il basso e connessi principalmente all'eventualità che l'impatto esercitato dalla maggiore volatilità e dalla rivalutazione del rischio nei mercati finanziari sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia nell'economia risultasse più ampio.

Riguardo agli andamenti dei prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato pari all'1,7 per cento in agosto; per il resto dell'anno tuttavia le proiezioni indicavano tassi superiori al 2 per cento, ascrivibili in gran parte al profilo degli effetti base dei prezzi energetici. Secondo le proiezioni di settembre degli esperti della BCE, l'inflazione si sarebbe collocata fra l'1,9 e il 2,1 per cento nel 2007 e fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008, a seguito della valutazione secondo cui la diminuzione delle spinte provenienti da imposte indirette e prezzi dell'energia sarebbe stata presumibilmente compensata dalle pressioni generate dall'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto. Il Consiglio direttivo è stato del parere che le prospettive per l'andamento dei prezzi restavano soggette a rischi al rialzo.

Tale valutazione trovava riscontro anche nell'analisi monetaria, poiché il protratto vigore dell'espansione di fondo degli aggregati monetari e creditizi segnalava la presenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. In un quadro caratterizzato da turbolenze finanziarie, il Consiglio direttivo ha rammentato che la volatilità dei mercati finanziari può influire temporaneamente sulle dinamiche monetarie, dal momento che – come dimostrato da episodi passati – variazioni nella propensione al rischio del settore privato possono determinare consistenti ricomposizioni di portafoglio a favore di attività monetarie sicure e liquide. Il Consiglio direttivo è stato pertanto del parere che fosse necessaria un'analisi approfondita ed esaustiva dei dati monetari e creditizi per meglio comprendere l'impatto

degli andamenti finanziari sull'evoluzione della moneta e ricavare dalla crescita di quest'ultima i segnali, rilevanti per la politica monetaria, sulle tendenze di lungo periodo dell'inflazione.

Sebbene l'analisi economica e monetaria confermassero il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha ritenuto che, in considerazione dell'elevata incertezza generata dalla turbolenza finanziaria, occorressero maggiori informazioni prima di poter trarre ulteriori conclusioni utili alla politica monetaria. Di conseguenza ha deciso di lasciare invariati i tassi di riferimento della BCE nel terzo trimestre, riaffermando al contempo che avrebbe seguito con molta attenzione tutti gli sviluppi, e in particolare quelli nei mercati finanziari, al fine di evitare il concretarsi di rischi per la stabilità dei prezzi e di mantenere un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

I dati diffusi nel quarto trimestre del 2007 hanno confermato il vigore dell'espansione economica nell'area dell'euro. Nel terzo trimestre il PIL reale è aumentato dello 0,8 per cento sul trimestre precedente, sospinto principalmente dalla domanda interna. Inoltre gli indicatori di fiducia disponibili, pur segnando una lieve flessione in ragione del contesto di elevata volatilità e di ridefinizione del prezzo del rischio che da inizio agosto aveva interessato i mercati finanziari, si sono mantenuti su livelli coerenti con il perdurare dell'espansione economica anche nel quarto trimestre, seppure a un ritmo probabilmente più moderato rispetto al trimestre precedente. Nel complesso, il Consiglio direttivo ha ritenuto che i fondamentali economici dell'area dell'euro restassero solidi, come indicato dalla sostenuta redditività e dalla robusta crescita occupazionale. In dicembre gli esperti dell'Eurosistema hanno previsto che la crescita del PIL reale si sarebbe collocata fra il 2,4 e il 2,8 per cento nel 2007, fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008 e fra l'1,6 e il 2,6 per cento nel 2009. I valori relativi al 2008 sono stati leggermente rivisti al ribasso, mentre il nuovo intervallo per il 2007 si è situato nella parte superiore di quello precedentemente indicato.

In questo contesto restava valido lo scenario principale delineato dal Consiglio direttivo di una crescita del PIL reale nel 2008 e nel 2009 prossima al potenziale. Dal lato interno, i consumi e gli investimenti avrebbero contribuito all'espansione economica, mentre le esportazioni dell'area avrebbero continuato a beneficiare della domanda estera, a condizione che l'attività mondiale dimostrasse capacità di tenuta e che il rallentamento dell'economia statunitense venisse in parte compensato dal persistente vigore dei mercati emergenti. Le prospettive di crescita dell'area dell'euro hanno pertanto dimostrato una buona tenuta, nonostante la presenza di rischi al ribasso connessi soprattutto con il potenziale impatto della crisi finanziaria in atto sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia nell'economia, con possibili ripercussioni negative sulla crescita sia dell'area sia mondiale.

Sul fronte dei prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi calcolato sullo IAPC ha raggiunto livelli superiori al 3 per cento al volgere dell'anno. I principali fattori all'origine di tale andamento sono stati i sensibili aumenti dei prezzi internazionali del greggio e dei prodotti alimentari, unitamente agli effetti base sfavorevoli connessi ai prezzi dell'energia. Il Consiglio direttivo ha considerato che l'inflazione sarebbe rimasta su tassi significativamente superiori al 2 per cento nei primi mesi del 2008, per poi tornare a moderarsi nel corso dell'anno. Di conseguenza, la temporanea fase di elevata inflazione sarebbe risultata in certa misura più prolungata rispetto a quanto prospettato in precedenza.

Nelle proiezioni di dicembre gli esperti dell'Eurosistema hanno previsto che l'inflazione sarebbe aumentata nel 2008, collocandosi fra il 2,0 e il 3,0 per cento, per poi moderarsi nel 2009, su tassi compresi fra l'1,2 e il 2,4 per cento. Rispetto alle proiezioni formulate a settembre dagli esperti della BCE, l'intervallo per il 2008 ha evidenziato uno spostamento verso l'alto, riflettendo in ampia misura il profilo ipotizzato dei prezzi petroliferi e alimentari.

Dal lato degli andamenti monetari, le turbolenze in atto da agosto non parevano aver influenzato

in misura rilevante la dinamica dell'aggregato monetario ampio e l'espansione del credito. La crescita dei prestiti bancari al settore privato interno è infatti rimasta robusta nella seconda metà del 2007, a indicazione del fatto che non vi è stata una contrazione dell'offerta di credito. Nel complesso, una valutazione di ampio respiro dei dati monetari ha avvalorato l'ipotesi secondo cui il tasso di espansione di fondo della moneta e del credito restava sostenuto.

Considerato il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in un contesto caratterizzato dalla presenza di vincoli alla capacità produttiva e da un'evoluzione positiva del mercato del lavoro, risultava indispensabile evitare che la temporanea fase di elevata inflazione avesse effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi, così da assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Di conseguenza, il Consiglio direttivo ha sottolineato che stava seguendo con particolare attenzione le trattative salariali nell'area dell'euro. Andava inoltre evitata qualsiasi forma di indicizzazione dei salari nominali ai prezzi al consumo. Altri rischi al rialzo erano connessi sia a un ulteriore aumento dei prezzi petroliferi e agricoli, specie se si fosse protratta la tendenza ascendente da questi evidenziata negli ultimi mesi del 2007, sia ad aumenti imprevisti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE nel quarto trimestre del 2007. Al tempo stesso, ha comunicato chiaramente che la politica monetaria della BCE era pronta a intervenire con fermezza e tempestività al fine di contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, conformemente al mandato ricevuto in applicazione del Trattato. Ciò risultava necessario, da un lato, per evitare che si concretizzassero gli effetti di secondo impatto connessi agli elevati tassi di inflazione e gli altri rischi per la stabilità dei prezzi e, dall'altro, per assicurare un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio-lungo periodo.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

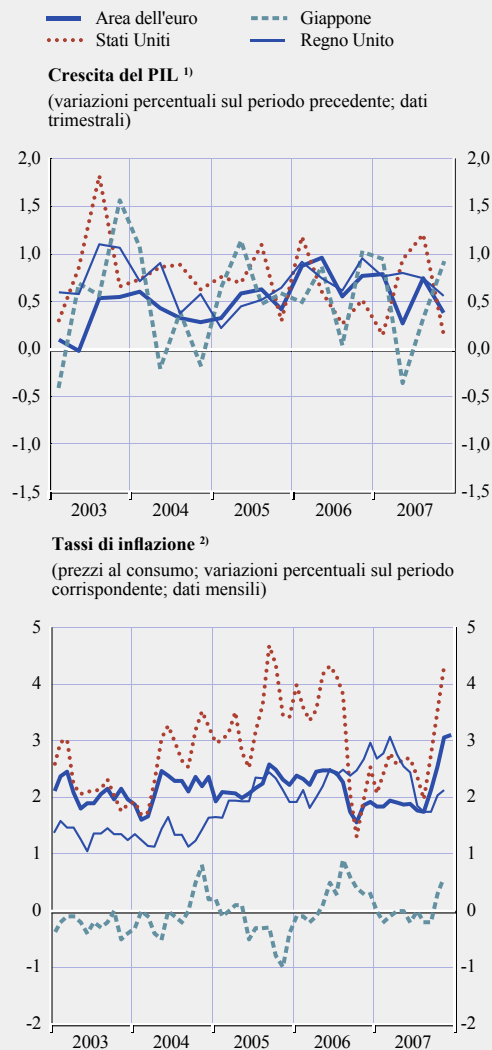
LA CRESCITA ECONOMICA HA TENUTO, SEPPURE IN MODERAZIONE

Nel 2007 la crescita dell'economia mondiale (all'esterno dell'area dell'euro) si è lievemente moderata rispetto al notevole vigore dei tre anni precedenti. Ciò va ricondotto sia alle tensioni finanziarie internazionali che sono emerse dalla metà del 2007 e hanno dominato gli andamenti economici, sia a una certa maturazione del ciclo manifatturiero mondiale. Negli Stati Uniti la debolezza sul mercato delle abitazioni ha avuto ripercussioni solo limitate sulle altre componenti della domanda interna, che nel secondo e terzo trimestre è cresciuta notevolmente, mentre nel quarto trimestre l'economia ha subito un pronunciato rallentamento. Fino a questo momento, le ricadute su scala internazionale del peggioramento delle prospettive economiche per gli Stati Uniti sono rimaste, tuttavia, piuttosto contenute. Le turbolenze hanno fatto temporaneamente aumentare la volatilità sui mercati finanziari delle principali economie emergenti, che, tuttavia, hanno per la maggior parte evidenziato una capacità di tenuta superiore rispetto al passato. Nell'insieme dell'anno i paesi emergenti, soprattutto asiatici, hanno continuato a registrare tassi di crescita elevati. Allo stesso tempo è aumentata l'incertezza riguardante le prospettive economiche mondiali, connessa con la diffusa rivalutazione dei rischi, il deterioramento delle condizioni di finanziamento, il rincaro delle materie prime e la flessione degli indicatori del clima di fiducia.

Le pressioni inflazionistiche, dopo essere rimaste generalmente contenute a livello internazionale tra gennaio e settembre, si sono notevolmente intensificate verso la fine del 2007 in gran parte delle economie (cfr. figura 2). Nei paesi dell'OCSE, l'inflazione al consumo è salita al 3,3 per cento nel dicembre 2007. Tale andamento è riconducibile principalmente al rincaro delle materie prime e ad effetti base sfavorevoli. In presenza di condizioni di mercato tese, i corsi petroliferi hanno continuato ad aumentare rapidamente nel corso del 2007.

Inoltre, i prezzi delle materie prime non petrolifere hanno continuato a registrare forti incrementi nella prima metà del 2007, per poi mantenersi, tra ampie oscillazioni, su livelli elevati. Questi ultimi andamenti hanno riflesso il forte rincaro delle derrate agricole, soprattutto alimentari, solo in parte controbilanciato dal calo dei prezzi dei metalli. Le quotazioni dei prodotti

Figura 2 Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stagionalizzati.

2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'IPC per gli Stati Uniti e il Giappone.

agricoli hanno continuato a risentire della forte domanda nelle economie emergenti, degli andamenti nella produzione dei biocarburanti e della scarsità dei raccolti in alcuni paesi. Data la maggiore incidenza dei beni alimentari negli indici di prezzo dei mercati emergenti, questi ultimi hanno subito pressioni inflazionistiche più pronunciate rispetto ai paesi industriali. Se tuttavia si escludono i prodotti alimentari ed energetici, in dicembre l'inflazione al consumo nei paesi dell'OCSE è rimasta contenuta, al 2,1 per cento.

Negli Stati Uniti il tasso di crescita annuo del PIL in termini reali è stato pari al 2,2 per cento nel 2007, inferiore di 0,7 punti percentuali rispetto all'anno precedente. La correzione sul mercato immobiliare, iniziata nel 2006, ha continuato a esercitare un notevole effetto frenante sull'economia: i minori investimenti in edilizia residenziale hanno fornito un contributo negativo di quasi un punto percentuale alla crescita del PIL. Inoltre, le turbolenze sui mercati finanziari connesse con la crisi dei mutui *subprime*, si sono intensificate la scorsa estate e hanno concorso a una riduzione del ritmo di espansione dell'economia verso la fine dell'anno. Nel corso del 2007 l'attività economica è stata volatile: la crescita del PIL è scesa al di sotto del tasso potenziale nel primo trimestre, lo ha superato ampiamente nel secondo e nel terzo, per poi ridiscendere nel quarto. In presenza di tale volatilità i consumi privati hanno continuato a registrare tassi di incremento sorprendentemente elevati, nonostante gli alti prezzi dei beni energetici e le turbolenze sui mercati finanziari e delle abitazioni. Ciò va ricondotto in larga misura ai persistenti aumenti dell'occupazione e dei redditi che, tuttavia, si sono molto ridimensionati verso la fine dell'anno. Inoltre, gli investimenti non residenziali delle imprese hanno evidenziato una dinamica vivace, sospinta dalla loro elevata redditività e – nella prima metà dell'anno – da condizioni di finanziamento favorevoli. Nel 2007 il contributo netto dell'interscambio commerciale è stato positivo, per la prima volta dal 1995, grazie alla sostenuta espansione mondiale e al deprezzamento del tasso di cambio effettivo

reale del dollaro. Tali fattori spiegano altresì la diminuzione del disavanzo del conto corrente al 5,5 per cento del PIL nei primi tre trimestri, dal 6,2 per cento nel 2006, in gran parte spiegata dalla riduzione del disavanzo commerciale.

Le turbolenze sui mercati finanziari, riconducibili all'aumento dell'incidenza delle inadempienze e delle esecuzioni forzate sui mutui *subprime* negli Stati Uniti, si sono intensificate durante l'estate. Durante gran parte del 2007, tuttavia, i suoi effetti sull'economia reale degli Stati Uniti sono rimasti piuttosto limitati e per lo più connessi alla disponibilità e al costo dei prestiti, soprattutto con riferimento ai mutui ipotecari speciali (*non conforming*). Per il resto le turbolenze si sono manifestate soprattutto sui mercati monetari e nel settore finanziario, laddove alcune importanti banche hanno dovuto operare ingenti svalutazioni.

Nel 2007, il tasso di variazione dell'Indice dei prezzi al consumo (IPC) statunitense sul periodo corrispondente è sceso al 2,8 per cento, dal 3,2 dell'anno precedente. L'inflazione al consumo è salita nella prima parte dell'anno, a causa dei forti rincari dei beni energetici e dell'accelerazione della componente dell'IPC rappresentata dai fitti figurativi (*owner-equivalent rent*). Dopo essere rimaste piuttosto contenute nei mesi estivi, le spinte inflazionistiche si sono successivamente intensificate; in novembre, il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi ha raggiunto un massimo al 4,3 per cento. Ciò è riconducibile in particolare a forti effetti base, nonché ai rincari dei prodotti energetici e di quelli alimentari verso la fine del 2007. Anche l'inflazione al netto delle componenti alimentare ed energetica ha evidenziato segnali di ripresa negli ultimi mesi dell'anno e, nella media del 2007, è risultata pari al 2,3 per cento, inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto al 2006.

Nella prima metà del 2007, il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha mantenuto invariato il tasso obiettivo sui *federal funds*, al 5,25 per cento. Dopo che le turbolenze sui mercati finanziari

hanno iniziato a intensificarsi nell'ultima parte dell'estate, in settembre e ottobre il Federal Reserve System lo ha ridotto complessivamente di 75 punti base. Un'ulteriore riduzione di 25 punti base in dicembre lo ha portato al 4,25 per cento, un punto percentuale al di sotto del livello dell'inizio dell'anno. Il Federal Reserve System ha utilizzato anche altri strumenti di politica monetaria. In agosto ha portato da 100 a 50 punti base il differenziale tra il tasso sui *federal funds* e il tasso di sconto. Il 12 dicembre ha istituito una nuova operazione di anticipazione a termine tramite asta (*Term Auction Facility*), che consente di erogare, agli istituti di deposito, fondi a termine con scadenze più lunghe e requisiti di garanzia meno stringenti rispetto alle operazioni di mercato aperto. Nello stesso tempo, ha concordato con la BCE e con la Banca Nazionale Svizzera operazioni temporanee di immissione di liquidità intese a fornire dollari statunitensi da utilizzare nelle rispettive giurisdizioni.

Con riferimento alla politica di bilancio, nell'esercizio finanziario 2007 il disavanzo federale è diminuito rispetto al 2006 per motivi riconducibili principalmente al maggior gettito dalle imposte sul reddito delle persone fisiche e a minori spese. Secondo una stima dell'Ufficio di bilancio del Congresso (Congressional Budget Office) degli Stati Uniti, nel 2007 il disavanzo è stato pari all'1,2 per cento del PIL.

In Giappone, nel 2007 la fase di ripresa economica è proseguita nonostante un indebolimento della domanda interna, in particolare dei consumi privati. La crescita del PIL in termini reali si è moderata, al 2,1 per cento, dal 2,4 nel 2006, mantenendosi attorno al potenziale per il quarto anno consecutivo. Il persistente vigore delle esportazioni ha continuato a sostenere l'attività economica, mentre il contributo della domanda interna al PIL è diminuito. Le esportazioni hanno tratto beneficio dall'andamento del tasso di cambio effettivo dello yen giapponese e dalla tenuta della domanda estera, soprattutto quella proveniente dalle altre economie dell'Asia. I consumi privati

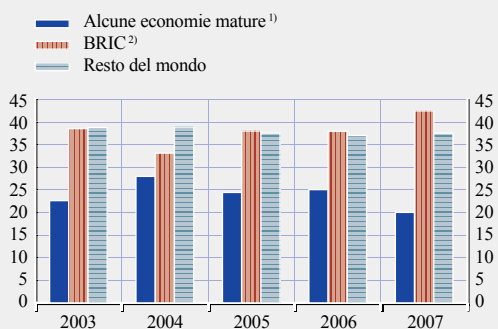
hanno rallentato (all'1,4 per cento, dal 2,0 nel 2006), anche se le condizioni dell'occupazione sono rimaste complessivamente favorevoli. Inoltre, nonostante la vivacità delle esportazioni, gli investimenti privati hanno decelerato, risentendo di un calo degli investimenti residenziali (riconducibile alla contrazione nel settore delle costruzioni dopo la modifica della Building Standards Law, la legge sui requisiti abitativi) e di un rallentamento di quelli non residenziali (dovuto al lieve peggioramento del clima di fiducia delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni). Nonostante il rallentamento dell'attività economica, nel 2007 i prestiti bancari hanno continuato ad aumentare, seppur in misura inferiore rispetto al 2006, pur in presenza di maggiori incertezze sul contesto finanziario internazionale.

L'inflazione al consumo è rimasta contenuta nel 2007, grazie soprattutto a una moderata dinamica salariale. Il tasso sui dodici mesi si è collocato in territorio positivo nel 2006, in seguito al rincaro delle materie prime; all'inizio del 2007 è divenuto negativo, per poi ritornare positivo in ottobre in connessione con i nuovi aumenti dei prezzi delle materie prime importate. Nella media del 2007, l'inflazione al consumo complessiva e quella calcolata al netto degli alimentari freschi sono state entrambe pari allo 0,0 per cento (contro lo 0,3 e lo 0,1 per cento, rispettivamente, nel 2006). Nel 2007 la Banca del Giappone ha proseguito la politica di inasprimento molto graduale delle condizioni monetarie, in linea con le moderate pressioni inflazionistiche. Nel febbraio 2007, per la seconda volta dall'abbandono della politica di espansione quantitativa nel marzo 2006, la banca centrale giapponese ha deciso di innalzare dallo 0,25 allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

Nelle economie emergenti la crescita è rimasta solida e ha costituito una percentuale significativa dell'incremento del PIL mondiale nel 2007, a fronte dell'indebolimento della crescita nelle economie mature (cfr. figura 3). In alcuni paesi sono emerse delle spinte inflazionistiche.

Figura 3 Contributi per area geografica alla crescita del PIL mondiale

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: stime basate sulla banca dati del *World Economic Outlook* dell'FMI e previsioni di ottobre 2007 che incorporano la revisione dei tassi di cambio a parità di potere d'acquisto.

1) Stati Uniti, Giappone e area dell'euro.

2) Brasile, Russia, India e Cina.

I paesi emergenti dell'Asia hanno continuato a registrare ritmi di attività elevati. Nonostante il quadro esterno meno favorevole nella seconda metà dell'anno, il vigore della domanda interna ha concorso a sostenere la crescita, soprattutto nelle principali economie della regione. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute nella maggioranza dei casi, anche a causa dell'inasprimento delle condizioni monetarie attuato in molti paesi. Un'eccezione è costituita dalla Cina, dove nel corso dell'anno l'inflazione è aumentata. Grazie all'andamento favorevole delle variabili macroeconomiche di fondo, le valutazioni sui mercati azionari della regione hanno continuato a salire, pur tra ampie oscillazioni. Gli andamenti sui mercati dei cambi sono, invece, apparsi più contrastanti. In termini effettivi, le valute di alcuni paesi – quali ad esempio il baht thailandese o la rupia indiana – si sono sensibilmente apprezzate grazie ai forti afflussi di capitali, mentre quelle di altri paesi sono rimaste sostanzialmente stabili o si sono deprezzate.

Nel 2007 l'economia cinese ha continuato a espandersi rapidamente. La crescita del PIL in termini reali è salita all'11,4 per cento, dall'11,1 del 2006, grazie al vigore della domanda interna e delle esportazioni nette. Si sono,

tuttavia, intensificate le spinte inflazionistiche: tra gennaio e dicembre l'inflazione misurata sull'IPC è salita dal 2,2 al 6,5 per cento, per lo più a causa del rincaro dei beni alimentari. Nel corso dell'anno il renminbi cinese ha continuato ad apprezzarsi gradualmente sul dollaro statunitense, anche se i movimenti in termini effettivi sono stati più contenuti. In maggio la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha annunciato un ampliamento della banda di oscillazione giornaliera del tasso di cambio del renminbi rispetto al dollaro (da $\pm 0,3$ a $\pm 0,5$ per cento attorno al valore di riferimento). L'avanzo commerciale ha continuato ad aumentare, raggiungendo nell'insieme del 2007 un valore cumulato di 262 miliardi di dollari statunitensi (circa l'8 per cento del PIL), superiore di quasi il 50 per cento rispetto all'anno precedente. In tale contesto, le riserve valutarie hanno continuato a crescere e, a fine 2007, avevano raggiunto un livello pari a 1.500 miliardi di dollari statunitensi (quasi il 50 per cento del PIL).

Anche in America latina l'attività economica è rimasta vivace, anche se nei vari paesi l'inflazione e la crescita hanno seguito andamenti piuttosto eterogenei. Il miglioramento delle variabili macroeconomiche di fondo, un'ulteriore riduzione delle vulnerabilità finanziarie, il livello elevato dei prezzi delle materie prime e il vigore della domanda interna hanno continuato a sostenere le prospettive economiche. Le condizioni di accesso ai mercati finanziari internazionali si sono deteriorate in seguito alle turbolenze sui mercati finanziari mondiali, ma in misura inferiore rispetto ai precedenti episodi di volatilità. In particolare, i differenziali sui CDS (*credit default swap*) sul debito sovrano dell'America latina, pur in aumento, sono rimasti su livelli bassi nel confronto storico. Per quanto concerne le principali economie della regione, il ritmo di espansione dell'attività economica è stato più moderato in Messico, dove ha risentito del peggioramento del contesto esterno, più robusto in Brasile, mentre l'inflazione è rimasta contenuta in entrambi i paesi. In Argentina sono rimaste elevate sia la crescita del PIL sia l'inflazione.

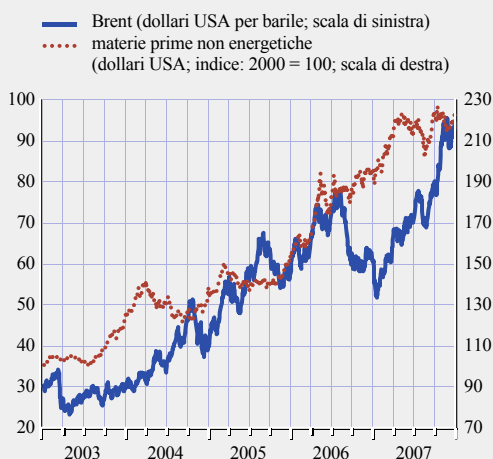
ANDAMENTI DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME NEL 2007

Nel 2007 le quotazioni petrolifere sono aumentate per il quarto anno consecutivo. A fine novembre il prezzo del greggio di qualità Brent ha raggiunto un massimo storico di 95,6 dollari al barile. Successivamente i corsi sono rimasti volatili e, a fine anno, erano pari a 94,9 dollari, circa 17 dollari al di sopra del picco dell'agosto 2006. Misurati in euro, i prezzi erano superiori di appena quattro euro rispetto al massimo dell'agosto 2006 e del 40 per cento al livello di fine 2006. Nella media dell'anno, la quotazione del Brent è stata pari a 71 dollari, superiore del 9 per cento rispetto all'anno precedente.

Le condizioni sul mercato petrolifero sono rimaste tese tutto l'anno. Per quanto riguarda l'offerta, la crescita delle forniture dei paesi non appartenenti all'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) è stata inferiore alle attese e quindi non sufficiente a compensare l'abbassamento della quota e dei livelli effettivi di produzione attuato dall'OPEC verso la fine del 2006. Inoltre, alcune interruzioni connesse con la stagione degli uragani hanno determinato un calo temporaneo della produzione. La domanda mondiale ha, invece, continuato a crescere a ritmi relativamente sostenuti. Il lieve indebolimento

della domanda nei paesi dell'OCSE verso la fine dell'anno è stato compensato dal vigore di quella delle altre economie. In gran parte di queste ultime – soprattutto in Cina – la domanda è rimasta vivace grazie alla sostenuta dinamica economica. Un ulteriore contributo è provenuto dalle sovvenzioni ai prodotti petroliferi in vigore in molti di questi paesi. Contrariamente a quanto avviene di norma, le scorte statunitensi e quelle dei paesi dell'OCSE non sono aumentate nel periodo che precede l'incremento stagionale dei consumi per riscaldamento nell'Emisfero settentrionale. Il basso livello delle scorte ha alimentato timori circa l'assenza di margini sufficienti a far fronte a eventuali shock negativi dell'offerta (connessi con le tensioni geopolitiche o con condizioni meteorologiche estreme), in un momento in cui le condizioni sui mercati erano già tese. Verso la fine dell'anno la volatilità dei prezzi è andata aumentando, al mutare delle percezioni circa il possibile rallentamento dell'economia statunitense e di quella mondiale e in presenza di una certa attività di liquidazione delle posizioni speculative. I corsi sono tuttavia rimasti elevati poiché, nello stesso tempo, l'Agenzia internazionale per l'energia ha confermato le prospettive positive per la domanda mondiale di petrolio nel 2008, sulla base della forte crescita della domanda dei paesi non appartenenti all'OCSE, e ha adombrato la possibilità di un calo del tasso di scoperta di nuovi giacimenti nel prossimo decennio.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

Nel 2007 sono aumentati anche i prezzi delle altre materie prime. I prezzi delle materie prime non energetiche misurati dall'Istituto per l'economia internazionale di Amburgo sono rimasti sostenuti per gran parte del 2007, raggiungendo un massimo a metà ottobre in presenza di una lieve volatilità. Nella prima metà dell'anno essi sono stati sospinti dai forti rincari delle materie prime industriali e dall'impennata delle quotazioni dei prodotti agricoli. Quest'ultimo andamento è riconducibile al vigore della crescita economica, alla scarsità dei raccolti e al crescente impiego delle derrate agricole nella produzione di biocarburanti. Nella seconda metà dell'anno i prezzi dei prodotti agricoli e di quelli alimentari hanno continuato a salire,

trainati principalmente dalla robusta domanda cinese. Quelli delle materie prime industriali, soprattutto dei metalli non ferrosi, sono invece diminuiti in conseguenza del rallentamento della produzione industriale nei paesi dell'OCSE. Nella media dell'anno, nel 2007 le quotazioni in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche sono aumentate del 19 per cento circa sull'anno precedente.

2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

L'ESPANSIONE MONETARIA È RIMASTA VIGOROSA

Il 2007 è stato ancora caratterizzato da una crescita sostenuta della moneta e del credito, dopo il rafforzamento osservato a partire dalla metà del 2004. Il vigore si riflette nel protrarsi di elevati tassi di incremento sia dell'aggregato monetario ampio M3 sia dei prestiti al settore privato (cfr. figura 5), che nel quarto trimestre dell'anno si sono collocati rispettivamente al 12,0 e all'11,1 per cento.

Un'analisi generale degli andamenti monetari mostra che la crescita di M3 nel 2007 potrebbe sovrastimare in qualche misura l'espansione monetaria di fondo, a causa dell'effetto di stimolo

di una curva dei rendimenti relativamente piatta, che ha accresciuto l'appetibilità dei depositi delle IFM a breve termine rispetto ai titoli e ai depositi a più lungo termine. Di conseguenza, la vigorosa crescita di M3 potrebbe essere stata sospinta, in qualche misura, da una domanda speculativa di attività monetarie. Nel contempo gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE dal dicembre 2005 hanno continuato chiaramente a influenzare gli andamenti della moneta e del credito. L'impatto di questi incrementi dei tassi di interesse a breve termine sulla dinamica monetaria sono rimasti evidenti, ad esempio, nella moderazione dei tassi di crescita annuali sia di M1 sia dei prestiti al settore delle famiglie.

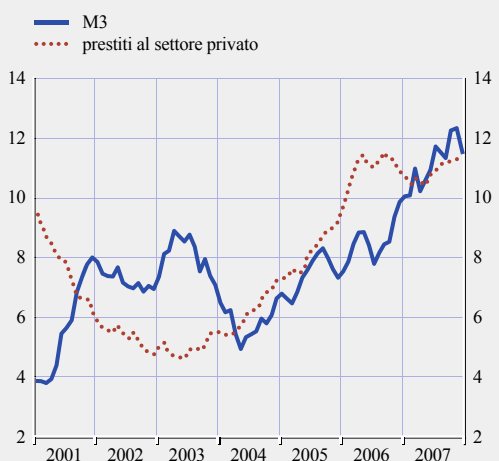
Finora le turbolenze finanziarie emerse a partire dalla seconda metà del 2007 sembrano aver avuto un impatto limitato sulla dinamica dell'aggregato monetario ampio. Esse, tuttavia, hanno influenzato l'andamento di componenti e contropartite specifiche di M3, specialmente quelle strettamente connesse alle tensioni nel mercato monetario, quali le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito delle IFM. Ciò nonostante, uno spostamento più generale a favore delle attività monetarie, ad esempio determinato da un aumento più diffuso dell'avversione al rischio nel settore privato non finanziario nel contesto della turbolenza finanziaria, non sembra, almeno per ora, essersi verificato. Questa valutazione è supportata dall'analisi dettagliata delle componenti e delle contropartite di M3, di seguito riportata.

LE COMPONENTI DI M3 HANNO RISENTITO DI UNA CURVA DEI RENDIMENTI PIATTA

Dal lato delle componenti, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito ulteriormente, collocandosi al 4,1 per cento alla fine del 2007, un livello di molto inferiore ai tassi di incremento a due cifre osservati fra il 2003 e l'ultima parte del 2005, prima dell'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento da parte della BCE. Una decelerazione si riscontra in entrambe le componenti di M1, ossia i depositi *overnight* e il circolante. La crescita di M1 nel

Figura 5 M3 e prestiti al settore privato

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

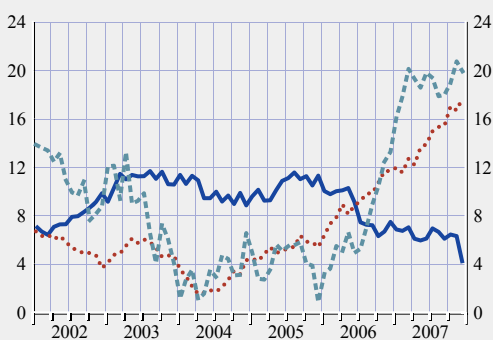


Fonte: BCE.

Figura 6 Principali componenti di M3

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

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

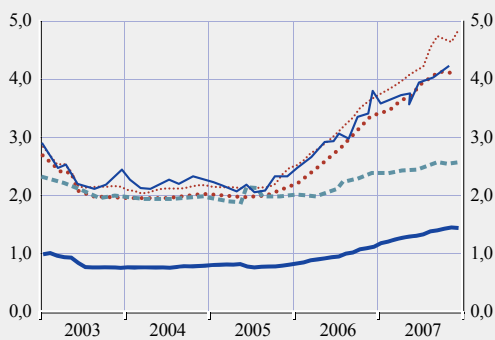


Fonte: BCE.

Figura 7 Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno)

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



Fonte: BCE.

2007 è stata influenzata prevalentemente da due forze opposte: da un lato, vi è stato l'effetto frenante dell'aumento del costo opportunità di detenere M1 associato all'innalzamento dei tassi di interesse in atto dal dicembre 2005; dall'altro lato, la domanda di M1 per scopi transattivi è risultata maggiore per il protratto vigore dell'attività economica e, potenzialmente, per l'intento di detenere M1 come scorta di liquidità nel contesto delle recenti turbolenze finanziarie.

In linea con l'andamento osservato da metà 2004, il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1) ha continuato a rafforzarsi nel 2007, toccando in dicembre il 17,8 per cento (cfr. figura 6). Il contributo di questi depositi a breve termine alla crescita sui dodici mesi di M3 è salito in dicembre a 6,6 punti percentuali; a essi è ascrivibile gran parte della vigorosa espansione monetaria complessiva nonché della sua dinamica recente. Tuttavia, la robusta crescita cela andamenti differenziati fra le singole componenti. Gli ingenti afflussi verso i depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), cresciuti a un tasso annuale del 41,4 per cento in dicembre, dal

27,2 di dicembre 2006, sono stati accompagnati da un continuo decremento delle consistenze dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, diminuite del 3,6 per cento nell'anno terminante in dicembre 2007, dopo i bassi livelli di crescita registrati a fine 2006.

La remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha seguito in larga misura l'incremento dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario (cfr. figura 7). Il differenziale rispetto ai rendimenti dei depositi a risparmio a breve termine e di quelli *overnight* si è quindi ampliato, in quanto la remunerazione di questi ultimi è cresciuta più lentamente e in misura più contenuta, in linea con l'andamento storico. Ciò ha favorito il trasferimento di attività da M1 e da depositi a risparmio verso depositi a termine. Inoltre, nel contesto di una curva dei rendimenti relativamente piatta, i depositi a termine a breve scadenza sono risultati attraenti nel confronto con attività a più lunga scadenza e più rischiose non comprese in M3, dal momento che essi offrivano maggior liquidità e minor rischio a un costo contenuto in termini di rendimento, favorendo così anche una riallocazione a scapito delle attività a più lungo termine.

Dopo essersi già rafforzato considerevolmente nel 2006, il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) è ulteriormente aumentato nel corso del 2007, collocandosi al 19,9 per cento in dicembre, dal 13,3 di dicembre 2006. Tale andamento riflette, in larga misura, l'impatto di una curva dei rendimenti dell'area dell'euro relativamente piatta, che ha incoraggiato la riallocazione a favore di attività monetarie a più breve termine. Di conseguenza, il contributo di questi strumenti al tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è risultato relativamente elevato, pari a 2,7 punti percentuali lo scorso dicembre.

Tale forte contributo nasconde andamenti diversi prima e dopo l'inizio delle turbolenze finanziarie, come si evince analizzando l'andamento delle componenti. Ad esempio, il tasso di crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari si è costantemente rafforzato nell'anno fino a luglio. Alcuni fondi comuni monetari hanno assunto esposizioni nel mercato dei prodotti del credito strutturato al fine di innalzare i rendimenti e ottenere, quindi, risultati migliori del proprio tasso di riferimento sul mercato monetario. Dopo l'avvio della fase di turbolenza finanziaria, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno subito deflussi netti particolarmente rilevanti in agosto e settembre e nuovamente in dicembre, che hanno determinato un calo del tasso di espansione. Questi deflussi hanno probabilmente rispecchiato una generale avversione al rischio nei confronti di tali fondi, dal momento che gli investitori si sono verosimilmente sentiti incapaci di giudicare i rischi assunti dai singoli fondi in termini di esposizione a titoli garantiti da attività, in un'epoca in cui il prezzo di tali strumenti era volatile e difficile da valutare. Alla vendita di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno corrisposto forti afflussi verso i titoli di debito a breve termine delle IFM. Fra agosto e novembre le consistenze di tali titoli del settore detentore di moneta sono cresciute al tasso più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM, risultando così in una fonte di finanziamento per il settore delle IFM.

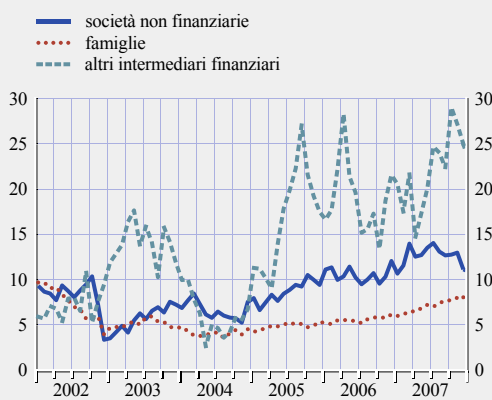
LE DISPONIBILITÀ MONETARIE DELLE FAMIGLIE SONO AUMENTATE CONSIDEREVOLMENTE

L'aggregazione più ampia di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati attendibili per settore detentore è costituita dai depositi a breve termine più le operazioni pronti contro termine (d'ora in avanti denominati "depositi di M3"). Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti complessivamente dalle famiglie (il settore che contribuisce in misura maggiore all'espansione complessiva di tali depositi) ha raggiunto in dicembre l'8,1 per cento (cfr. figura 8). È quindi proseguito l'incremento di questo tasso di espansione in atto dalla metà del 2004, sospinto dall'incremento dei redditi e della ricchezza nonché dalla crescente remunerazione dei depositi di M3. La crescita sostenuta dei depositi di M3 delle famiglie costituisce evidenza della robustezza della crescita monetaria di fondo.

Proseguendo nel rafforzamento osservato dalla fine del 2004, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie è ulteriormente aumentato nella prima metà del 2007, prima di stabilizzarsi all'11,1 per cento in dicembre. La forte domanda di attività liquide da parte di tali

Figura 8 Depositi in M3 per settore

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



Fonte: BCE.

Nota: il settore segnalante comprende le IFM esclusi l'Eurosistema e le amministrazioni centrali; i depositi in M3 ricomprendono i depositi a breve e le operazioni pronti contro termine.

società nel 2007 è risultata in linea con l'elevata redditività e i notevoli investimenti delle imprese (correnti e attesi). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dagli altri intermediari finanziari (AIF), che non includono le società di assicurazione e i fondi pensione, si è collocato al 25,0 per cento in dicembre. In qualche misura tale rafforzamento riflette un aumento dei prestiti interbancari con garanzia regolati attraverso piattaforme di contrattazione elettroniche, dal momento che la perdita di fiducia nelle controparti, nel contesto delle turbolenze finanziarie, ha fatto sì che gli operatori di mercato preferissero i prestiti interbancari con garanzia a quelli senza. Inoltre, il rafforzamento è anche connesso in parte alla necessità di alcuni fondi di investimento di mantenere maggiori margini di liquidità e, nel quarto trimestre del 2007, alle consistenze aggiuntive di depositi detenute nel contesto dell'acquisizione, attraverso un intermediario finanziario non monetario, di una IFM dell'area dell'euro da parte di diverse altre IFM.

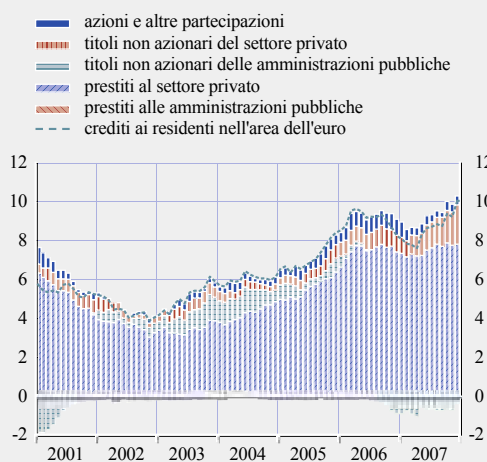
IL CREDITO AL SETTORE PRIVATO È CRESCIUTO VIGOROSAMENTE

Dopo essersi rafforzato sia nel 2004 che nel 2005, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro si è stabilizzato nel 2006. Nel 2007 esso è rimasto sostenuto, collocandosi al 9,3 per cento nel quarto trimestre (cfr. figura 9). La forte attività di prestito delle IFM ha rispecchiato la rapida espansione del credito al settore privato, mentre quello erogato alle amministrazioni pubbliche ha ristagnato.

Più specificatamente, le IFM hanno moderatamente ridotto i prestiti concessi alle amministrazioni pubbliche e hanno rimosso, in termini netti, importi piuttosto considerevoli di titoli di debito del settore pubblico dai propri portafogli. Il tasso annuale di decremento di questi ultimi è stato pari al 5,0 per cento nel quarto trimestre del 2007. Questo andamento è stato osservato, con qualche momentanea eccezione, a partire dalla metà del 2006 ed è tipico di periodi di rialzo dei tassi di interesse a breve termine e dei costi di finanziamento.

Figura 9 Crediti ai residenti nell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

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

Il tasso di incremento del credito delle IFM al settore privato si è rafforzato gradualmente nel periodo 2004-2005, per poi attestarsi su un livello elevato nel 2006. Nel 2007 esso è rimasto sostenuto, oscillando attorno all'11,5 per cento. I prestiti concessi al settore privato sono rimasti la forma prevalente di credito erogato dalle IFM nel 2007, sebbene l'importanza degli acquisti di titoli diversi dalle azioni sia cresciuta.

Il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato si è collocato all'11,1 per cento nel quarto trimestre, dopo aver oscillato attorno a tale livello elevato a partire dalla metà del 2006, sospinto dal vigore dell'attività economica e dai favorevoli criteri di concessione del credito. Nel contempo l'aumento dei tassi di interesse bancari, connesso con l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE a partire dal dicembre 2005, ha contenuto la domanda di credito da parte del settore privato.

Il vigore dell'attività di prestito al settore privato cela andamenti divergenti fra i singoli settori detentori di moneta. Mentre i prestiti alle

famiglie hanno rallentato nel 2007, proseguendo nell'andamento osservato dagli inizi del 2006, i tassi di espansione dei prestiti alle società finanziarie e non finanziarie sono aumentati.

Il rallentamento dei prestiti alle famiglie è riconducibile prevalentemente alla diminuzione del tasso di espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni, che ha riflesso la decelerazione dei prezzi delle abitazioni, il rallentamento dell'attività del mercato degli immobili residenziali in numerose economie dell'area e il graduale incremento dei tassi sui mutui ipotecari osservato in tutta l'area negli ultimi trimestri.

Il tasso di espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è aumentato nel 2007, toccando un livello molto elevato nel confronto con i valori registrati di norma negli ultimi trenta anni. Nella prima metà dell'anno la domanda di prestiti è stata sostenuta da una vigorosa crescita economica e dall'attività di fusioni e acquisizioni, nonché da favorevoli condizioni creditizie. Nella seconda metà dell'anno, nel quadro delle tensioni finanziarie, l'ingente ammontare di prestiti erogati dalle IFM al settore privato non finanziario ha sollevato l'interrogativo se il flusso rilevato di prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie non fosse stato distorto da operazioni di gestione di bilancio da parte delle banche a fronte delle turbolenze. Le informazioni disponibili indicano che le IFM sono state in grado di continuare a rimuovere i prestiti dai propri bilanci nella seconda metà del 2007, ancorché a un tasso in qualche misura inferiore, suggerendo che il flusso di prestiti delle IFM a questo settore ha continuato a essere sottostimato nei dati segnalati.

Pertanto, la considerevole entità dei prestiti nel 2007 sembra riflettere il flusso di finanziamento dalle banche verso le società non finanziarie e le famiglie, anziché una reintermediazione causata dalle turbolenze finanziarie, cui probabilmente è riconducibile una parte modesta dell'espansione dei prestiti delle IFM. L'evidenza quindi non supporta la tesi secondo cui l'offerta di credito bancario avrebbe gravemente risentito delle

turbolenze nel 2007. Questa evidenza, tuttavia, è coerente con le condizioni di erogazione del credito più restrittive segnalate dalle due indagini sul credito bancario per il terzo e il quarto trimestre, le quali indicano un significativo inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese, soprattutto a quelle di più grandi dimensioni e per i prestiti con scadenze più lunghe. Allo stesso tempo, le società non finanziarie potrebbero essere state in grado di continuare a prendere a prestito attraverso linee di credito approvate a condizioni concordate prima delle turbolenze.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti agli AIF si è marcatamente rafforzato nel corso del 2007. Nella prima metà dell'anno l'attività di prestito delle IFM a questi soggetti sembra essere stata sospinta prevalentemente dalla domanda da parte dei fondi di investimento e da quella per i finanziamenti ponte destinati a operazioni di cartolarizzazione *pro soluto*. Nella seconda metà dell'anno la domanda di prestiti ha riflesso circostanze come l'acquisizione di una IFM e operazioni connesse alla gestione di portafoglio dei fondi di investimento, nonché la domanda riconducibile alle turbolenze finanziarie, derivante dal ricorso a linee di credito da parte di società veicolo e *structured investment vehicles* (SIV) e dall'accresciuta preferenza delle IFM per prestiti bancari con garanzia regolati attraverso piattaforme di contrattazione elettroniche.

Nel 2007 le IFM hanno concesso credito al settore privato incrementando le consistenze di titoli emessi dal settore societario, soprattutto attraverso l'acquisto di titoli di debito anziché di azioni e altre partecipazioni. La maggior parte dei titoli acquistati nel 2007 erano a lunga scadenza. La crescita vigorosa delle consistenze di tali titoli, in particolare prima dell'inizio delle turbolenze, ha rispecchiato la cartolarizzazione di prestiti in alcuni paesi dell'area dell'euro e la crescente integrazione finanziaria dell'area, in virtù della quale le IFM di un paese dell'area acquistano titoli provenienti da cartolarizzazioni dei mutui ipotecari concessi in altri paesi dell'area in sostituzione di investimenti diretti in tali mercati

del credito ipotecario. Inoltre, alla fine del 2007 le IFM hanno acquistato consistenze notevoli di titoli di debito nel contesto dell'acquisizione di una IFM da parte di una società veicolo appartenente al settore degli AIF. Nel contesto delle tensioni finanziarie, tuttavia, le IFM potrebbero aver acquistato strumenti connessi a prestiti precedentemente cartolarizzati, effettuando quindi una parziale reintermediazione del proprio portafoglio di prestiti.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta è diminuito in dicembre al 7,8 per cento, dopo essersi collocato al 9,7 alla fine del 2006. Questi dati, tuttavia, celano il fatto che la crescita si è rafforzata fino a metà 2007, per poi diminuire gradualmente in seguito, un andamento riscontrabile in genere sia per i depositi a più lungo termine sia per i titoli di debito delle IFM. Ciò è in linea con un mutamento delle preferenze del settore detentore di moneta (in particolare un'accresciuta preferenza per le scadenze più brevi) e potrebbe, in certa misura, riflettere una moderazione del ritmo dell'attività

di cartolarizzazione, che è spesso associata alla creazione di depositi a lungo termine.

Le attività nette sull'estero del settore delle IFM sono state caratterizzate da un andamento volatile nel 2007. I considerevoli afflussi di capitali nel primo trimestre hanno portato gli afflussi sui dodici mesi nelle attività nette sull'estero detenute dal settore delle IFM a toccare il record di 340 miliardi di euro in marzo, in quanto gli operatori dei mercati finanziari hanno visto opportunità di investimento favorevoli nell'area dell'euro, in un contesto di volatilità contenuta e ampia liquidità dei mercati finanziari. L'afflusso netto sui dodici mesi è in seguito diminuito nel resto dell'anno, raggiungendo i 17 miliardi di euro in dicembre, in quanto le posizioni patrimoniali hanno cessato di essere redditizie e sono state quindi in parte riassorbite (per un'analisi dettagliata degli andamenti della posizione netta sull'estero del settore delle IFM, cfr. riquadro 1). La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti rivela che gli afflussi sui dodici mesi nelle attività nette sull'estero delle IFM riflettono prevalentemente investimenti in titoli di debito dell'area dell'euro da parte di investitori non residenti nell'area.

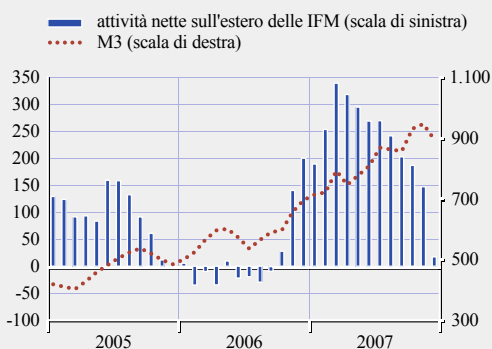
Riquadro 1

LE ATTIVITÀ NETTE SULL'ESTERO DELLE IFM E IL LORO IMPATTO SUGLI ANDAMENTI MONETARI

La posizione netta sull'estero del settore delle IFM misura le transazioni nette, regolate tramite IFM residenti, tra il settore detentore di moneta dell'area dell'euro e le sue controparti all'esterno dell'area. La posizione netta sull'estero è una delle contropartite dell'aggregato monetario ampio M3 e svolge talvolta un ruolo importante nell'analisi degli andamenti monetari nell'area dell'euro. Diversamente da quanto osservato per gran parte del 2006, nel 2007 si sono osservate pronunciate variazioni nel flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero, con un forte

Figura A Attività nette sull'estero delle IFM e M3

(flussi sui dodici mesi in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

incremento alla fine del 2006 e all'inizio del 2007 e una successiva attenuazione nella seconda metà del 2007. Tali movimenti hanno rispecchiato l'andamento degli afflussi annuali in M3 tra ottobre 2006 e aprile 2007, ma ciò non è più risultato vero nel periodo tra il maggio e l'ottobre 2007 (cfr. figura A). Questo riquadro esamina l'andamento delle attività nette sull'estero delle IFM e ne esplora le possibili spiegazioni.

Alcuni aspetti concettuali

Se l'andamento della posizione netta sull'estero delle IFM abbia o meno un impatto su M3 dipende dal modo in cui i settori detentori di moneta dell'area dell'euro, ossia le famiglie e le società non finanziarie, finanziano le proprie transazioni con il resto del mondo¹. Si consideri ad esempio una situazione in cui una famiglia dell'area dell'euro acquista un'obbligazione da un soggetto estero residente negli Stati Uniti. Se tale transazione è condotta utilizzando conti detenuti presso una IFM, ciò implica un calo delle attività nette sull'estero del settore delle IFM, poiché l'ente creditizio dell'area dell'euro incaricato della transazione o riduce il proprio credito nei confronti della banca corrispondente negli Stati Uniti oppure accorda a quest'ultima un deposito. Tuttavia, l'impatto su M3 è ambiguo. Da un lato, se l'acquisto è finanziato utilizzando i conti correnti che la famiglia detiene presso il proprio ente creditizio, vi è un impatto frenante su M3, poiché la componente M1 cala. Dall'altro lato, se la transazione è finanziata tramite un prestito che la banca concede alla famiglia, non vi è alcun impatto su M3, ma un cambiamento nella composizione delle contropartite di M3².

Viceversa, se un soggetto estero acquista un titolo da un soggetto appartenente al settore detentore di moneta dell'area dell'euro e regola tale acquisto trasferendo denaro dal proprio conto bancario presso una IFM dell'area al conto bancario del soggetto residente nell'area, M3 aumenterà parallelamente all'incremento della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area.

Un importante strumento per esplorare i fattori sottostanti l'andamento della posizione netta sull'estero delle IFM è la "presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti". Tale strumento stabilisce una connessione tra le statistiche della bilancia dei pagamenti e le statistiche di bilancio delle IFM e consente di determinare se i flussi di capitali all'origine dell'andamento della posizione netta sull'estero provengano dai settori detentori di moneta dell'area o da non residenti e se essi riflettano lo scambio di beni e servizi oppure investimenti diretti e di portafoglio.

Spiegazione degli andamenti delle attività nette sull'estero delle IFM dalla fine del 2006

La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti sembra indicare che la principale ragione dell'incremento nella posizione netta sull'estero delle IFM tra la fine del 2006 e la primavera del 2007 siano stati gli investimenti di portafoglio in attività dell'area dell'euro, in particolare in titoli di debito ma anche in azioni (cfr. figura B)³.

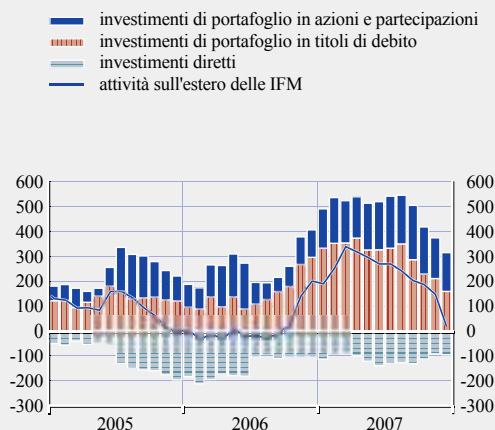
1 Nell'analizzare gli andamenti monetari, va tenuto presente che solo le transazioni tra detentori di moneta dell'area dell'euro da un lato e le banche o i non residenti nell'area dall'altro hanno un impatto diretto sulla quantità di moneta. Una transazione tra residenti nell'area diversi dalle IFM costituisce soltanto circolazione di moneta all'interno del settore detentore di moneta, senza alcun impatto sulla quantità totale di moneta nell'area dell'euro. Questo è il caso in cui transazioni private sono finanziate da uno scambio di azioni.

2 Va sottolineato che alcune transazioni che incidono sulle attività nette sull'estero delle IFM non hanno alcun impatto né sulla moneta né sul credito. Ad esempio, la vendita da parte di un ente creditizio di un titolo di Stato dell'area dell'euro a un non residente inciderà sulle attività nette sull'estero delle IFM (al rialzo) e sul credito alle amministrazioni pubbliche (al ribasso), senz'alcun impatto su M3.

3 Per ulteriori informazioni sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

Figura B Composizione dei flussi di capitale del settore detentore di moneta e attività nette sull'estero delle IFM

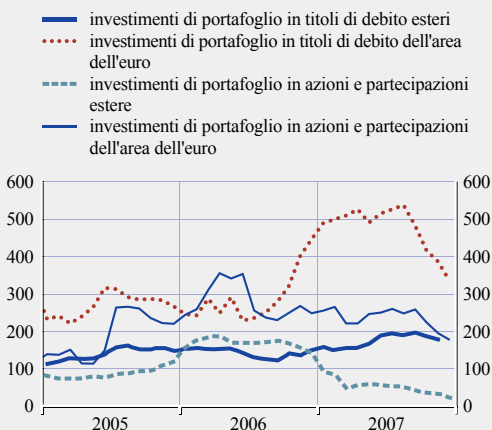
(flussi netti sui dodici mesi in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura C Composizione dei flussi per investimenti di portafoglio

(flussi sui dodici mesi in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Titoli di debito

L'esame dell'origine dei flussi di capitale suggerisce che l'aumento del flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM sia principalmente ascrivibile ai maggiori investimenti nell'area dell'euro da parte di soggetti esteri, anziché al rimpatrio di fondi dei residenti nell'area dall'estero. Gli investimenti di portafoglio in titoli di debito dell'area dell'euro da parte di soggetti esteri sono stati vigorosi dalla metà del 2006: i flussi sui dodici mesi hanno raggiunto un nuovo massimo nell'aprile 2007, rimanendo elevati fino al terzo trimestre del 2007 (cfr. figura C). Ciò può aver riflesso un contesto favorevole agli investimenti nell'area dell'euro per gli operatori esteri, caratterizzato da bassa volatilità e ampia liquidità nei mercati finanziari. La forte domanda di titoli di debito dell'area da parte di non residenti, nel quadro di ridotte emissioni nette da parte delle amministrazioni pubbliche dell'area, è stata bilanciata in misura significativa dalle vendite di titoli di Stato da parte delle IFM.

Nella seconda metà dell'anno, nel contesto delle turbolenze finanziarie e di una rivalutazione del rischio, è possibile che alcune posizioni di investimento abbiano cessato di risultare attrattive. Gli investitori esteri possono altresì aver avuto bisogno di liquidità per altre operazioni, pertanto non incrementando i propri investimenti nell'area dell'euro. Nel contempo, favorevoli opportunità di investimento nel resto del mondo hanno attratto investimenti da parte di residenti nell'area dell'euro. Tale andamento è risultato evidente nel graduale aumento del flusso sui dodici mesi degli investimenti di portafoglio in titoli di debito esteri effettuati da investitori dell'area. Tali investimenti possono essere diventati progressivamente più interessanti nel contesto di un rafforzamento del tasso di cambio dell'euro. Dato che gli investimenti esteri in titoli di debito nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati fino ad agosto 2007 per poi calare fortemente e che gli investimenti all'estero da parte di residenti nell'area sono rimasti sostanzialmente stabili, il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM si è attenuato nella seconda metà dell'anno.

Azioni e investimenti diretti esteri

Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio in azioni, mentre quelli all'estero da parte dei residenti nell'area diversi dalle IFM sono andati calando costantemente, quelli nell'area dell'euro da parte di soggetti esteri sono rimasti pressoché stabili, seppur su un livello molto inferiore rispetto agli investimenti in titoli di debito, e nonostante siano calati lievemente verso la fine dell'anno. Le informazioni qualitative alla fine del 2006 e all'inizio del 2007 indicavano che gli investitori mondiali consideravano favorevolmente i mercati azionari dell'area e che le aspettative degli operatori riguardo gli utili societari dell'area erano positive. Fino alla metà del 2007

gli investimenti netti di portafoglio in azioni hanno determinato maggiori afflussi sui dodici mesi nella posizione netta sull'estero delle IFM che sono stati controbilanciati dall'impatto mitigante degli investimenti diretti netti. Tuttavia, tale andamento è stato in parte ribaltato nel quarto trimestre del 2007, quando gli afflussi annuali di investimenti netti di portafoglio in azioni sono in parte diminuiti ma sono stati controbilanciati da minori deflussi netti degli investimenti diretti.

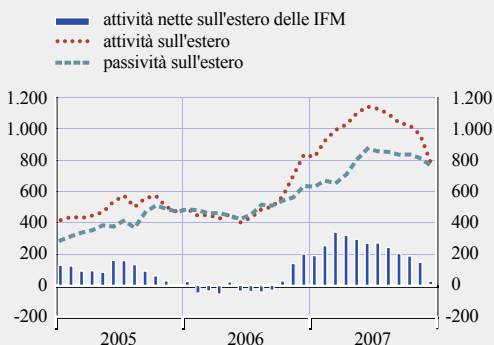
Oltre alle pronunciate variazioni osservate nella posizione netta sull'estero delle IFM dalla fine del 2006, vi sono stati andamenti ugualmente marcati nelle attività (e passività) lorde sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro. Ciò segna una svolta rispetto al rafforzamento, relativamente graduale, registrato in precedenza (cfr. figura D). La simultanea espansione di queste posizioni lorde nel 2007 è principalmente ascrivibile a un rapido incremento del credito concesso dalle IFM al resto del mondo, che ha determinato depositi al passivo delle IFM dell'area nei confronti di non residenti nell'area.

Tale espansione simultanea delle attività e passività lorde sull'estero può costituire un riflesso di una maggiore integrazione finanziaria. Una conseguenza di ciò potrebbe essere che le transazioni all'interno del settore delle IFM, come il caso di IFM in un paese dell'area che finanziano il credito di IFM in un altro paese dell'area, sono veicolate sempre più tramite un centro finanziario situato al di fuori dell'area. Un'altra possibilità è che alcuni enti creditizi residenti, ad esempio fondi del mercato monetario, operino unicamente per conto delle loro case madri non residenti nell'area. Se tali enti ricevono i propri fondi solo dal resto del mondo e li investono parimenti solo nel mercato nazionale della casa madre, la loro intera attività apparirà esclusivamente nelle posizioni attive e passive sull'estero del bilancio consolidato del settore delle IFM dell'area dell'euro.

La forte espansione delle posizioni lorde sull'estero non ha implicazioni immediate per la posizione netta sull'estero. Tuttavia, questa situazione potrebbe portare a rapidi movimenti di grandi quantità di liquidità, provocando variazioni a breve termine significative nell'entità e nella direzione dei flussi delle attività nette sull'estero delle IFM. Ciò, a sua volta, accresce l'esposizione degli andamenti monetari interni a forze esogene.

Figura D Evoluzione delle attività e passività lorde sull'estero

(flussi sui dodici mesi in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Conclusioni

La posizione netta sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro ha evidenziato forti variazioni a partire dalla fine del 2006, con afflussi netti sui dodici mesi, a marzo 2007, superiori a quelli osservati nel periodo di ricomposizione dei portafogli tra il 2001 e il 2003. L'andamento della posizione netta sull'estero fino alla primavera del 2007 ha avuto un impatto evidente sull'evoluzione della crescita di M3, quantomeno da un punto di vista di contabilità. Le transazioni tra il settore detentore di moneta dell'area dell'euro e il resto del mondo probabilmente aumenteranno con l'integrazione mondiale dei mercati finanziari. In considerazione della molteplicità delle determinanti e dei soggetti che originano tali transazioni, una valutazione dettagliata degli andamenti delle attività nette sull'estero nel contesto dell'analisi monetaria della BCE sarà una sfida importante.

NEL MERCATO MONETARIO SONO EMERSE TENSIONI NEL CONTESTO DELLE TURBOLENZE NEI MERCATI FINANZIARI

Nel 2007 i tassi del mercato monetario sono aumentati per l'intera gamma delle scadenze. Nella prima metà dell'anno ciò è stato in linea con l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, mentre nella seconda metà si sono registrati ulteriori incrementi significativi dei tassi di mercato monetario per operazioni non garantite, a seguito delle turbolenze sui mercati finanziari e monetari. Il differenziale fra tassi di mercato monetario per operazioni garantite e non garantite si è ampliato per tutte le scadenze a eccezione di quella a brevissimo termine. Ancorché diminuiti, tali differenziali sono rimasti su livelli elevati agli inizi del 2008.

Il Consiglio direttivo ha aumentato i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base in marzo e in giugno, per cui il tasso di rifinanziamento marginale, quello minimo di offerta e quello sulle operazioni di deposito presso la banca centrale hanno raggiunto rispettivamente il 5, 4 e 3 per cento (cfr. figura 1). Nella parte restante dell'anno e agli inizi del 2008 i tassi di interesse di riferimento della BCE sono rimasti invariati. Dopo essere costantemente aumentati nella prima metà dell'anno in linea con le attese di ulteriori incrementi dei tassi di riferimento della BCE, i tassi del mercato monetario per operazioni non garantite sono cresciuti vigorosamente a partire dal 9 agosto a causa di tensioni sui mercati monetari e finanziari

a seguito dei timori circa l'esposizione delle banche a perdite derivanti dai mutui ipotecari *subprime* statunitensi e da strumenti derivati complessi (cfr. figura 10). Essi hanno raggiunto un picco a metà dicembre, quando le tensioni sottostanti nel mercato interbancario sono state acuite dalle incertezze relative alla fine dell'anno. Il 29 febbraio 2008 i tassi Euribor a uno, tre e dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 4,20, 4,38 e 4,38 per cento, ovvero su un livello superiore di 57, 66 e 35 punti base

Figura 10 Tassi di interesse del mercato monetario

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

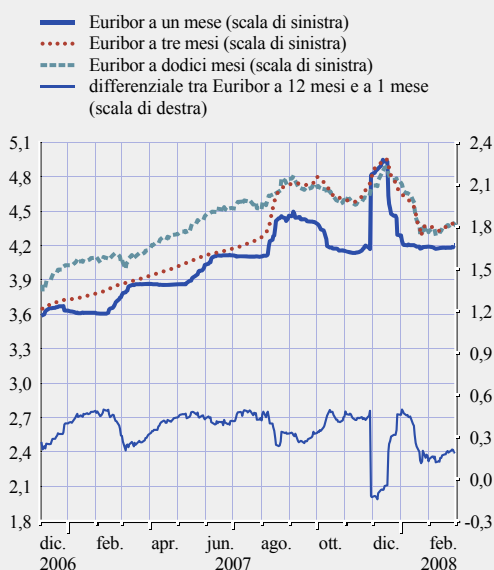
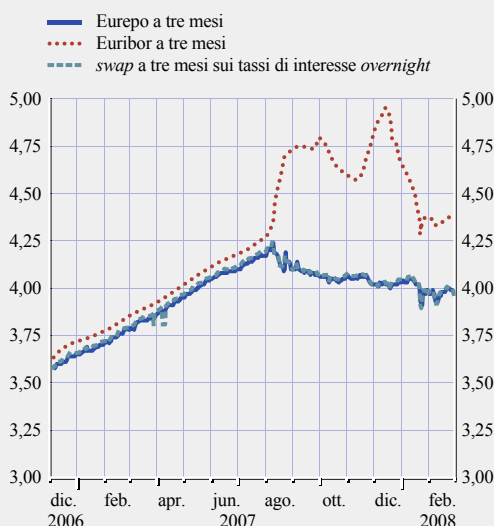


Figura 11 Eurepo, Euribor e swap sui tassi di interesse overnight a tre mesi

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



Fonti: BCE e Reuters.

rispetto a quello osservato il 2 gennaio 2007. I tassi sulle operazioni interbancarie garantite, invece, sono gradualmente diminuiti dagli inizi di agosto, riflettendo la revisione al ribasso delle aspettative del mercato in merito all'evoluzione futura dei tassi di riferimento della BCE.

Con i considerevoli aumenti osservati nei tassi di interesse del mercato monetario su operazioni prive di garanzia, il differenziale corrispondente fra tassi di mercato monetario su operazioni con e senza garanzia si è significativamente ampliato, soprattutto per le scadenze pari o superiori a un mese (cfr. figura 11). Questi differenziali sono rimasti su livelli elevati negli ultimi mesi dell'anno, con il differenziale fra l'Euribor e l'Eurepo a tre mesi (un indice per i contratti pronti contro termine del settore privato) che ha toccato un picco di 93 punti base il 17 dicembre a causa delle particolari tensioni osservate verso la fine dell'anno. Benché calato in seguito, collocandosi a 43 punti base il 29 febbraio 2008, questo differenziale è rimasto elevato rispetto al livello medio di circa 7 punti base della prima metà del 2007.

Nel 2007 l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dal differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, ha mostrato una certa volatilità. Tale differenziale ha oscillato fra -15 e 50 punti base nel corso dell'anno e il 29 febbraio 2008 si è collocato a 18 punti base, a fronte di 40 del 2 gennaio 2007 (cfr. figura 10). L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, tuttavia, va interpretata con una certa cautela, poiché in termini storici i differenziali fra i tassi Euribor su operazioni prive di garanzia e i tassi garantiti (come i tassi Eurepo) sono stati particolarmente accentuati nella seconda metà dell'anno per scadenze superiori al breve termine a seguito delle turbolenze osservate sui mercati monetari a partire da agosto.

I tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi per il 2008 sono aumentati nel corso del 2007. Nondimeno, anche questo andamento va interpretato con cautela in ragione dei marcati incrementi dei tassi Euribor nel contesto delle tensioni sui mercati monetari, che distorcono probabilmente il contenuto informativo abituale di questi tassi circa le attese relative ai tassi di interesse. Il 29 febbraio 2008 i tassi di interesse impliciti nei contratti *future* a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2008 si sono collocati rispettivamente al 4,36, 4,05 e 3,71 per cento, segnando un incremento di 33 e 6 punti base e un decremento di 27 punti base rispetto al 2 gennaio 2007.

Nella prima metà dell'anno è diminuita la volatilità implicita calcolata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi. Le volatilità implicite, tuttavia, sono poi aumentate in misura significativa a partire da agosto, con l'intensificarsi delle tensioni sui mercati monetari e finanziari (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

LA VOLATILITÀ DEI TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO NEL 2007

Nel valutare gli andamenti del mercato monetario nel 2007 è importante analizzare non solo il livello dei tassi di interesse (come descritto nel testo principale), ma anche la loro volatilità. Due questioni sono particolarmente rilevanti al riguardo: i) la valutazione dell'impatto delle decisioni di politica monetaria sui mercati monetari; ii) la verifica del corretto funzionamento del mercato, in particolare per quanto riguarda la trasmissione del segnale di politica monetaria dal segmento a breve a quello a lungo termine nella gamma delle scadenze dei tassi di interesse.

Per quanto concerne la prima questione, le banche centrali si adoperano per assicurare che le proprie azioni e l'attività di comunicazione in materia di politica monetaria non alimentino incertezze superflue (cioè non aggiungano fenomeni di "disturbo" all'economia), il che si manifesterebbe generalmente in una volatilità più elevata dei mercati finanziari.

Per quanto concerne la seconda questione, l'analisi della volatilità offre indicazioni sulla microstruttura dei mercati monetari e sull'efficienza con cui operano¹. Ad esempio, un confronto tra la volatilità dei tassi di interesse a specifiche scadenze e il livello medio della volatilità nell'intera gamma delle scadenze può consentire alla banca centrale di individuare variazioni anomale in alcuni segmenti del mercato monetario che, a loro volta, potrebbero essere connesse a imperfezioni nella struttura di mercato e potrebbero ostacolare la trasmissione efficace dell'impulso di politica monetaria.

In tale contesto un'analisi della volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario nel corso del 2007 può aiutare a far luce sull'impatto della turbolenza finanziaria osservata da agosto 2007. Questo riquadro si concentra sugli andamenti nel segmento delle operazioni non garantite del mercato interbancario (ossia transazioni condotte senza garanzia), che è stato il più colpito dalla turbolenza. Vengono considerate misure della volatilità desunte dal tasso di interesse *overnight*, dai tassi sui depositi interbancari con scadenze a uno, tre, sei e dodici mesi e dall'Euribor a tre mesi (per cui esiste una varietà di contratti derivati)².

L'evoluzione della volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario nel 2007

La figura A mostra l'evoluzione della volatilità storica effettiva del tasso di interesse *overnight* nel 2007. Tra gennaio e metà luglio la volatilità effettiva è stata relativamente contenuta, collocandosi su livelli analoghi a quelli osservati negli ultimi anni ed evidenziando il consueto andamento di aumenti periodici confinati a specifici periodi, in particolare i giorni compresi tra l'ultima operazione di rifinanziamento principale e l'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve.

In seguito all'accresciuta volatilità osservata nella maggior parte dei mercati finanziari verso la fine di luglio, agli inizi di agosto si sono registrate crescenti tensioni sul mercato monetario per via dell'aumento dell'incertezza circa le perdite potenzialmente elevate delle banche sui loro investimenti nei mercati statunitensi dei mutui immobiliari ad alto rischio (*subprime*) e degli strumenti collegati. Ciò ha determinato una maggiore domanda di liquidità *overnight*

1 Una questione è pertanto come misurare la volatilità dei tassi di interesse e dei rendimenti finanziari. Ciò è discusso nell'articolo *L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria* nel numero di febbraio 2008 del Bollettino mensile.

2 Le due misure della volatilità considerate in questo riquadro, ossia la volatilità storica effettiva e la volatilità implicita, sono descritte in dettaglio nel riquadro *La misurazione della volatilità nel mercato monetario* contenuto nell'articolo citato alla nota 1.

Figura A Volatilità effettiva giornaliera del tasso di interesse *overnight*

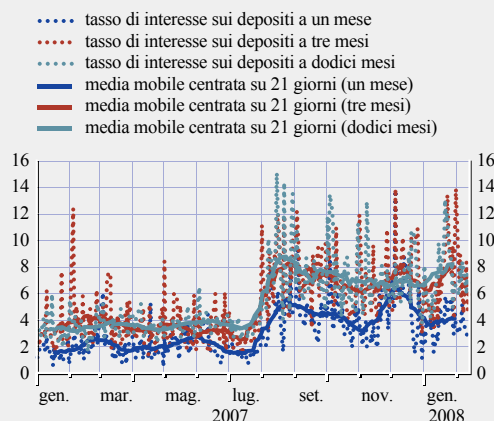
(punti base)



Fonti: Reuters e stime della BCE.

Figura B Volatilità effettiva giornaliera dei tassi di interesse sui depositi a più lungo termine

(punti base)



Fonti: Reuters e stime della BCE.

e un notevole aumento del livello di volatilità. Questa è rimasta su valori molto elevati fino a ottobre, quando la situazione si è lievemente stabilizzata, grazie in parte all'efficacia della politica di gestione della liquidità condotta dalla BCE in risposta alle tensioni sul mercato monetario. Tuttavia, dopo metà novembre si è osservata una ripresa delle turbolenze. Il tasso di interesse *overnight* è stato nuovamente caratterizzato da livelli di volatilità insolitamente elevati, in particolare verso la fine dell'anno, tra diffuse preoccupazioni del mercato circa una potenziale carenza di liquidità al volgere dell'anno.

Se si considerano i tassi a più lungo termine, in particolare i tassi di interesse sui depositi con scadenza a uno, tre o dodici mesi, il profilo che emerge è sostanzialmente analogo (cfr. figura B). Tuttavia vi sono alcune differenze significative tra le diverse scadenze, in particolare una tendenza dei tassi a più lungo termine a reagire in maniera più accentuata alla turbolenza di agosto.

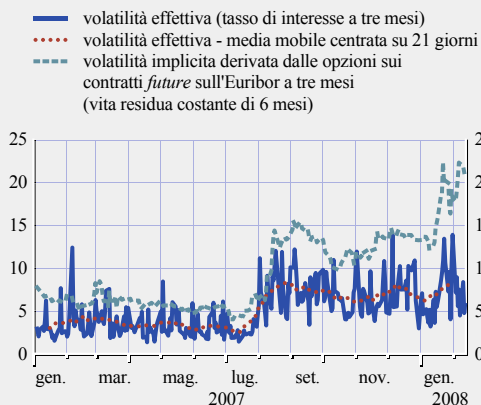
A cosa è riconducibile l'accresciuta volatilità dell'agosto 2007?

Tra la fine di giugno e gli inizi di agosto è divenuto chiaro che una serie di istituzioni finanziarie europee avevano subito sostanziali perdite sulle proprie attività nei mercati dei mutui *subprime* negli Stati Uniti. Man mano che le preoccupazioni sull'esposizione alle insolvenze dei mutui *subprime* statunitensi si sono intensificate, la capacità delle società veicolo di rifinanziarsi è diminuita ed è aumentata la domanda di liquidità da parte delle banche che avevano la necessità di fornire credito a tali società veicolo. Questi fenomeni sono stati inoltre esacerbati dalle difficoltà di valutazione di tali prodotti finanziari. L'accresciuta domanda di liquidità, insieme a una perdita di fiducia delle controparti, ha determinato una tendenza da parte di un'ampia quota di banche ad accumulare liquidità, cosicché la liquidità complessiva di mercato è diminuita significativamente. I tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati notevolmente, non da ultimo nel segmento *overnight*, dove su base infragiornaliera hanno raggiunto livelli prossimi a 70 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta.

Il 9 agosto, a fronte della forte domanda di liquidità sul mercato *overnight*, che stava altresì causando un sostanziale incremento dei tassi di interesse di mercato a brevissimo termine, l'Eurosistema ha iniettato nel mercato una significativa quantità di liquidità per tale giorno tramite un'operazione di rifinanziamento *overnight*. A causa del persistere delle tensioni sul mercato monetario, si sono osservati aumenti dei tassi di interesse nei segmenti a più lungo termine del mercato monetario non garantito (ossia sui prestiti interbancari non garantiti da uno scambio di garanzie), portando a differenziali rispetto ai segmenti garantiti fino a cinque volte superiori alla media storica. Al fine di facilitare una migliore distribuzione della liquidità tra banche, l'Eurosistema ha condotto varie forme di operazioni di immissione di liquidità nella seconda metà dell'anno. Tali misure, insieme a una politica di comunicazione attiva, hanno contribuito a un funzionamento più ordinato del mercato, quantomeno nel segmento a breve termine, e hanno concorso a rassicurare le banche che i loro fabbisogni di liquidità sarebbero stati soddisfatti. Di conseguenza, il livello di volatilità nel mercato garantito è diminuito leggermente su varie scadenze.

Figura C Volatilità effettiva e implicita dei tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

(punti base)



Fonti: Reuters e stime della BCE.

Andamenti della volatilità effettiva e implicita a confronto

La volatilità implicita³ è calcolata sulla base di opzioni fondate su aspettative prospettiche, fornendo pertanto alcune indicazioni sulla volatilità per l'orizzonte coperto dai contratti (tre mesi per i contratti ordinari *future* sull'Euribor). Per contro, la volatilità effettiva riflette l'incertezza percepita prevalente nel mercato.

Sebbene i profili delle due misure di volatilità siano sostanzialmente analoghi, le variazioni della volatilità implicita sono più marcate rispetto a quelle della volatilità effettiva calcolata sulla base del tasso di interesse sui depositi a tre mesi. La figura C mostra che la volatilità implicita ha cominciato a salire a metà luglio prima del forte aumento degli inizi di agosto, facendo osservare da quel momento in poi notevoli oscillazioni. Un analogo andamento è stato osservato per la volatilità effettiva calcolata sulla base dei tassi di interesse a tre mesi sui depositi. L'incremento è stato tuttavia più graduale e complessivamente più contenuto anche in agosto (ossia il periodo più critico per il mercato monetario dell'euro).

Questi andamenti osservati nelle due misure della volatilità riflettono soprattutto la natura di ciascuna misura. Mentre l'incremento della volatilità effettiva del tasso di interesse a tre mesi riflette le tensioni percepite nel segmento non garantito a tre mesi del mercato monetario, la volatilità implicita tiene altresì conto dell'incertezza sul futuro impatto delle tensioni provocate dagli annunci di alcune banche europee sulla loro esposizione alle cartolarizzazioni collegate al mercato dei mutui *subprime*. In particolare, queste persistenti tensioni sul mercato monetario

3 La volatilità implicita utilizzata in questo riquadro è desunta dalle opzioni sui contratti *future* a tre mesi con scadenza costante a sei mesi.

hanno determinato un aumento dell'incertezza riguardo al futuro contesto finanziario e macroeconomico, che è ricompreso nella misura della volatilità implicita ma non in quella della volatilità effettiva.

Dopo i livelli eccezionalmente elevati osservati fino agli inizi di settembre, la misura della volatilità effettiva è leggermente calata in settembre, forse in risposta alla generosa politica per la liquidità adottata da metà agosto. Nel contempo, la volatilità implicita è rimasta elevata, risentendo probabilmente delle tensioni più marcate nel segmento non garantito del mercato, in particolare sull'orizzonte a tre mesi, benché anch'essa abbia mostrato una tendenza a diminuire in settembre.

Nel complesso, nonostante le suddette diminuzioni, entrambe le misure si sono sostanzialmente stabilizzate in seguito, seppur a livelli superiori a quelli precedenti l'inizio della turbolenza in agosto, indicando che un ritorno alle condizioni di mercato stabili che prevalevano prima della turbolenza potrebbe richiedere del tempo.

NEL 2007 SI SONO AVUTE AMPIE OSCILLAZIONI NEI MERCATI OBBLIGAZIONARI MONDIALI

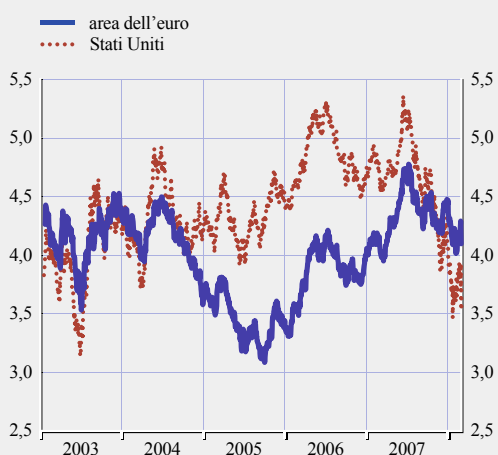
I tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro si sono collocati al 4,4 per cento alla fine del 2007, un livello di 40 punti base superiore a quello prevalente un anno prima (cfr. figura 12). Questo aumento dei tassi di interesse, nel complesso piuttosto modesto, cela tuttavia oscillazioni relativamente accentuate nel corso dell'anno. In particolare, le

turbolenze finanziarie derivanti dalle difficoltà del settore immobiliare statunitense hanno indotto un'accresciuta volatilità nei mercati obbligazionari mondiali nell'ultima parte dell'anno. Alla base della contenuta variazione complessiva dei tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro vi sono stati modesti incrementi dei tassi di interesse sulle obbligazioni a dieci anni indicizzate all'inflazione e dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine corrispondenti. Il tasso di interesse sui titoli di Stato indicizzati con scadenza nel 2015, una misura dei tassi di interesse reali a lungo termine, si è collocato al 2 per cento a fine 2007, con un incremento di 20 punti base rispetto a fine 2006. Il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che misura l'inflazione a lungo termine attesa dagli operatori di mercato e i connessi premi al rischio, è aumentato di 20 punti base nel 2007, collocandosi alla fine dell'anno su un valore prossimo al 2,4 per cento.

Nella prima metà del 2007 i tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine sono nettamente aumentati su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nell'area dell'euro, i tassi di interesse con scadenza a dieci anni sono aumentati di un massimo di 70 punti base circa fra la fine di dicembre 2006 e i primi di luglio 2007, mentre

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

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



Fonti: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.

1) Titoli a dieci anni o alla scadenza più vicina disponibile.

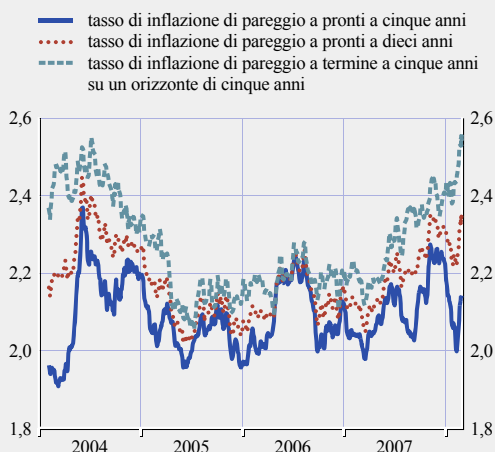
i tassi di interesse dei titoli analoghi negli Stati Uniti hanno toccato il picco a metà giugno con un livello di circa 60 punti base superiore a quello di fine 2006. L'incremento dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro ha rispecchiato le aspettative del mercato di una vigorosa crescita economica. Questa valutazione era in linea con pubblicazioni di dati macroeconomici e sul clima di fiducia delle imprese migliori, in media, delle attese. Nei primi sei mesi del 2007 il graduale incremento nell'area dell'euro dei tassi di interesse ha subito una momentanea interruzione in due occasioni. Tra la fine di febbraio e gli inizi di marzo, i tassi a lungo termine sono diminuiti in seguito a un marcato calo della propensione al rischio e alle conseguenti riallocazioni di portafoglio dai mercati azionari a quelli obbligazionari. Successivamente, agli inizi di giugno i tassi a lungo termine sono aumentati considerevolmente, di riflesso a una marcata ondata di vendite nei mercati obbligazionari statunitensi.

Nel complesso, la ripresa relativamente sostenuta osservata nei tassi di interesse nominali nella prima metà del 2007 è stata sospinta principalmente da un incremento della relativa componente reale. Le attese di inflazione da parte degli operatori di mercato nell'area dell'euro e i connessi premi al rischio hanno in questo periodo segnato un incremento solo marginale. Ad esempio, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 10 punti base nei primi sei mesi del 2007, collocandosi su un livello del 2,3 per cento a fine giugno (cfr. figura 13).

Nei mesi estivi del 2007 hanno incominciato a rafforzarsi preoccupazioni connesse alle condizioni del mercato immobiliare statunitense. In particolare, è diventato evidente che i mutuatari con il merito di credito più basso stavano avendo difficoltà a rimborsare mutui ipotecari *subprime* sottoscritti durante il periodo di tassi di interesse estremamente bassi fra il 2002 e il 2004. Gli investitori ritenevano inizialmente che i problemi si sarebbero limitati

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

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

agli Stati Uniti e che solo una serie relativamente contenuta di attività ne avrebbe risentito. A fine luglio questo scenario favorevole è stato messo in seria discussione quando è risultato evidente che anche le istituzioni finanziarie europee erano pesantemente esposte al mercato statunitense dei mutui ipotecari *subprime*. In alcuni casi limitati, le perdite derivanti da tali esposizioni hanno messo addirittura in pericolo la solidità finanziaria delle istituzioni interessate. La rivelazione di rischi così gravi ha indotto turbolenze più generalizzate nei mercati finanziari con un incremento diffuso dell'avversione al rischio, favorendo riallocazioni di portafoglio verso investimenti più sicuri, ad esempio da attività più rischiose verso titoli di Stato.

In seguito alle turbolenze, alla fine dell'anno i tassi di interesse sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro erano inferiori, nel complesso, di 30 punti base rispetto ai primi di luglio, per effetto principalmente di un decremento dei tassi reali. La flessione dei tassi di interesse dei titoli statunitensi è stato nettamente più pronunciato, con il tasso a dieci anni che si è collocato alla fine dell'anno su un livello inferiore di circa 130 punti base al picco di metà giugno. La flessione

più marcata dei tassi statunitensi rifletterebbe prospettive di crescita più deboli per l'economia di questo paese nelle aspettative degli investitori, nonché la decisione del FOMC di ridurre i tassi di interesse il 18 settembre, il 31 ottobre e l'11 dicembre.

Nel complesso, le recenti turbolenze sono emerse alla fine di un periodo relativamente prolungato di condizioni distese del mercato. È probabile che le condizioni relativamente propizie precedenti alle turbolenze abbiano spinto molti operatori di mercato ad adottare decisioni di investimento sulla base di valutazioni dei rischi che sono risultate essere eccessivamente ottimistiche. Il riquadro 3 evidenzia le principali analogie e differenze fra le turbolenze del 2007 e quelle del 1998.

Il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di altri 10 punti base negli ultimi sei mesi del 2007, collocandosi al 2,4 per cento alla fine dell'anno. L'aumento complessivo dei tassi di inflazione di pareggio nel 2007 potrebbe essere stato correlato col peggioramento delle prospettive a breve termine per l'inflazione, riconducibile soprattutto all'impennata dei prezzi petroliferi e dei prodotti alimentari. Non è chiaro, tuttavia, in che misura l'aumento complessivo di questo indicatore rifletta movimenti nelle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato e variazioni nei relativi premi per il rischio.

L'incertezza percepita dagli operatori di mercato sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta stabile lungo il primo semestre dell'anno, di riflesso alle aspettative di un protrarsi del contesto favorevole sia nell'area dell'euro sia nell'economia mondiale. Questa valutazione positiva da parte degli investitori è cambiata a causa delle turbolenze, col risultato che la volatilità implicita dei mercati obbligazionari è significativamente aumentata tra i mesi di giugno e agosto. Successivamente, la volatilità implicita nell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente invariata su livelli piuttosto elevati.

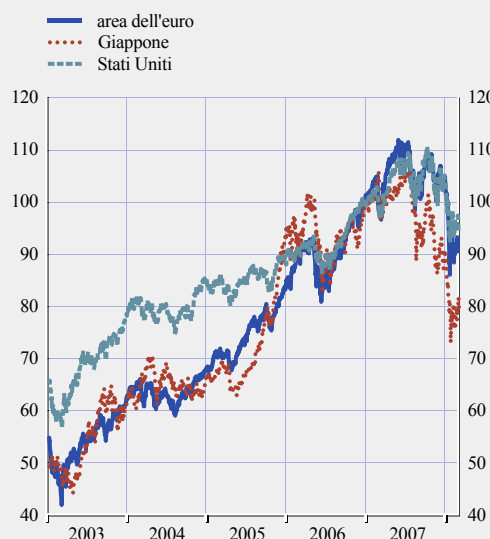
Nei primi due mesi del 2008 i tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro sono scesi di circa 30 punti base, per collocarsi il 29 febbraio al 4,1 per cento. Analoghe riduzioni dei tassi di interesse reali offerti dai titoli indicizzati all'inflazione suggeriscono che gli operatori di mercato, all'inizio del 2008, sono divenuti leggermente più pessimistici circa le prospettive di crescita nell'area dell'euro.

NEL 2007 I CORSI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO SONO AUMENTATI IN UN CONTESTO DI NOTEVOLE VOLATILITÀ

Malgrado la considerevole volatilità registrata durante l'anno, nel complesso del 2007 i corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati, mantenendo quindi l'andamento al rialzo osservato dagli inizi del 2003 (cfr. figura 14). Nell'insieme, l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha concluso l'anno con un incremento del 5 per cento rispetto alla fine del 2006. Parimenti, i mercati azionari degli Stati Uniti hanno chiuso l'anno con il segno positivo, con un aumento

Figura 14 Principali indici dei corsi azionari ¹⁾

(indice: riportato in base 100 il 2 gennaio 2007; dati giornalieri)



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

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

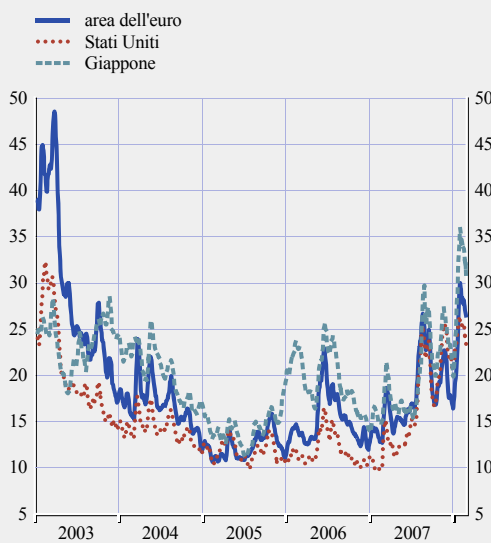
dell'indice Standard & Poor's 500 pari al 3,5 per cento, mentre le quotazioni azionarie giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, sono calate dell'11 per cento circa. Analogamente all'andamento dei mercati obbligazionari, le oscillazioni dei corsi azionari dell'area dell'euro sono state particolarmente pronunciate nei mesi estivi quando gli investitori sono divenuti restii a detenere attività rischiose come le azioni. La positiva *performance* complessiva dei mercati azionari nell'area dell'euro è riconducibile principalmente al protratto vigore della crescita degli utili effettivi e attesi.

I corsi azionari dell'area dell'euro hanno mostrato una stabile tendenza al rialzo nei primi sei mesi del 2007. Questa tendenza si è temporaneamente interrotta tra fine febbraio e i primi di marzo, quando le quotazioni nell'area, rispecchiando gli sviluppi negli altri principali mercati, hanno registrato una brusca correzione, in parte determinata dall'andamento dei mercati cinesi. L'indice Dow Jones Euro Stoxx ha perso circa il 4 per cento fra il 6 febbraio e il 7 marzo. Dopo questo episodio, i mercati hanno recuperato, anche sulla scorta di un'accresciuta propensione al rischio, dell'attività di fusione e acquisizione e del persistere di un'evoluzione favorevole degli utili. Il vigore con cui sono cresciuti gli utili trova riscontro nel fatto che, in media, fra gennaio e giugno gli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sono in media aumentati a un tasso sul periodo corrispondente prossimo al 17 per cento. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro a fine giugno si sono collocate su un livello superiore del 10 per cento a quello registrato alla fine del 2006.

L'ottimismo prevalente nei mercati azionari mondiali si è bruscamente interrotto con l'insorgere delle turbolenze finanziarie, determinando una generale revisione delle valutazioni dei rischi di credito e finanziari e un'accresciuta avversione al rischio fra gli investitori. La flessione dei corsi azionari dell'area che ne è conseguita avrebbe rispecchiato prevalentemente una forte impennata del premio al rischio richiesto per detenere azioni dell'area,

Figura 15 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

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

specie quelle di società appartenenti al settore finanziario. Nel contempo la volatilità implicita del mercato azionario ha segnato un marcato incremento raggiungendo livelli non osservati dal 2003 (cfr. figura 15). L'ondata di vendite nei mercati azionari dell'area è stata particolarmente rilevante in luglio e agosto quando l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha perso circa il 5 per cento del valore.

In settembre e agli inizi di ottobre i corsi azionari dell'area hanno segnato una ripresa analoga a quella osservata dopo la correzione di breve durata della fine di febbraio e inizi di marzo. Successivamente, tuttavia, tra metà ottobre e la fine dell'anno l'avversione al rischio degli investitori è nuovamente aumentata dopo che numerose istituzioni finanziarie hanno rivelato di aver subito perdite superiori alle attese per investimenti nel mercato statunitense dei mutui *subprime*. Di conseguenza, le quotazioni

azionarie dell'area dell'euro e mondiali hanno subito un'ampia flessione e l'incertezza dei mercati azionari, riflessa nella volatilità implicita, ha riguadagnato terreno per toccare livelli prossimi a quelli osservati nei mesi estivi.

È degno di nota il fatto che le tensioni nei mercati finanziari hanno avuto un impatto modesto sulla redditività effettiva e attesa delle società dell'area dell'euro. Fra dicembre 2006 e dicembre 2007 gli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sono aumentati del 15 per cento. Peraltro, gli analisti hanno previsto che gli utili cresceranno a un tasso sul periodo corrispondente del 9 per cento circa nel 2008. Il fatto che la redditività delle società dell'area non abbia in larga parte risentito delle turbolenze nei mercati finanziari ha probabilmente contribuito a frenare il calo complessivo dei corsi azionari osservato nella seconda metà del 2007.

Considerando gli sviluppi a livello settoriale, i comparti delle telecomunicazioni e dei

servizi di pubblica utilità hanno registrato risultati nettamente migliori rispetto all'indice generale. I notevoli risultati di questi settori vanno probabilmente ascritti alla preferenza degli investitori per società con flussi di cassa relativamente regolari. Nello stesso tempo il settore finanziario ha invece registrato risultati peggiori rispetto all'indice generale. L'andamento insoddisfacente di questo settore è stato connesso ai crescenti timori circa la redditività dello stesso nel contesto di un'esposizione generalmente elevata ad attività collegate direttamente o indirettamente al mercato statunitense dei mutui ipotecari *subprime*, attualmente in difficoltà.

All'inizio del 2008 persistenti timori circa l'andamento del rischio di credito unitamente ad aspettative più basse sugli utili societari hanno contribuito ad abbassare i corsi azionari. Tra la fine del 2007 e il 29 febbraio 2008, gli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500 sono entrambi scesi, del 14 e del 9 per cento rispettivamente.

Riquadro 3

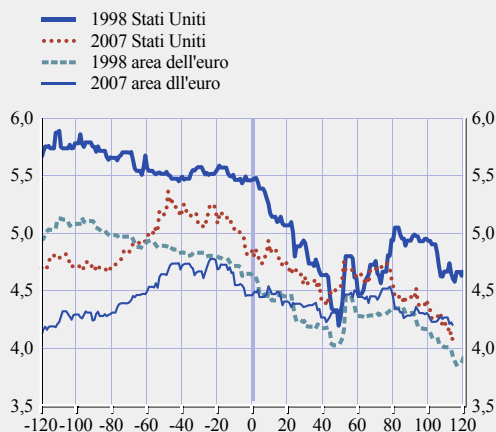
ANALOGIE E DIFFERENZE FRA GLI EPISODI DI TURBOLENZA FINANZIARIA DEL 2007 E DEL 1998

Nella seconda metà del 2007 le quotazioni nei mercati finanziari internazionali hanno risentito fortemente di una diffusa revisione delle valutazioni dei rischi finanziari, che, da uno specifico segmento del mercato creditizio (quello delle attività garantite da mutui ipotecari statunitensi di qualità non primaria), si è estesa all'insieme dei mercati del credito e al sistema finanziario in generale. La successione e la natura degli eventi che hanno caratterizzato i recenti disordini presentano una certa analogia con quelle della turbolenza che ha colpito il mercato finanziario nella seconda metà del 1998, nota come la "crisi di LTCM". Basandosi su indicatori dei mercati finanziari, questo riquadro mette in evidenza le principali analogie e differenze fra i due episodi.

Nella prima metà del 1998 la maggior parte delle economie avanzate gode di condizioni di mercato favorevoli, alimentate in parte dal positivo quadro macroeconomico, che si traducono in termini di forte crescita delle quotazioni azionarie, andamenti stabili dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie (cfr. le figure A e B relative ai rendimenti obbligazionari e ai corsi azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro). Il clima generalmente disteso sui mercati finanziari mondiali inizia a mutare nell'estate del 1998. La modifica delle valutazioni nei mercati finanziari e la mutata propensione al rischio degli investitori paiono essere strettamente collegate a due fattori principali: da un lato, il maggiore

Figura A Rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel 1998 e 2007

(valori percentuali in ragione d'anno)

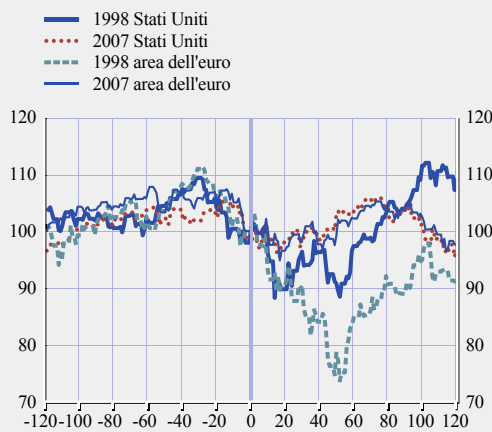


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse orizzontale corrisponde a 120 giorni lavorativi prima e dopo il 17 agosto 1998 e il 30 luglio 2007 rispettivamente. La data del 1998 rappresenta l'annuncio della moratoria russa, mentre quella del 2007 il punto in cui una banca tedesca, l'IKB, ha segnalato ingenti perdite derivanti da società veicolo (conduits/SIV) che investivano in strumenti di credito strutturati statunitensi.

Figura B Prezzi delle azioni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel 1998 e 2007

(indice riportato in base 100 il 17 agosto 1998 e il 30 luglio 2007)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse orizzontale corrisponde a 120 giorni lavorativi prima e dopo il 17 agosto 1998 e il 30 luglio 2007 rispettivamente. La data del 1998 rappresenta l'annuncio della moratoria russa, mentre quella del 2007 il punto in cui una banca tedesca, l'IKB, ha segnalato ingenti perdite derivanti da società veicolo (conduits/SIV) che investivano in strumenti di credito strutturati statunitensi.

pessimismo degli operatori riguardo al potenziale impatto della contrazione dei mercati emergenti asiatici nel 1997 sull'economia mondiale e, dall'altro, il progressivo intensificarsi dei timori del mercato quanto alla sostenibilità del debito russo. Questi timori raggiungono il loro apice il 17 agosto, quando le autorità russe annunciano la ristrutturazione del debito, la svalutazione della moneta e una moratoria sul rimborso delle obbligazioni degli investitori. Questi annunci innescano un'ondata di vendite nei mercati azionari internazionali e in quelli delle obbligazioni societarie, mentre le ricomposizioni di portafoglio a favore di attività sicure determina un calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine (cfr. figura A).

La forte reazione del mercato alla crisi di insolvenza russa fa aumentare i timori di una riduzione significativa dell'offerta di credito (*credit crunch*) su scala mondiale. Molti *hedge fund* e *proprietary desk* di banche di investimento registrano ingenti perdite, principalmente per effetto dell'ampliamento sia dei differenziali sulle obbligazioni societarie, sia di altri differenziali di rischio. Le richieste di margini originate dall'ampliamento dei differenziali risultano in un fabbisogno aggiuntivo di liquidità per finanziare le posizioni. Agli inizi di settembre uno dei maggiori *hedge fund*, Long-Term Capital Management (LTCM), comincia a riscontrare difficoltà di finanziamento a breve termine particolarmente gravi. In generale preoccupa il fatto che LTCM possa essere obbligato a liquidare cospicue posizioni in un mercato dalle condizioni già tese, il che a sua volta potrebbe generare seri rischi sistemici per il sistema finanziario internazionale. Nondimeno, nelle settimane successive diversi interventi contribuiscono a ristabilire normali condizioni di funzionamento nel mercato: il 23 settembre viene annunciato un piano di salvataggio privato per LTCM e la Federal Reserve abbassa i tassi di riferimento di complessivi 100 punti base in tre manovre. Nel complesso, le ripercussioni della crisi sull'economia reale risultano modeste.

Due analogie degne di nota possono essere tracciate fra gli episodi di turbolenza del 2007 e del 1998: la prima attiene al contesto prevalente nei mercati finanziari prima del verificarsi delle tensioni e la seconda riguarda il fatto che in entrambi i casi il fattore scatenante è stato uno shock di portata relativamente limitata.

Per quanto concerne la prima analogia, in entrambi i casi il contesto pre-crisi è stato caratterizzato da periodi prolungati di rialzi generalizzati degli indici nella maggior parte dei segmenti, nonché da bassi livelli di volatilità nel mercato finanziario. È possibile che le condizioni di mercato molto positive abbiano spinto alcuni operatori ad assumere decisioni di investimento sulla base di valutazioni del rischio eccessivamente ottimistiche. Questi avrebbero perciò fatto troppo affidamento sugli andamenti recenti, estrapolando tendenze in contrasto con le probabilità e i valori di equilibrio di lungo periodo.

Riguardo alla seconda analogia, in entrambi i casi le crisi non sono scoppiate in presenza di violenti shock inflazionistici o economici, bensì a causa di shock di portata relativamente limitata (insolvenze inattese in segmenti di mercato di dimensioni notevoli, ma non vastissime), che hanno dato avvio a una generale revisione nelle valutazioni dei rischi finanziari, determinando oscillazioni di prezzo estreme in specifici segmenti di mercato (in particolare quello del credito). Non si può escludere che la veemenza delle reazioni degli operatori possa essere stata amplificata dal precedente contesto di distensione dei mercati, nell'ambito del quale le valutazioni di determinate categorie di attività paiono essere state alquanto elevate dal punto di vista dei fondamentali, almeno in un'analisi *ex post*.

Nonostante queste analogie, gli sviluppi osservati durante le due crisi differiscono per molti aspetti. La prima differenza sta nel fatto che le innovazioni finanziarie dell'ultimo decennio in materia di trasferimento del rischio di credito hanno reso molto più difficile individuare i settori e le specifiche entità in cui, in ultima istanza, il rischio risiede. Sebbene il crescente ricorso alla cartolarizzazione (conversione di prestiti in strumenti liquidi) abbia ampliato le opportunità di diversificazione degli investitori, la determinazione del prezzo di questi nuovi prodotti è, in molti casi, estremamente complessa. Il forte aumento dell'uso di questi strumenti e le incertezze relative all'esposizione delle controparti potrebbero in parte spiegare gli andamenti recenti in diversi segmenti di mercato. Il secondo punto di divergenza è che i disordini recenti hanno inciso prevalentemente sui differenziali e sulla liquidità nei mercati del credito e monetario. Nel 1998, per contro, la liquidità è venuta a mancare anche nei mercati dei titoli di Stato, poiché molte delle rischiose strategie di investimento adottate in quel periodo includevano anche posizioni in questo tipo di strumenti.

Inoltre, come terzo aspetto di differenziazione, le due figure mostrano che tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti le reazioni dei prezzi delle attività hanno evidenziato andamenti lievemente difforni durante le due crisi finanziarie. Nel 1998 le quotazioni azionarie sono scese più marcatamente nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Il diverso andamento è stato probabilmente connesso a un aumento dei differenziali di crescita fra le due economie, come si può desumere dal fatto che, mentre negli Stati Uniti l'espansione del prodotto è stata stabile nel corso del 1998, nell'area dell'euro la crescita sui dodici mesi del PIL reale è scesa dal 3,8 per cento del primo trimestre al 2,4 per cento nel quarto. Per contro, i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno evidenziato cali analoghi nelle due economie. Anche nel 2007, i differenziali di crescita attesi potrebbero aver contribuito ai profili lievemente difforni evidenziati dai prezzi delle attività dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Ad esempio il differenziale di interesse fra i titoli

obbligazionari a lungo termine statunitensi e quelli dell'area dell'euro si è ridotto nei mesi successivi allo scoppio della crisi, assumendo persino valori negativi, per la prima volta dagli inizi del 2004. Sembrerebbe che, nell'ultimo scorcio del 2007, gli operatori di mercato abbiano considerato l'economia dell'area dell'euro in certa misura capace di una migliore tenuta, di fronte alle recenti turbolenze, rispetto a quella statunitense. Questa modifica delle previsioni riguardo alla crescita relativa delle due economie ha indotto gli investitori ad attendersi una risposta di politica monetaria più decisa negli Stati Uniti, il che ha contribuito al cambiamento di segno del differenziale di interesse fra i titoli a lungo termine di Stati Uniti e area dell'euro. Allo stesso tempo, nelle due economie le quotazioni azionarie hanno segnato movimenti quasi paralleli durante le recenti turbolenze, a indicazione della forte componente internazionale che muove questi comparti.

Un'ultima differenza riguarda il ruolo dei mercati emergenti, che nel 2007 hanno affrontato le tensioni molto meglio che nel 1998. Il modesto impatto esercitato dalle recenti turbolenze fa ritenere che nell'ultimo decennio queste economie abbiano sviluppato una maggiore capacità di tenuta agli shock del sistema finanziario internazionale. Se nella crisi del 1998 il livello di indebitamento dei mercati emergenti aveva avuto un ruolo centrale, questi non sono stati pressoché interessati dalle recenti tensioni, fornendo invece un margine per assorbire i conseguenti rischi per l'economia mondiale.

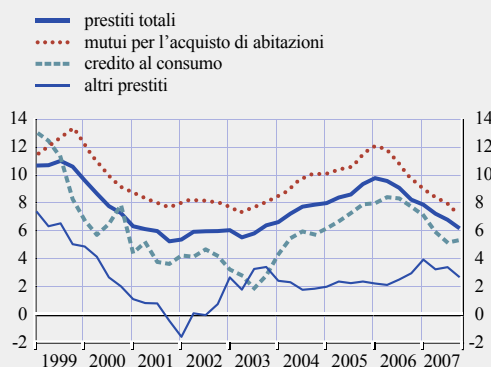
LA DINAMICA DI INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE HA REGISTRATO UNA GRADUALE MODERAZIONE

Nel corso del 2007 si è avuto un rallentamento nell'indebitamento delle famiglie, di riflesso all'effetto frenante di tassi sui prestiti più elevati, a valutazioni più prudenti del rischio di credito da parte degli intermediari e a una moderazione della dinamica del mercato degli immobili residenziali. Le IFM sono state la principale fonte di indebitamento delle famiglie, con il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie rimasto sostenuto al 6,2 per cento nel dicembre 2007, dopo essersi collocato al 7,2 alla metà del 2007 e all'8,2 alla fine del 2006. Il carattere graduale e costante del rallentamento dei prestiti alle famiglie fa supporre che sia stato sospinto prevalentemente da fattori fondamentali e che le turbolenze nei mercati finanziari abbiano avuto, finora, un impatto limitato sull'erogazione di tali prestiti. Nel 2007, peraltro, il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie concessi da istituzioni diverse dalle IFM (specificamente, gli AIF e le società di assicurazione e i fondi pensione) si è mantenuto superiore a quello dei prestiti delle IFM alle famiglie.

La scomposizione dei prestiti delle IFM alle famiglie per finalità indica che la principale determinante dell'indebitamento è rimasta l'acquisto di abitazioni. Il tasso annuo di variazione dei prestiti erogati a tale scopo è stato pari al 7,1 per cento nel dicembre 2007, dopo il 9,6 nel dicembre 2006 (cfr. figura 16). La moderazione è stata in linea con il rallentamento osservato nei prezzi delle abitazioni e

Figura 16 Prestiti delle IFM alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

nell'attività del mercato degli immobili residenziali in diverse economie dell'area dell'euro. I risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema confortano questa valutazione, in quanto nel corso del 2007 le banche hanno individuato nelle prospettive del mercato immobiliare e, in misura crescente, nell'evoluzione della fiducia dei consumatori i fattori che hanno contribuito al rallentamento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. La diminuzione della crescita dei prestiti verso la fine del 2007 potrebbe aver riflesso altresì l'impatto frenante di criteri più severi per la concessione del credito dovuti ai crescenti timori delle banche circa le prospettive del mercato immobiliare e quelle economiche generali.

Il rallentamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha rispecchiato altresì l'effetto frenante dell'innalzamento dei tassi di interesse

di riferimento della BCE in atto dal dicembre 2005. In linea con l'andamento osservato nel 2006, i tassi applicati dalle IFM sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 66 punti base fra dicembre 2006 e la fine di dicembre 2007 (cfr. figura 17). I tassi sono aumentati più vigorosamente per i prestiti per l'acquisto di abitazioni con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno o superiore a dieci anni rispetto a quelli con scadenze intermedie.

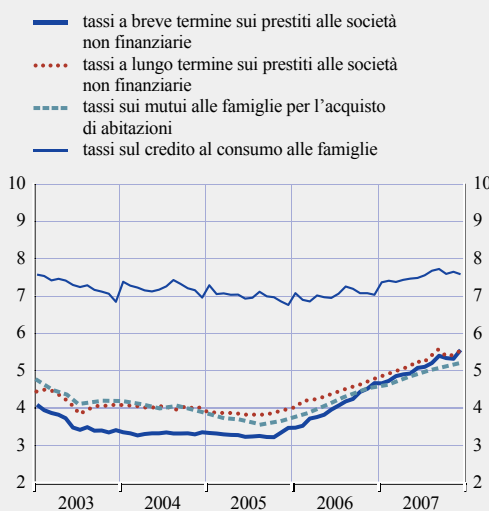
Analogamente, ancorché su un livello più basso, il tasso di espansione sul periodo corrispondente del credito al consumo è sceso al 5,3 per cento nel dicembre 2007, dal 7,7 di fine 2006. Il tasso di crescita del credito al consumo è diminuito in linea con il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e la graduale moderazione osservata nella crescita delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro. I risultati dell'indagine sul credito bancario indicano che nei primi tre trimestri dell'anno i criteri di concessione del credito sono stati allentati in termini netti, favorendo così l'espansione dei prestiti, mentre nel quarto trimestre, nel contesto delle turbolenze finanziarie, tali criteri sono stati inaspriti. A tale proposito, andrebbe notato altresì che le banche hanno segnalato timori crescenti nel corso dell'anno riguardo al merito di credito dei consumatori e alle prospettive per l'attività economica generale, che potrebbero aver ridotto l'erogazione di prestiti. Allo stesso tempo, i tassi di interesse delle IFM sul credito al consumo, rimasti di gran lunga superiori a quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni, sono aumentati di 55 punti base fra dicembre 2006 e dicembre 2007, contribuendo così a frenare la domanda di tali prestiti.

IL LIVELLO DEL DEBITO DELLE FAMIGLIE È ULTERIORMENTE AUMENTATO

Nonostante il rallentamento osservato nell'erogazione dei prestiti alle famiglie, il ritmo sostenuto dell'indebitamento delle famiglie ha indotto un ulteriore incremento del rapporto fra debito delle famiglie e reddito disponibile, che ha raggiunto il 92,5 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura 18), mentre quello fra debito e PIL

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

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

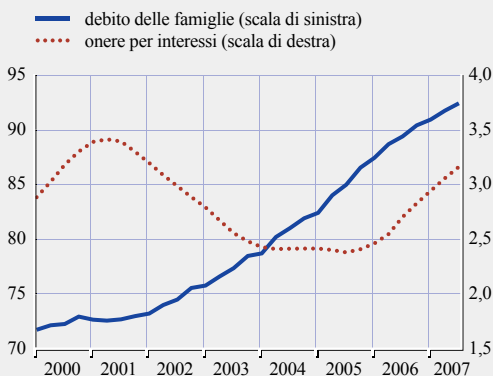


Fonte: BCE.

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

Figura 18 Debito e pagamenti per interessi delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile lordo delle famiglie)



Fonte: BCE.

è aumentato al 60,3 per cento in quel trimestre, sulla base dei dati ricavati dai conti integrati dell'area dell'euro. Rispetto agli Stati Uniti o al Regno Unito, tuttavia, il livello del debito delle famiglie dell'area è ancora relativamente modesto. La protratta espansione del debito delle famiglie ha aumentato l'esposizione a variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività. Occorre notare che questo rapporto rappresenta un valore medio e che il livello di debito può variare considerevolmente fra le differenti famiglie nei vari paesi dell'area. Si osservano livelli superiori di esposizione, ad esempio, laddove le famiglie hanno sfruttato i tassi di interesse eccezionalmente favorevoli prevalenti negli anni passati e hanno acceso mutui ipotecari a tasso variabile con modesti pagamenti iniziali di interessi. Il crescente livello del debito, congiuntamente a tassi più elevati sui prestiti per le famiglie, ha contribuito a innalzare nel 2007 l'onere per il servizio del debito, misurato dai pagamenti per interessi sommati al rimborso del capitale in percentuale del reddito disponibile. L'onere per interessi sui debiti è ulteriormente aumentato per collocarsi al 3,2 per cento nel terzo trimestre del 2007, dal 2,8 per cento di fine 2006, collocandosi su un livello decisamente superiore a quelli del 2004 e del 2005, ma anche inferiore al picco precedente osservato nel 2001.

NEL 2007 È AUMENTATO IL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO PER LE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Nel 2007 il costo in termini reali del finanziamento esterno per le società non finanziarie nell'area dell'euro è progressivamente aumentato, proseguendo così l'andamento osservato nel 2006, mentre la redditività delle imprese è rimasta sostenuta. Ciò nonostante e di riflesso a un aumento del fabbisogno finanziario, il tasso di crescita dei finanziamenti esterni alle società non finanziarie è rimasto elevato, alimentato da una vivace domanda di prestiti delle IFM. Di conseguenza, si prevede che nel 2007 sia ulteriormente aumentata la leva finanziaria delle società non finanziarie.

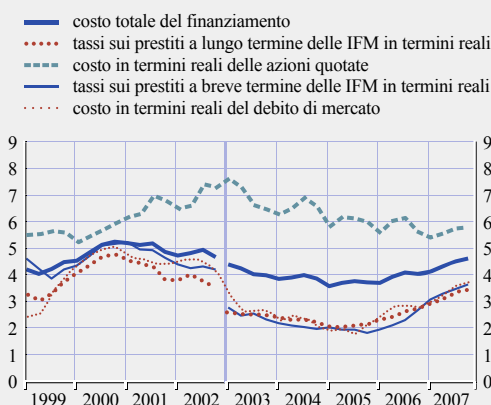
A seguito degli incrementi dei tassi di interesse di riferimento della BCE nel 2006 e nella prima metà del 2007, il costo complessivo in termini reali del finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare nel 2007 (cfr. figura 19)². Nel corso dell'anno l'incremento è stato spinto prevalentemente da protratti aumenti del costo reale dei debiti finanziari, benché abbia segnato un incremento anche il costo del finanziamento tramite capitale di rischio. Nell'ultimo trimestre dell'anno le tensioni nei mercati del credito hanno concorso all'aumento del costo del finanziamento esterno delle imprese in quanto si è accresciuto il rischio di credito percepito dai prestatori e dagli altri investitori, per cui le condizioni di finanziamento mediante ricorso al mercato si sono inasprite rispetto al passato.

Per quanto riguarda le componenti del costo del finanziamento esterno, i tassi di interesse sui prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie sono aumentati significativamente nel corso del 2007 in termini sia reali sia nominali (cfr. figura 19). L'incremento dei tassi di

² Il costo reale del finanziamento esterno per le società non finanziarie è calcolato ponderando le varie fonti sulla base dei corrispondenti importi in essere (corretti per gli effetti di valutazione). Per una descrizione dettagliata di questa misura, cfr. il riquadro *Misurazione del costo reale di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di marzo 2005 del Bollettino mensile.

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

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

interesse a breve termine del mercato monetario, ammontato a 120 punti base fra la fine del 2006 e la fine del 2007 nel caso dell'Euribor a tre mesi, è stato seguito da aumenti più contenuti dei tassi sui prestiti a breve termine erogati alle imprese dalle IFM. In particolare, i tassi sui prestiti con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di un valore compreso fra 90 e 100 punti base circa nel caso di prestiti di piccole e grandi dimensioni nello stesso periodo. Questi incrementi hanno rispecchiato probabilmente anche gli effetti che precedenti aumenti dei tassi di mercato monetario nel 2006 hanno esercitato sui tassi applicati dalle IFM a prestiti a breve termine, seguendo così sostanzialmente il profilo di trasmissione ritardata osservato nei cicli precedenti. Anche i tassi sui prestiti a lungo termine sono aumentati nello stesso periodo, di un valore compreso fra 65 e 85 punti base. Nello stesso periodo i tassi di interesse sui titoli di Stato quinquennali sono cresciuti di 30 punti base. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi sui prestiti bancari a lungo termine e i corrispondenti tassi di mercato si sono ampliati

in misura significativa, soprattutto nella seconda parte dell'anno, rispecchiando l'aumento dei costi di finanziamento per le banche.

Per le società non finanziarie, anche il costo reale del finanziamento attraverso l'emissione di obbligazioni è significativamente cresciuto nel 2007, proseguendo l'andamento iniziato nel 2006: nel dicembre 2007 tale costo si è collocato su un valore superiore di circa 190 punti base rispetto al minimo registrato nell'estate del 2005. A partire da giugno, l'aumento dei tassi di interesse sulle obbligazioni societarie è stato superiore a quello dei titoli di Stato corrispondenti, per cui i differenziali si sono ampliati proporzionalmente nella seconda metà dell'anno. Questo aumento dei differenziali è riconducibile probabilmente alle percezioni degli investitori in tutto il mondo di un rischio di credito e di liquidità più elevato, nonché a un aumento della volatilità nei mercati finanziari dopo un prolungato periodo di differenziali molto ristretti³.

Per le società non finanziarie, nel corso del 2007 è aumentato progressivamente anche il costo reale del finanziamento attraverso l'emissione di azioni sui mercati borsistici, nonostante gli incrementi dei corsi azionari (misurati, ad esempio, dall'indice generale dell'area dell'euro) registrati nella prima metà dell'anno. Nella seconda metà dell'anno le flessioni delle quotazioni nei mercati azionari hanno concorso all'incremento del costo dell'emissione di azioni. Il calcolo del costo del capitale di rischio, tuttavia, si basa su alcuni assunti relativi alle attese circa i flussi di cassa futuri delle società, per cui i risultati devono essere interpretati con una certa cautela.

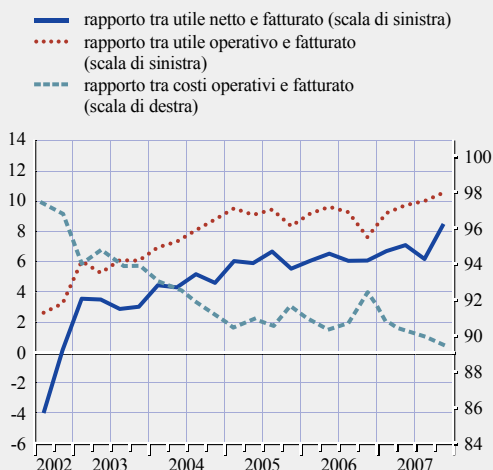
AUMENTA ANCORA LA DOMANDA DI FINANZIAMENTO ESTERNO DA PARTE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

La domanda da parte delle società non finanziarie di finanziamento esterno è rimasta vigorosa nel corso del 2007, mantenendo l'andamento al

³ Cfr. il riquadro *La recente ridefinizione del prezzo del rischio di credito* nel numero di ottobre 2007 del Bollettino mensile.

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

(dati trimestrali; valori percentuali)



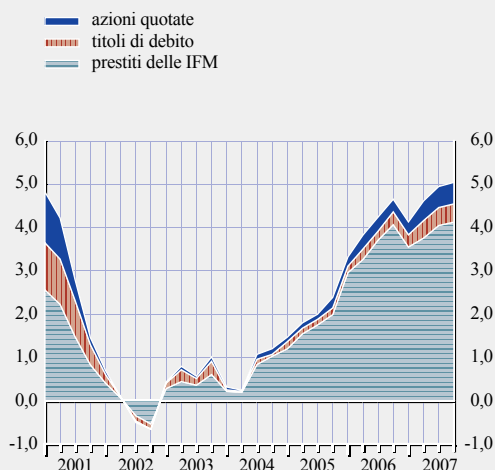
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Note: le elaborazioni si basano sui dati dei bilanci trimestrali aggregati delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro. Il campione è stato depurato delle anomalie. A differenza dell'utile operativo, definito come fatturato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

rialzo osservato dalla fine del 2004. Nel corso del quarto trimestre il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie si è collocato al 5 per cento, in aumento dalla media del 4 per cento del 2006. L'andamento si deve soprattutto a un incremento del contributo fornito dai prestiti concessi dalle IFM, con un aumento più modesto del contributo dei titoli di debito e delle azioni quotate (cfr. figura 21).

La domanda di finanziamento esterno è rimasta molto sostenuta nonostante la considerevole creazione di risorse finanziarie interne. In particolare, i profitti sono rimasti su solidi livelli per tutto il 2007 stando a quanto si evince dai dati aggregati per impresa ricavati dai bilanci delle società quotate (cfr. figura 20)⁴. Va tuttavia tenuto presente anche che, sebbene gli utili attesi nell'area dell'euro siano rimasti elevati nell'intero arco dell'anno, l'ultimo trimestre ha visto un significativo incremento del numero di revisioni al ribasso degli utili attesi delle società quotate dell'area.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è in genere aumentato nel 2007, proseguendo il *trend* osservato dagli inizi del 2004. Nel dicembre 2007 questo tasso di crescita si è collocato al 14,5 per cento, ed è aumentato ancora nel gennaio 2008, portandosi al 14,6 per cento. In effetti, dall'introduzione dell'euro nel 1999 non si è osservata una tale, forte dinamica di espansione dei prestiti. Di conseguenza, sulla base dei dati effettivi, non si sono avuti segnali di un indebolimento dei prestiti alle società non finanziarie dovuto alle recenti turbolenze nei mercati del credito. Il protratto vigore dell'espansione dei prestiti delle IFM nell'area dell'euro può essere in parte spiegato dai due fattori seguenti. In primo luogo, secondo le valutazioni delle banche rilevate nelle più recenti indagini sul credito bancario, il fabbisogno finanziario connesso all'attività economica reale

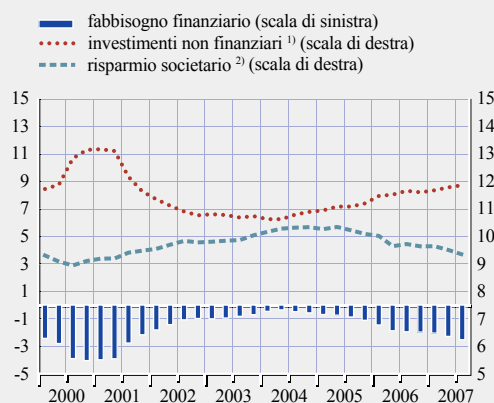
4 I recenti risultati di elevati utili delle società dell'area dell'euro sembrano anche essere generalizzati in tutti i paesi dell'area. Cfr. altresì il riquadro *La volatilità e la dispersione fra paesi degli utili societari nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2007 del Bollettino mensile.

(in particolare per scorte, capitale circolante e investimenti fissi) continua a spiegare il protratto rafforzamento della domanda di prestiti. In secondo luogo, la crescita dei prestiti alle società non finanziarie potrebbe essere stata sostenuta da un ripiegamento dei finanziamenti obbligazionari alla luce delle più difficili condizioni osservate sui mercati delle obbligazioni societarie nell'ultima parte del 2007. Al contrario, altri fattori di natura più finanziaria, come un ridotto fabbisogno finanziario per attività di fusione e acquisizione o gli incrementi dei tassi sui prestiti hanno probabilmente concorso a frenare la domanda di prestiti. A tale riguardo, anche le meno favorevoli condizioni di finanziamento riscontrate dalle banche stesse potrebbero aver contribuito a una minore dinamica dei prestiti, con le banche che, nel concedere credito alle società, hanno trasmesso tale inasprimento delle condizioni.

Anche il finanziamento mediante ricorso al mercato (debito o capitale di rischio) è aumentato in linea con l'espansione del finanziamento delle società tramite il settore bancario, ancorché in misura nettamente inferiore. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è aumentato dal 4,5 per cento di inizio anno al 10,1 di luglio, segnando un aumento considerevole soprattutto se confrontato con la crescita relativamente modesta degli anni precedenti. Più di recente il tasso annuo di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è lievemente diminuito. L'esame dell'andamento a breve termine dei dati stagionalizzati rivela che la flessione dell'attività di emissione netta delle società non finanziarie si è notevolmente accentuata a partire da agosto. Ciò potrebbe ascrivere all'incremento dei differenziali sulle obbligazioni societarie a seguito dei problemi nei mercati creditizi, nonché alla ridotta attività di fusione e acquisizione. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie ha mostrato una certa tendenza all'aumento nel 2007, pur rimanendo contenuto. Il contributo nell'insieme modesto fornito dall'emissione netta di azioni quotate al finanziamento netto delle imprese dell'area dell'euro è probabilmente connesso sia al fatto che il costo reale del capitale di rischio è

Figura 22 Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie e sue componenti principali

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



Fonte: BCE.

1) Comprende le scorte e l'accumulo di attività non finanziarie.

2) Include i trasferimenti netti di capitale.

significativamente più elevato rispetto al costo reale del debito sia all'abbondante disponibilità di risorse finanziarie interne. Nel contempo, l'emissione lorda è lievemente aumentata nel 2007, sospinta dagli andamenti delle offerte pubbliche iniziali (*initial public offering*) e degli altri collocamenti (*secondary public offering*).

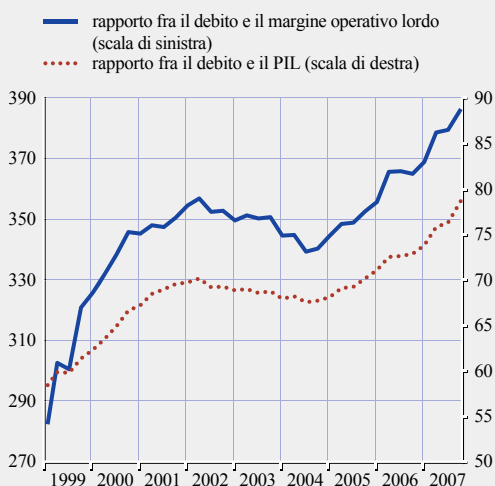
L'incremento complessivo del finanziamento esterno da parte delle società non finanziarie può ricondursi all'aumento del fabbisogno finanziario, dato dalla differenza fra il risparmio e gli investimenti non finanziari delle imprese (cfr. figura 22). Il maggiore fabbisogno finanziario delle società non finanziarie nell'area dell'euro nel 2006 e nei primi tre trimestri del 2007 è derivato dall'aumento degli investimenti reali e dal calo del risparmio societario. In un contesto di utili operativi elevati, la diminuzione del risparmio societario ha rispecchiato principalmente l'incremento dell'onere per interessi sui debiti ma anche il fatto che le società nel periodo hanno distribuito una quota maggiore dei loro utili.

AUMENTA IL DEBITO SOCIETARIO

Per quanto riguarda gli andamenti dei bilanci delle società non finanziarie dell'area dell'euro, il significativo incremento del finanziamento mediante ricorso al debito ha determinato un

Figura 23 Indici di indebitamento delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito è riportato sulla base dei conti trimestrali settoriali europei. Include i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione. I dati ricomprendono le rilevazioni fino al quarto trimestre del 2007.

ulteriore aumento dei principali indicatori del grado di indebitamento, continuando la tendenza osservata dagli inizi del 2005 (cfr. figura 23). A tale riguardo, il rapporto stimato fra debito e PIL e quello fra debito e margine operativo lordo sono

aumentati rispettivamente del 78 e del 386 per cento circa nell'ultimo trimestre del 2007. Dopo un periodo di risanamento fra il 2002 e il 2004, che aveva fatto seguito a un netto incremento del debito nella seconda metà degli anni novanta, i principali indicatori del grado di indebitamento delle società non finanziarie sono costantemente saliti negli ultimi tre anni. Contrariamente ai rapporti fra debito e reddito, quelli fra debito e attività finanziarie delle società non finanziarie sono rimasti stabili nei primi tre trimestri del 2007, dopo aver seguito un andamento calante dal primo trimestre del 2003. I recenti incrementi del debito, associati all'aumento dei tassi di interesse, hanno causato una significativa crescita dell'onere netto per interessi delle società non finanziarie nel corso del 2007.

2.3 PREZZI E COSTI

L'inflazione misurata sulla base dello IAPC complessivo si è collocata al 2,1 per cento nella media del 2007, inferiore di 0,1 punti percentuali a quella dei due anni precedenti (cfr. tavola 1). Tuttavia, la media del 2007 è il risultato di due andamenti distinti dell'indice nel corso dell'anno: l'inflazione sui dodici

Tavola 1 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2007	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 gen.	2008 feb.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)										
e sue componenti										
Indice complessivo ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Beni energetici	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Servizi	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Prezzo del petrolio (euro per barile) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Prezzi delle materie prime ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

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

Nota: i dati sui prezzi alla produzione nell'industria si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

1) L'inflazione armonizzata di febbraio 2008 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

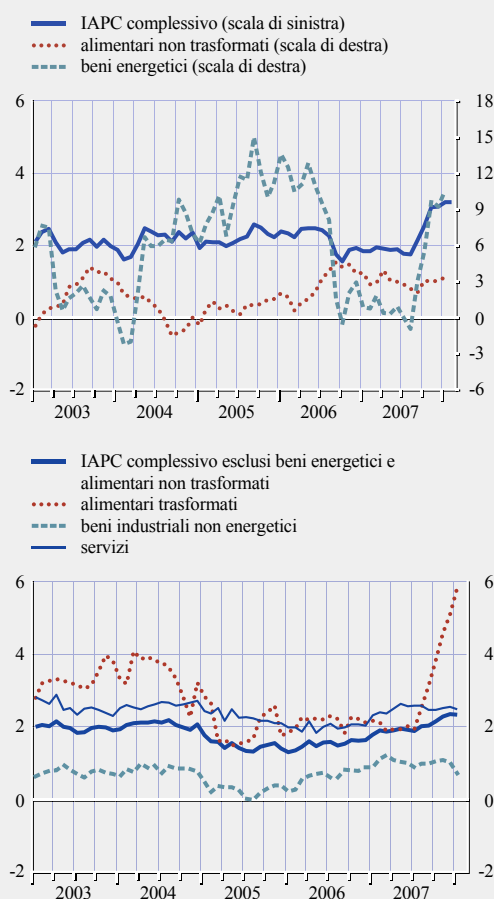
2) Escluse le costruzioni.

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

4) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

Figura 24 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

mesi è rimasta al di sotto del 2 per cento e sostanzialmente stabile fino alla fine dell'estate, mentre in seguito ha accelerato rapidamente. In settembre l'inflazione al consumo si è portata lievemente al di sopra del 2 per cento, livello che non raggiungeva dall'agosto 2006, per poi salire ulteriormente fino a toccare il massimo del 3,1 per cento in novembre e dicembre.

L'andamento dell'inflazione armonizzata nel 2007 è stato determinato in larga misura dai vigorosi aumenti dei prezzi dei beni energetici e degli alimentari (cfr. figura 24). Le conseguenze dei rincari del greggio all'inizio dell'anno sulla componente energetica dell'indice sono state attenuate da effetti base favorevoli fino a

luglio; nei mesi successivi, tuttavia, l'insieme di rincari petroliferi ed effetti base sfavorevoli ha contribuito in modo significativo all'inflazione complessiva. La dinamica dei prezzi degli alimentari freschi è rimasta elevata per gran parte del 2007, mentre quella degli alimentari trasformati è aumentata dalla fine dell'estate, contribuendo sostanzialmente all'incremento dell'inflazione negli ultimi mesi dell'anno.

Nel 2007, inoltre, l'inflazione armonizzata ha risentito sensibilmente dell'incremento dell'IVA di 3 punti percentuali, introdotto in Germania dal 1° gennaio 2007.

L'andamento del costo del lavoro è rimasto su livelli moderati fino al terzo trimestre del 2007, nonostante il lieve incremento del costo del lavoro per unità di prodotto determinato dal rallentamento della produttività del lavoro.

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

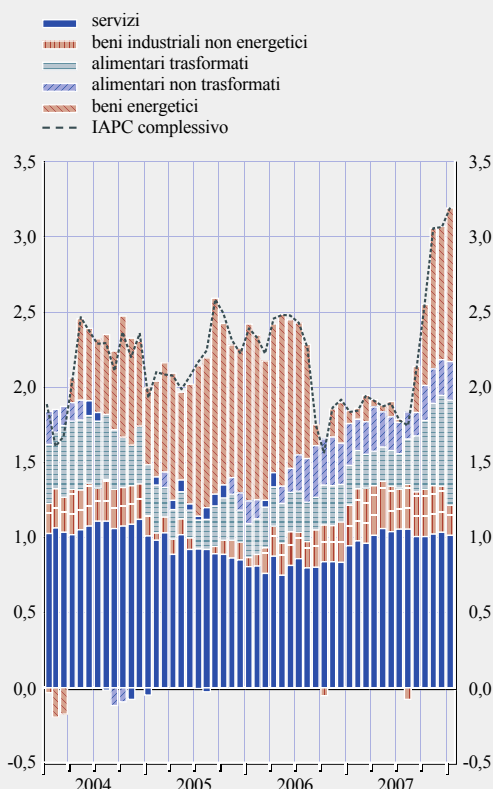
Da un'analisi più dettagliata dell'andamento dello IAPC nel 2007 emerge che il rialzo delle quotazioni petrolifere e gli effetti base riconducibili alla precedente dinamica dei prezzi dell'energia, insieme ai rincari degli alimentari, hanno inciso in maniera significativa sul profilo dell'inflazione armonizzata.

A metà gennaio 2007 la forte tendenza al ribasso dei corsi petroliferi nei mercati internazionali, iniziata nell'agosto 2006, si è esaurita e i prezzi hanno ricominciato ad aumentare. Nel dicembre 2007 le quotazioni del greggio in euro erano aumentate di circa il 32 per cento rispetto all'anno precedente⁵. Nel periodo compreso tra gennaio e luglio 2007 gli effetti dei rincari petroliferi sulla componente energetica dell'indice sono stati attenuati da effetti base favorevoli derivanti dai forti aumenti dei prezzi dell'energia osservati l'anno precedente. Dal settembre 2007 le elevate quotazioni del petrolio

⁵ Nel 2007 il prezzo medio annuo in euro di un barile di greggio di qualità Brent è rimasto praticamente invariato, mentre nel 2006 i corsi petroliferi erano aumentati in media del 19 per cento rispetto a quelli del 2005.

Figura 25 Contributi alla crescita dello IAPC

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



Fonte: Eurostat.

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

ed effetti base sfavorevoli hanno determinato il notevole contributo della componente energetica all'inflazione (cfr. figura 25). Nell'ultimo trimestre il tasso di crescita dei prezzi dei beni energetici si è collocato all'8,1 per cento, rispetto allo 0,8 in media nei primi tre trimestri dell'anno. Gli effetti base favorevoli e sfavorevoli, pur avendo influenzato la dinamica mensile dell'inflazione armonizzata, si sono sostanzialmente compensati nel complesso dell'anno, col risultato che il contributo della componente energetica all'inflazione ha rispecchiato l'andamento dei rincari del greggio nel corso dell'anno (cfr. riquadro 4).

Anche il contributo all'inflazione complessiva di un'altra componente tipicamente volatile, i prezzi dei beni alimentari freschi, è salito nel 2007, dopo l'accelerazione fatta registrare nel corso del 2006. La loro dinamica si è mantenuta su livelli sostenuti per gran parte del 2007, nonostante la notevole variabilità degli andamenti mensili, principalmente a causa delle variazioni dei prezzi degli ortofrutticoli, che hanno risentito delle avverse condizioni meteorologiche in Europa, specialmente in primavera. I prezzi della carne, già aumentati a ritmo sostenuto nel 2006, hanno continuato ad accelerare nel 2007. Tale andamento ha rispecchiato in parte gli aumenti dei prezzi dei mangimi animali e di altri *input* nei mercati internazionali.

Riquadro 4

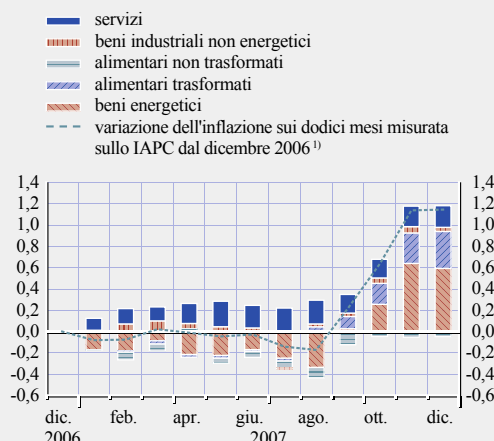
IMPATTO DEGLI EFFETTI BASE DOVUTI AI PREZZI DEI BENI ENERGETICI SULL'INFLAZIONE ARMONIZZATA NEL 2007

La crescita sui dodici mesi dell'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata sensibilmente nel 2007: in dicembre ha raggiunto il 3,1 per cento, il livello più elevato dal maggio 2001, dall'1,9 del novembre 2006. Tale accelerazione è stata determinata quasi interamente da tre bruschi rialzi consecutivi dell'inflazione a settembre, ottobre e novembre, ed è stata sospinta in larga misura dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici e degli alimentari trasformati (cfr. figura A).

È importante stabilire in che misura le variazioni dei tassi di crescita riflettono le dinamiche in corso (ovvero le "notizie" diffuse da un mese all'altro) e fino a che punto rispecchiano l'impatto della volatilità dei prezzi dell'anno precedente attraverso i cosiddetti "effetti

Figura A Contributi alla variazione dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dal dicembre 2006

(punti percentuali)

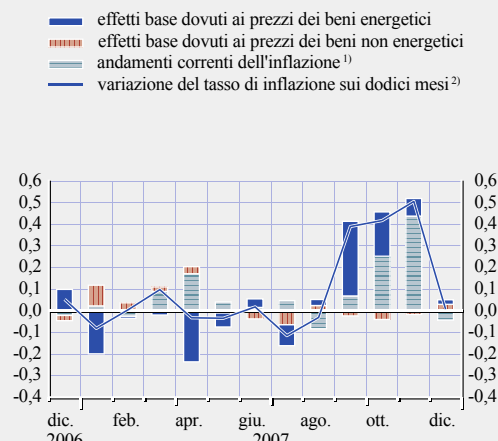


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolata come differenza tra il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC in un dato mese e il medesimo tasso a dicembre 2006.

Figura B Scomposizione delle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolati come differenza fra la variazione sul periodo corrispondente dell'inflazione e il saldo ottenuto sommando gli effetti base attribuibili alle componenti energetiche e non energetiche.

2) Calcolata come differenza del tasso di inflazione sui dodici mesi fra due mesi consecutivi.

base¹⁾. Questo riquadro esamina il ruolo degli effetti base, in particolare quelli riconducibili alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, nel determinare gli andamenti recenti dell'inflazione armonizzata e fornisce alcune indicazioni sul loro probabile impatto nel 2008.

Il calcolo dell'andamento stagionale mensile delle singole componenti dello IAPC consente di distinguere il contributo degli effetti base alle variazioni mensili dell'inflazione armonizzata da quello degli andamenti correnti (cfr. figura B)²⁾.

Come era stato anticipato, gli effetti base hanno esercitato un impatto significativo sulla dinamica dell'inflazione complessiva nel 2007³⁾. Nel corso dell'anno il maggiore apporto su base mensile è giunto dagli effetti base connessi alla componente energetica, a causa della volatilità degli andamenti sul mese precedente dei corsi petroliferi nel 2006. Da gennaio a luglio 2007 effetti base favorevoli riconducibili a tale componente hanno avuto un impatto al ribasso sull'inflazione complessiva. Per contro, nella seconda metà del 2007 la crescita sui dodici mesi dello IAPC è stata condizionata da effetti base sfavorevoli relativi ai beni energetici, particolarmente vigorosi in settembre e ottobre. Nel 2007 gli effetti base derivanti dalle componenti non energetiche sono stati nel complesso relativamente modesti.

1) L'effetto base può essere definito come il contributo alla variazione in un dato mese del tasso di inflazione sui dodici mesi derivante da una deviazione del tasso di variazione dei prezzi sul mese precedente nel mese di riferimento (ovvero lo stesso mese dell'anno precedente) dal suo consueto o "normale" andamento, tenuto conto delle oscillazioni stagionali.

2) Il contributo degli effetti base alle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi viene calcolato come la deviazione dalla variazione sul mese precedente (non destagionalizzata) dodici mesi prima rispetto alla variazione sul mese precedente stimata "normale". La variazione sul mese precedente "normale" si ottiene aggiungendo un fattore stagionale stimato per ciascun mese alla media delle variazioni sul mese precedente registrate dal gennaio 1995.

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

Nell'ultimo trimestre dell'anno tuttavia l'andamento dell'inflazione è stato sospinto principalmente dalla dinamica dei prezzi su base mensile, a causa dei recenti rincari dei beni energetici e degli alimentari trasformati. In particolare, a novembre il contributo della componente energetica all'aumento dell'inflazione è stato determinato in larga misura dalla trasmissione dei recenti rincari del petrolio nei mercati internazionali. Oltre all'impatto dei rialzi del greggio, c'è stato un incremento del margine di raffinazione, che ha rispecchiato l'aumento dei profitti per i fornitori di energia. In dicembre, per contro, la componente energetica ha esercitato lievi pressioni al ribasso sull'inflazione complessiva, che tuttavia sono state sostanzialmente compensate da ulteriori spinte verso l'alto derivanti dai rincari degli alimentari trasformati. La flessione della componente energetica è stata causata principalmente dal calo dei prezzi del greggio durante il mese, mentre l'effetto base connesso alla dinamica dei prezzi dell'energia un anno prima è risultato quasi trascurabile.

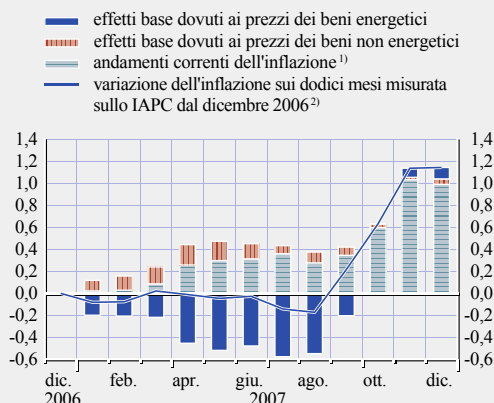
Nel complesso del 2007 gli effetti base cumulati derivanti dalle componenti energetica e non energetica hanno avuto un impatto relativamente modesto sulla crescita dell'inflazione, in quanto gli andamenti favorevoli e sfavorevoli si sono quasi completamente compensati (cfr. figura C).

Per quanto concerne l'incremento complessivo dell'inflazione (1,1 punti percentuali) tra dicembre 2006 e lo stesso mese del 2007, solo 0,1 punti percentuali rispecchiano l'impatto cumulato degli effetti base relativi ai beni energetici, mentre il restante punto percentuale è ascrivibile alla dinamica dei prezzi nel 2007. Tale incremento quindi sarebbe in larga misura riconducibile agli andamenti correnti dell'inflazione.

In prospettiva, l'inflazione dovrebbe attenuarsi nel corso del 2008, posto che i recenti rincari di beni energetici e alimentari nei mercati mondiali mostrino un'inversione di tendenza, implicita nelle quotazioni dei contratti *future*. Si stima che nel 2008 gli effetti base cumulati connessi ai prezzi dei beni energetici e non energetici eserciteranno un impatto significativo verso il basso sull'andamento dell'inflazione (di circa 1,1 punti percentuali, cumulativamente nei dodici mesi fino a dicembre 2008)⁴. In generale, l'effetto sarà concentrato verso la fine dell'anno, poiché i consistenti rincari dei beni energetici e dei prodotti alimentari registrati nella seconda metà del 2007 saranno esclusi dal calcolo dell'inflazione solo dodici mesi più tardi. Tuttavia, questi effetti base riusciranno a determinare un calo dell'inflazione solo in assenza di ulteriori shock dei prezzi di petrolio e alimentari e in presenza di un'evoluzione moderata delle altre componenti dello IAPC, possibile solo in assenza di effetti di secondo impatto.

Figura C Scomposizione delle variazioni dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dal dicembre 2006

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolati come differenza fra la variazione del tasso di inflazione sui dodici mesi dal dicembre 2006 e il saldo ottenuto sommando gli effetti base attribuibili alle componenti energetiche e non energetiche dal dicembre 2006.

2) Calcolata come differenza tra il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC in un dato mese e il medesimo tasso a dicembre 2006.

⁴ Cfr. il riquadro *Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base* nel numero di gennaio 2008 del Bollettino mensile.

Un contributo significativo all'incremento dell'inflazione alla fine del 2007 è venuto dai prezzi degli alimentari trasformati, che verso la fine dell'estate hanno cominciato ad accelerare. Nell'ultimo trimestre dell'anno il tasso di crescita di questa componente si è collocato al 4,5 per cento, il più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria nel 1999. Il rialzo dei prezzi degli alimentari trasformati si è verificata in un contesto caratterizzato dai vigorosi rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali, determinati da un insieme di fattori temporanei e strutturali (cfr. riquadro 5). All'interno della componente degli alimentari trasformati, i prezzi di pane e cereali e di latte, formaggio e uova sono stati quelli più direttamente interessati.

Nel 2007 la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentata dell'1,0 per cento, un tasso più elevato di quelli registrati negli anni scorsi. Questa accelerazione ha rispecchiato principalmente gli effetti dell'incremento dell'IVA in Germania, le pressioni sui costi degli *input* segnalate dall'andamento dei prezzi alla produzione interni dei beni di consumo, e il fatto che il grado di utilizzo della capacità

produttiva nel settore manifatturiero è rimasto su livelli storicamente elevati per tutto l'anno. Questi fattori hanno più che compensato l'effetto frenante delle minori pressioni sui prezzi all'importazione, che hanno rispecchiato l'andamento dei tassi di cambio, in un contesto caratterizzato da una forte concorrenza internazionale. Infine, nei primi mesi del 2007 l'inflazione nei servizi ha registrato un marcato incremento, principalmente per effetto dell'aumento dell'IVA in Germania, rimanendo su livelli elevati per tutto l'anno.

Nel 2007 l'andamento sui dodici mesi dello IAPC complessivo è rimasto sostanzialmente stabile, mentre al netto delle componenti variabili degli alimentari freschi e dell'energia è aumentato al 2,0 per cento, dall'1,5 nei due anni precedenti, avendo risentito dell'incremento dell'IVA in Germania all'inizio dell'anno. Tra febbraio e luglio questo indicatore è rimasto stabile all'1,9 per cento, per poi riprendere ad aumentare da agosto, principalmente a causa dei forti rincari degli alimentari trasformati. Prima della fine dell'anno, l'inflazione armonizzata al netto degli alimentari freschi e dell'energia ha raggiunto il 2,3 per cento, il livello più elevato dalla fine del 2002.

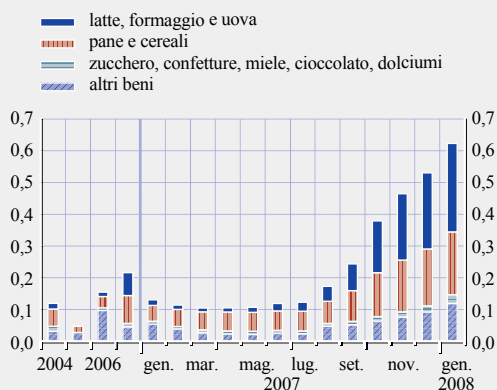
Riquadro 5

L'INFLAZIONE DEI PRODOTTI ALIMENTARI NELL'AREA DELL'EURO

Nella seconda metà del 2007 l'inflazione degli alimentari nell'area dell'euro è salita bruscamente, sia alla produzione sia al consumo. I prezzi alla produzione degli alimentari e delle bevande hanno registrato un tasso di crescita del 4,5 per cento in media nel 2007, il più elevato da oltre sei anni. In dicembre la dinamica dei prezzi degli alimentari è aumentata al 4,3 per cento, dal 2,4 in media nel 2006, sospinta principalmente dalla componente degli alimentari trasformati e in particolare dai bruschi rincari di cereali e pane, e da quelli di latte, formaggio e uova (cfr. figura A). Tale andamento ha influito in modo rilevante sull'incremento dell'inflazione complessiva nella seconda metà del 2007. Il presente riquadro analizza i fattori che possono aver determinato l'evoluzione dei prezzi degli alimentari nell'area e prende in esame le prospettive future.

Figura A Contributi dei prezzi degli alimentari trasformati all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC

(punti percentuali)

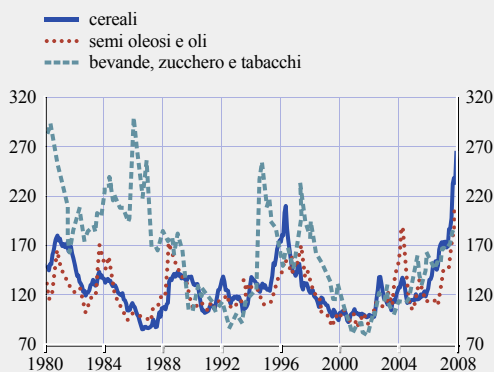


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il riquadro a sinistra riporta i contributi annui per gli anni 2004-2007.

Figura B Andamenti dei prezzi degli alimentari e delle bevande tropicali

(dati mensili in dollari USA; indice: media del 2000 = 100)



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

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2007.

L'aumento dell'inflazione degli alimentari nell'area ha rispecchiato in larga misura fattori internazionali: nel 2007 i prezzi di diverse materie prime agricole, come cereali e semi oleosi, sono aumentati bruscamente nei mercati mondiali (cfr. figura B).

Questi rincari sono stati in parte determinati da fattori temporanei, come le avverse condizioni meteorologiche in alcuni dei principali paesi esportatori di materie prime agricole, che ne hanno condizionato l'offerta sul mercato mondiale. I rincari dei beni energetici hanno contribuito anche all'incremento dei costi degli *input* agricoli a elevato consumo di energia, come i fertilizzanti e il carburante per trasporto e macchinari. Inoltre, i prezzi internazionali degli alimentari sono stati sospinti dal forte aumento della domanda mondiale in tale settore, a causa del mutamento dei modelli di consumo in molte economie in via di sviluppo e dell'emergere di nuove fonti di domanda di alcune materie prime agricole, particolarmente per la produzione di biocarburanti. Poiché quest'ultimo fattore è di natura strutturale, è probabile che in futuro continuerà a esercitare spinte al rialzo sui prezzi degli alimentari a livello mondiale. I rincari dei prodotti caseari potrebbero aver riflesso anche la diversa struttura del mercato del latte nei vari paesi europei, oltre agli aumenti dei prezzi di latte, mangimi animali e altri *input* nei mercati internazionali.

La portata mondiale dello shock sui prezzi degli alimentari è confermata dal fatto che nel 2007 essi sono aumentati simultaneamente in diverse importanti economie non appartenenti all'area. Inoltre, anche in queste economie sono aumentati i prezzi delle componenti che hanno contribuito maggiormente all'inflazione degli alimentari nell'area (come i cereali e i prodotti caseari), segnalando che tali rincari sono stati determinati da uno shock comune.

La portata dello shock e il ritardo con cui si è trasmesso sono stati alquanto differenti nei singoli paesi dell'area. Ad esempio, nel 2007 la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati al netto dei tabacchi ha fatto registrare valori che vanno dal 5,7 per cento in Slovenia, il tasso più elevato nell'area, allo 0,7 e 0,8 per cento in Francia e Finlandia, ovvero sensibilmente al di sotto del valore medio nell'area (cfr. tavola). Anche per questi ultimi paesi dati più recenti indicano aumenti più consistenti dei prezzi degli alimentari trasformati.

IAPC: alimentari trasformati esclusi i tabacchi nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	Pesi 2007	2005	Medie 2006	2007	2007 dic.	2008 gen.
Belgio	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Germania	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irlanda	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grecia	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Spagna	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Francia	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italia	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Lussemburgo	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Paesi Bassi	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Austria	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portogallo	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Slovenia	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finlandia	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Area dell'euro	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

I mercati al dettaglio degli alimentari sono tradizionalmente segmentati tra paesi. A tale riguardo, le differenze tra le condizioni della domanda, le strutture dei mercati, i livelli dei prezzi degli alimentari e le pressioni concorrenziali nei settori del commercio al dettaglio e della distribuzione probabilmente possono spiegare la diversa reazione, a livello nazionale, dei prezzi al consumo degli alimentari a uno shock esterno comune.

In un'ottica di più lungo periodo, l'evoluzione dei prezzi degli alimentari a livello sia mondiale sia interno resta caratterizzata da un'elevata incertezza. Anche se l'offerta di prodotti agricoli dovesse reagire all'aumento della domanda, la fase di recupero potrebbe essere più prolungata di quanto attualmente atteso. Inoltre, l'andamento dei prezzi degli alimentari dipende da una serie di fattori che sono difficili da prevedere, quali progressi tecnologici ed eventuali mutamenti della politica energetica. Nell'insieme i rischi sembrano orientati verso l'alto.

L'INFLAZIONE ALLA PRODUZIONE CALA IN MEDIA MA SI REGISTRANO SPINTE AL RIALZO VERSO LA FINE DEL 2007

Nella prima parte dell'anno l'inflazione alla produzione è calata, principalmente a causa di effetti base riconducibili alla componente energetica, per poi aumentare, sospinta dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

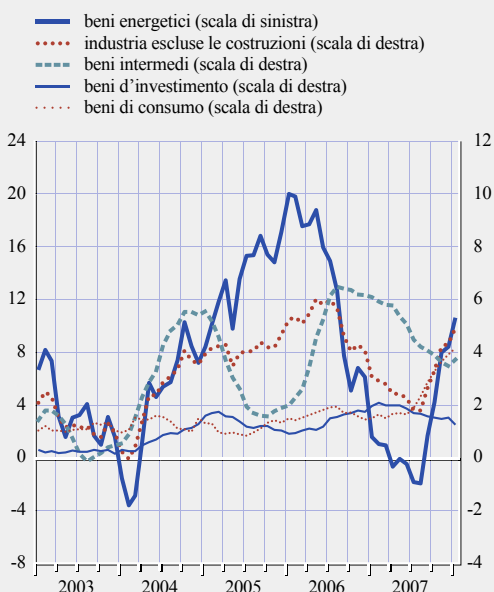
La crescita dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro si è collocata al 2,8 per cento nel 2007, nettamente in calo rispetto ai due anni precedenti. L'inflazione alla produzione, che nel luglio 2006 aveva toccato il valore massimo del 6 per cento, è scesa gradualmente

fino all'1,8 nel luglio 2007, principalmente a causa di effetti base che hanno influenzato la componente dell'energia. Da settembre 2007 più elevati tassi di inflazione dei prezzi alla produzione dei beni energetici, sulla spinta di rincari petroliferi ed effetti base, e di quelli alimentari ha determinato un incremento dell'inflazione alla produzione, che in dicembre si è collocata al 4,3 per cento.

Nel 2007 la crescita dei prezzi alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia è calata lievemente, pur rimanendo su livelli elevati. Questo andamento ha rispecchiato le diverse dinamiche delle componenti principali (cfr. figura 26).

Figura 26 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

Nel 2007 il tasso di crescita dei prezzi dei beni intermedi ha continuato a scendere gradualmente, scendendo al 3,5 per cento in dicembre, dal massimo del 6,5 raggiunto nell'agosto 2006. Nella prima parte dell'anno i prezzi dei beni intermedi hanno risentito ancora delle spinte al rialzo derivanti dall'aumento dei prezzi delle materie prime industriali, che sono le loro determinanti principali. Il successivo calo dei prezzi di tali materie nei mercati mondiali, unitamente all'apprezzamento dell'euro, ha frenato la dinamica dei prezzi di numerose componenti nel settore dei beni intermedi. Nel contempo, i produttori di beni alimentari hanno registrato forti aumenti dei prezzi nel terzo trimestre dell'anno in seguito ai rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali (cfr. riquadro 5). In giugno la dinamica dei prezzi dei beni di investimento ha invertito la tendenza al rialzo e nel quarto trimestre del 2007 è calata all'1,5 per cento, risentendo, tra l'altro, degli effetti favorevoli derivanti dall'apprezzamento dell'euro.

Agli stadi successivi della catena produttiva, i prezzi dei beni di consumo hanno mantenuto la tendenza al rialzo osservata dalla metà del 2005. In dicembre i prezzi alla produzione dei beni di consumo hanno accelerato al 3,9 per cento, il tasso più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria nel 1999. Su tale dinamica hanno influito principalmente i prezzi dei beni di consumo non durevoli, in accelerazione da luglio, che hanno rispecchiato le pressioni internazionali sui prezzi degli alimentari e i conseguenti rincari dei beni di consumo alimentari. Tuttavia, al netto dei tabacchi e degli alimentari, l'incremento dei prezzi dei beni di consumo è rimasto stabile per tutto l'anno, oscillando intorno all'1,3 per cento.

LA DINAMICA DEL COSTO DEL LAVORO È RIMASTA MODERATA

Nel 2007 la dinamica dei redditi per occupato ha mantenuto un andamento moderato: nei primi tre trimestri l'incremento sul periodo corrispondente si è collocato in media al 2,0 per cento, lievemente al di sotto di quello registrato nel 2006 (cfr. tavola 2). I dati settoriali indicano che nel 2007, come nel 2006, la crescita dei redditi per occupato è stata più consistente nell'industria che nei servizi, in linea con l'andamento della produttività settoriale (cfr. figura 27). Nell'industria la dinamica nei primi tre trimestri del 2007 è rimasta sostanzialmente in linea con quella registrata dall'inizio del 2006. Nelle costruzioni l'incremento dei redditi per occupato, sebbene più marcato che nell'industria, è rimasto contenuto nel corso dell'anno, in linea con i primi segnali di un calo della crescita dell'occupazione in questo settore. Nei servizi il tasso di variazione dei redditi per occupato nei primi tre trimestri del 2007 ha registrato una flessione rispetto ai due anni precedenti.

La crescita del costo orario del lavoro nei primi tre trimestri del 2007 è stata inferiore a quella registrata nel 2006. Il contenimento della dinamica dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro è stato determinato in parte dall'effetto frenante della riduzione dei contributi previdenziali attuata nel 2007 in alcune economie dell'area.

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	2005	2006	2007	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Redditi per occupato	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sui redditi per occupato, sulla produttività del lavoro e sul costo del lavoro per unità di prodotto si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

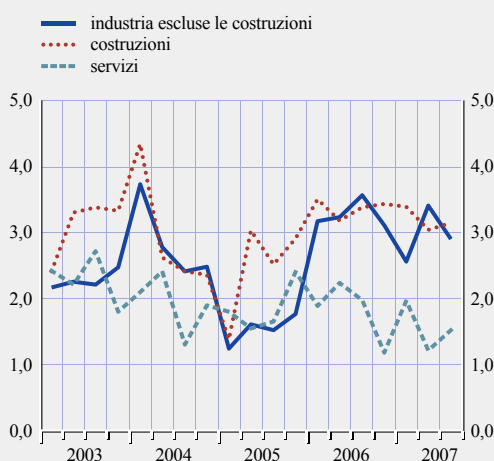
Altri indicatori del costo del lavoro confermano che la dinamica salariale è rimasta moderata nel 2007. In particolare, la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area si è collocata in media al 2,1 per cento, lievemente al di sotto di quella dell'anno precedente, nonostante gli andamenti a livello nazionale siano stati alquanto differenziati. La riduzione del tasso di disoccupazione avrebbe avuto un impatto relativamente modesto sugli accordi salariali. Le riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei prodotti, i mutamenti nella composizione dell'offerta di lavoro e dell'occupazione e la concorrenza internazionale avrebbero contribuito

a mantenere l'andamento del costo del lavoro su livelli contenuti nell'area dell'euro.

Nonostante la moderata dinamica salariale, nel 2007 il costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato una lieve accelerazione, rispecchiando principalmente il rallentamento della produttività del lavoro. Nei primi tre trimestri dell'anno l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto si è collocato all'1,1 per cento, rispetto allo 0,9 e all'1,0 per cento in media nei due anni precedenti. Questa accelerazione ha determinato un lieve rallentamento della dinamica dei profitti nel 2007. L'indicatore del margine di profitto complessivo, misurato dalla differenza tra i tassi di crescita del deflatore del PIL e del costo del lavoro per unità di prodotto, ha continuato a segnalare una crescita dinamica dei profitti fino al terzo trimestre del 2007, benché a un ritmo inferiore rispetto al 2006. Nei primi tre trimestri del 2007 la crescita dei profitti è stata in media dello 0,6 per cento, dallo 0,8 dell'anno precedente.

Figura 27 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



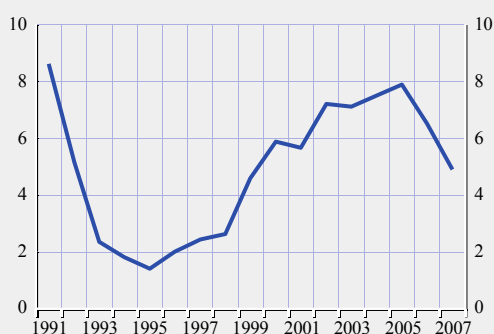
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

LA DINAMICA DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI HA REGISTRATO UN'ULTERIORE MODERAZIONE

Nel primo semestre del 2007 i prezzi degli immobili residenziali (non compresi nel paniere dello IAPC) hanno rallentato, continuando l'andamento moderato osservato nella seconda metà del 2005 e nel 2006 (cfr. figura 28). Secondo le ultime stime, nel primo semestre del 2007 la crescita dei prezzi nell'intera area dell'euro è calata al 5,0 per cento, dal 6,1 nella seconda metà del 2006. I dati nazionali

Figura 28 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati annuali)

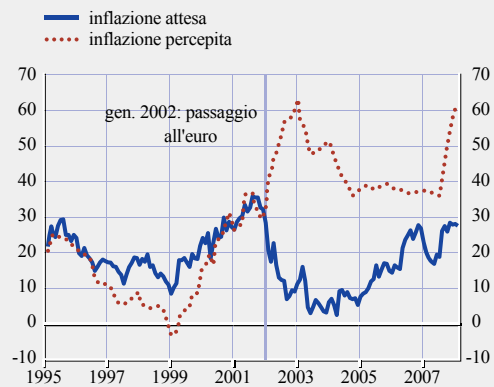


Fonte: elaborazioni della BCE basate su statistiche nazionali non armonizzate.

Nota: i dati per il 2007 si riferiscono alla prima metà dell'anno.

Figura 29 Misure qualitative dell'inflazione percepita e attesa dai consumatori dell'area dell'euro

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

indicano che la moderazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni è stata più accentuata nei paesi che negli ultimi anni hanno registrato rincari relativamente elevati degli immobili residenziali, come Belgio, Irlanda, Spagna, Francia e Malta. Per contro, i dati disponibili per Italia, Paesi Bassi e Austria suggeriscono che gli incrementi dei prezzi delle abitazioni nel 2007 sono rimasti in linea con quelli registrati nel 2006. Per quanto concerne la Germania, nel 2007 i prezzi hanno registrato un ulteriore lieve rialzo, dopo aver mantenuto un andamento moderato per tutto il 2005.

ANDAMENTI DELLE PERCEZIONI E DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

In seguito all'aumento dell'inflazione complessiva registrato verso la fine del 2007, le percezioni e le aspettative di inflazione sono divenute una questione fondamentale per valutarne l'andamento futuro. Secondo le misure effettuate dalla Commissione europea, nel secondo semestre del 2007 le percezioni qualitative dei consumatori sull'inflazione nei dodici mesi precedenti sono aumentate significativamente in seguito all'incremento dell'inflazione effettiva, raggiungendo livelli che non si registravano dal cambiamento del segno monetario nel gennaio 2002 (cfr. figura 29)⁶. Nel secondo semestre del 2007, a

differenza del 2002, anche le aspettative di inflazione nei dodici mesi successivi sono aumentate, sebbene in misura inferiore. Analogamente, secondo le informazioni raccolte presso i previsori professionali le attese di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste all'1,9 per cento in base alle previsioni di ottobre 2007 di Consensus Economics, mentre sono aumentate al 2,0 secondo i dati di gennaio 2008 di Eurozone Barometer e la Survey of Professional Forecasters della BCE per il primo trimestre del 2008. Inoltre, dopo settembre i tassi di inflazione di pareggio derivati dalle obbligazioni indicizzate e dai tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro sono aumentati, indicando che nei mercati finanziari le attese di inflazione o i premi per il rischio di inflazione sono cresciuti (cfr. anche sezione 2.2).

⁶ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Andamenti recenti delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori nell'area dell'euro*, nel numero di novembre 2007 del Bollettino mensile.

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

LA CRESCITA ECONOMICA HA REGISTRATO UN ANDAMENTO FAVOREVOLE NEL 2007

L'evoluzione economica è stata complessivamente positiva nel 2007, sebbene la crescita sia lievemente calata nel corso dell'anno. Il tasso di espansione del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è collocato, in media, al 2,6 per cento, valore leggermente al di sotto del 2,8 per cento osservato nel 2006 e superiore a quelli degli anni precedenti (cfr. figura 30).

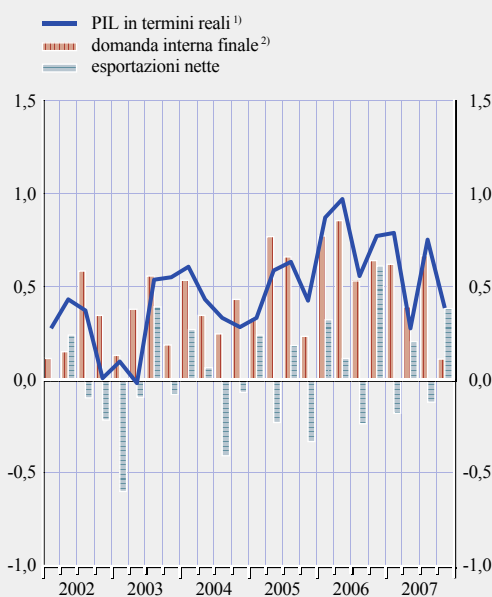
Il rallentamento del PIL nel 2007 è principalmente riconducibile agli andamenti dei consumi privati e degli investimenti in edilizia residenziale. Il contributo delle esportazioni nette all'espansione del prodotto è stato pari a

0,4 punti percentuali, due volte quello registrato nel 2006 (cfr. tavola 3).

Tra i fattori all'origine della moderazione, oltre all'effetto *una tantum* sui consumi dell'aumento dell'IVA in Germania, è stato particolarmente rilevante l'impatto negativo dell'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari e di quelli energetici sul reddito disponibile reale delle famiglie e sulla fiducia di imprese e consumatori. L'andamento dell'inflazione e, successivamente, le ripercussioni sui mercati monetari delle turbolenze finanziarie cominciate in agosto e strettamente collegate alla crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti hanno contribuito al deterioramento delle attese dei consumatori e delle imprese nella seconda metà del 2007. Inoltre, l'indebolimento delle condizioni nei mercati degli immobili residenziali in diversi paesi dell'area dell'euro ha concorso all'attenuazione dell'attività economica.

Figura 30 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

(contributi alla variazione percentuale trimestrale; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

2) Definita come domanda interna al netto della variazione delle scorte.

Nonostante la crescente incertezza durante la seconda metà dell'anno, l'economia dell'area dell'euro ha evidenziato una dinamica positiva nel 2007, come rispecchiato dal significativo e costante calo del tasso di disoccupazione che, in dicembre, è sceso al 7,1 per cento, il livello più basso osservato negli ultimi venticinque anni. Questa tendenza favorevole riflette la solidità dei fondamentali dell'economia dell'area e, in particolare, la redditività delle imprese e la sostenuta creazione di posti di lavoro.

Nel 2007 i consumi privati sono cresciuti dell'1,4 per cento, in calo rispetto all'1,8 del 2006. Il profilo di crescita infra-annuale dei consumi ha risentito notevolmente dell'innalzamento dell'IVA in Germania in gennaio, per evitare il quale gli acquisti di beni, soprattutto di quelli più costosi come i beni di consumo durevoli, sono stati anticipati. Nel primo trimestre del 2007 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei consumi privati dell'area dell'euro ha pertanto segnato una brusca flessione, all'1,4 per cento, rispetto al 2,1 del quarto trimestre del 2006. Nei mesi successivi i consumi delle famiglie hanno mostrato solo un moderato recupero, in linea con i miglioramenti in termini reali del

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

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾								Variazioni trimestrali ²⁾				
	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2007	2006	2007	2007	2007	2007
				4°	1°	2°	3°	4°	4°	1°	2°	3°	4°
				trim.	trim.	trim.	trim.	trim.	trim.	trim.	trim.	trim.	trim.
PIL a prezzi costanti	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
di cui:													
Domanda interna ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Consumi delle famiglie	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Consumi collettivi	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Investimenti fissi lordi	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Variazioni delle scorte ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Esportazioni nette ³⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Esportazioni ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Importazioni ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Valore aggiunto lordo in termini reali													
di cui:													
Industria escluse le costruzioni	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Costruzioni	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono destagionalizzati e parzialmente corretti per il numero di giornate lavorative, in quanto non tutti i paesi dell'area dell'euro dispongono di serie trimestrali di contabilità nazionale corrette per i giorni lavorativi. I dati si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

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

4) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

6) Comprende il commercio e le riparazioni, i servizi alberghieri e di ristorazione, i trasporti e le comunicazioni, l'intermediazione finanziaria, i servizi immobiliari e di locazione e quelli alle imprese.

reddito disponibile, sostenuto principalmente dalla dinamica positiva dell'occupazione e, in misura minore, dall'aumento della ricchezza delle famiglie. Nella seconda metà dell'anno si è registrato un progressivo peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, che sembra essere stato collegato alle turbolenze nei mercati finanziari, ai timori sul contesto internazionale e all'aumento dell'inflazione (cfr. figura 31). Si ritiene che le turbolenze finanziarie abbiano avuto un impatto diretto solo limitato sui consumi, nonostante i criteri per la concessione di credito al consumo si siano inaspriti negli ultimi mesi del 2007, in contrasto con l'allentamento netto osservato nei trimestri precedenti.

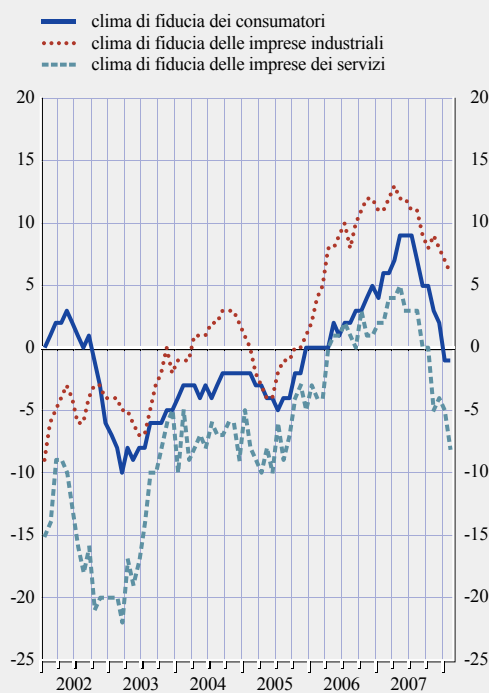
Dopo il forte recupero del 2006, l'espansione degli investimenti totali è stata robusta nel 2007, collocandosi al 4,4 per cento nell'insieme dell'anno. Tuttavia, il ritmo della crescita si è gradualmente ridotto nel corso del 2007. Il rallentamento è stato particolarmente

pronunciato nel comparto dell'edilizia residenziale, segnandone, in concomitanza con il rallentamento dei prezzi delle abitazioni, la fine della fase ciclica espansiva. La decelerazione degli investimenti in immobili residenziali è stata più accentuata in alcuni paesi, dove negli anni precedenti si era osservata una crescita molto elevata. Come rilevato nell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, la domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha segnato una forte contrazione nel quarto trimestre del 2007, riflettendo una valutazione meno favorevole delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e il calo della fiducia dei consumatori.

Nonostante il rapido apprezzamento dell'euro nel corso dell'anno e la forte concorrenza della Cina e di altri paesi asiatici, le esportazioni dell'area dell'euro hanno registrato un aumento considerevole, pari al 5,9 per cento, nel 2007, rispecchiando la vigorosa crescita della domanda

Figura 31 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

Nota: i dati sono calcolati come deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 per il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali e dall'aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi. I dati si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

estera. Anche le importazioni hanno mostrato un forte incremento, alimentato dall'andamento sostenuto degli investimenti delle imprese e delle esportazioni nonché dall'apprezzamento dell'euro. Nel complesso, gli scambi netti con l'estero hanno fornito un contributo positivo, pari a 0,4 punti percentuali, alla crescita del PIL.

In un'ottica settoriale, l'attività economica nel 2007 è stata principalmente sostenuta dai servizi, il cui tasso di espansione è diminuito leggermente, portandosi dal 2,5 per cento del 2006 al 2,4 per cento nel 2007. Il settore industriale (al netto delle costruzioni) ha mostrato una considerevole tenuta durante tutto il corso dell'anno, in stretta connessione con la robusta crescita delle esportazioni,

compensando il rallentamento dell'attività nelle costruzioni. In quest'ultimo settore la crescita del valore aggiunto ha segnato una netta flessione, in particolare nella seconda metà dell'anno. Come prima menzionato, questa tendenza è riconducibile principalmente al peggioramento delle attese circa il comparto residenziale, sebbene anche altre attività di costruzione, fra cui l'edilizia non residenziale e l'ingegneria civile, abbiano mostrato un calo dell'espansione.

ULTERIORE MIGLIORAMENTO NEL MERCATO DEL LAVORO

Negli anni più recenti il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha registrato un chiaro miglioramento. Nel 2006, dopo anni di crescita modesta, l'occupazione è aumentata dell'1,5 per cento. La creazione di posti di lavoro è risultata più diffusa tra le diverse classi di età, sesso e qualificazione rispetto al passato⁷. L'occupazione ha continuato a crescere nel 2007 a un tasso dell'1,7 per cento, il più elevato dal 2001 (cfr. tavola 4). Essa ha tuttavia rallentato nella seconda metà dell'anno, riflettendo l'indebolimento delle condizioni cicliche.

La più elevata crescita dell'occupazione nel 2007 è in parte riconducibile all'accelerazione nel settore delle costruzioni, al 4,3 per cento in ragione d'anno nel terzo trimestre dal 2,7 nella media del 2006. Il contenuto aumento dell'occupazione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha interrotto la prolungata flessione dell'occupazione in atto dal 2001. Anche l'occupazione nei servizi ha accelerato, al 2,2 per cento nel terzo trimestre del 2007 dal 2,1 per cento in media d'anno nel 2006. Questa dinamica è principalmente riconducibile a quella registrata nei comparti dei servizi finanziari e alle imprese e del commercio e trasporti. Nella seconda metà del 2007 questi comparti, assieme con quello delle costruzioni, hanno registrato un rallentamento dell'occupazione, più pronunciato nell'edilizia. L'andamento di quest'ultima

⁷ Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 8 nel numero di settembre 2007 del Bollettino mensile.

Tavola 4 Andamenti del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo precedente; valori percentuali)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sulla disoccupazione si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

1) Comprende pesca, caccia e silvicoltura.

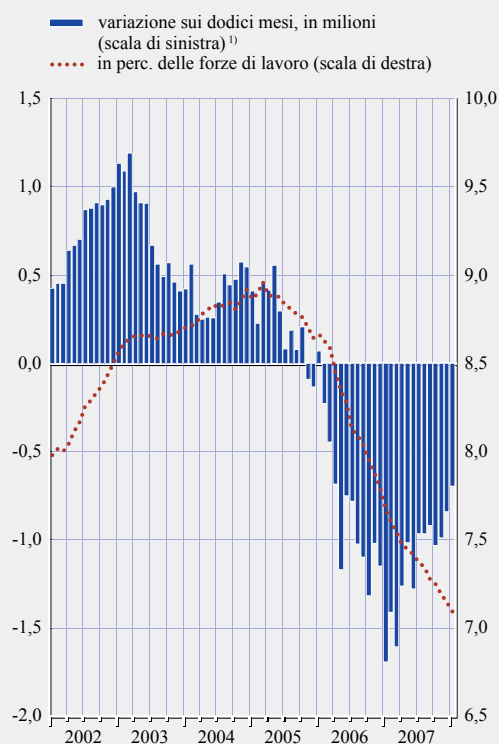
2) Comprende attività manifatturiere, minerarie ed estrattive, costruzioni e forniture di elettricità, gas e acqua.

3) Esclusi gli enti e gli organismi extraterritoriali.

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

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro comprendente Cipro e Malta.

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

riflette la fine della ripresa ciclica nell'edilizia residenziale e in altre attività di costruzione.

Il tasso di disoccupazione, in calo dall'inizio del 2005, era stato pari al 7,9 per cento nel quarto trimestre del 2006 e, riducendosi ulteriormente, ha raggiunto il 7,1 per cento alla fine del 2007 (cfr. figura 32).

Il calo medio mensile del numero di disoccupati nel 2007 è stato pari a circa 80.000 unità. Nel complesso, la minore disoccupazione riflette la crescita dell'occupazione associata alle condizioni cicliche, l'impatto delle riforme del mercato e il protrarsi della moderazione salariale.

Nel 2007 la crescita della produttività del lavoro per l'intera economia, misurata dal rapporto tra PIL in termini reali e il numero di occupati, è aumentata solo dello 0,8 per cento, rallentando dall'1,3 per cento del 2006 quando, nel quarto trimestre, aveva raggiunto una crescita dell'1,6 per cento in ragione d'anno. L'accelerazione osservata nel 2006, principalmente connessa alla ripresa ciclica dell'economia dell'area dell'euro, è risultata di breve durata e il tasso di incremento è sceso allo 0,6 per cento in ragione d'anno nel quarto trimestre del 2007.

Riquadro 6

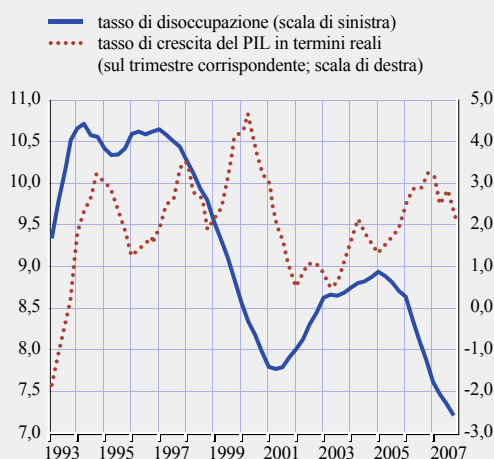
IL CALO DELLA DISOCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO NEGLI ULTIMI ANNI

Negli ultimi nove anni l'occupazione dell'area dell'euro è cresciuta in media dell'1,3 per cento l'anno e dal secondo trimestre del 2003 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è ridotto di 1,5 punti percentuali, collocandosi al 7,2 per cento nel dicembre 2007. Tale riduzione è riconducibile sia alla ripresa economica sia all'effetto del protrarsi di una dinamica salariale moderata delle riforme intraprese nel mercato del lavoro dell'area.

Nel complesso, negli ultimi anni si possono individuare due periodi distinti per l'evoluzione della disoccupazione (cfr. figura A). Durante il primo periodo, compreso tra la metà del 2003 e gli inizi del 2005, il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare lentamente, nonostante l'accelerazione dell'attività. Tale andamento seguiva una fase in cui la disoccupazione era cresciuta bruscamente, portandosi da un minimo del 7,8 per cento a metà del 2001 all'8,7 per cento a metà del 2003. Nel secondo periodo, compreso tra gli inizi del 2005 e il 2007, il tasso di disoccupazione è sensibilmente diminuito in un contesto di un protrarsi della crescita economica, raggiungendo i livelli minimi dei primi anni ottanta. In termini assoluti, la disoccupazione è diminuita di circa 1,6 milioni di unità dal giugno del 2003, assorbendo l'incremento registrato dalla metà del 2001 alla metà del 2003. Questo riquadro analizza il calo della disoccupazione nell'area dell'euro dal 2003, concentrandosi in particolare sulla sua composizione per età, sesso, qualifiche e durata.

Figura A Tasso di disoccupazione e crescita del PIL

(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: disoccupazione in percentuale delle forze di lavoro.

Il calo della disoccupazione è attribuibile in larga misura alla forte crescita dell'occupazione

Il calo della disoccupazione è riconducibile alla sostenuta crescita dell'occupazione. Dalla metà del 2003 l'occupazione totale è aumentata a un tasso medio dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, contro appena lo 0,1 per cento tra la metà del 2001 e la metà del 2003. Vi ha corrisposto un incremento dell'occupazione superiore a 7,5 milioni di unità. Il comparto dei servizi ha fornito un contributo pari a circa l'85 per cento della crescita dell'occupazione, mentre la parte restante è riconducibile al comparto delle costruzioni. L'occupazione nell'agricoltura e nell'industria al netto delle costruzioni ha continuato a mostrare una tendenza calante.

La flessione della disoccupazione si è associata a una protratta crescita delle forze di lavoro, per la quale negli ultimi due anni sono emersi segnali di moderazione. L'aumento delle forze di lavoro è rimasto sostenuto dagli inizi del 2003, in media attorno allo 0,9 per cento, soprattutto

Tassi di disoccupazione nell'area dell'euro per sesso, classe di età e livello di istruzione

(valori percentuali; punti percentuali)

	Età	2003	2005	2007	Variazione 2003-2007
Totale	>15	8,7	9,0	7,2	-1,5
Uomini	>15	7,7	8,2	6,5	-1,2
Donne	>15	9,9	10,0	8,0	-1,9
Giovani	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
Anziani	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
Livello di istruzione	25-64				
inferiore al livello secondario		10,3	10,2	9,1	-1,2
almeno livello secondario		7,7	7,9	6,2	-1,5
livello universitario		5,2	5,0	4,0	-1,2
Rapporto di disoccupazione di lungo periodo	>15	44,2	45,4	44,4	0,2

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati per il 2003, il 2005 e il 2007 si riferiscono a giugno, marzo e dicembre rispettivamente e sono derivati dal tasso di disoccupazione armonizzato per tutte le categorie ad eccezione di quella degli anziani; la scomposizione per livello di istruzione e la disoccupazione di lungo periodo, i cui dati si riferiscono a marzo in tutti i casi, sono ricavati dalla indagine sulle forze di lavoro dell'UE.

per effetto del maggiore tasso di partecipazione. La crescita dell'occupazione registrata dal 2003 ha pertanto consentito sia di assorbire l'incremento delle forze di lavoro sia di ridurre in modo significativo la disoccupazione.

Tutte le categorie beneficiano dei miglioramenti nel mercato del lavoro

Dal 2003 la disoccupazione è diminuita in tutte le principali categorie, e in particolare tra alcune di quelle con più elevata incidenza di disoccupazione: i giovani e le donne. Tuttavia, permangono notevoli differenze tra i tassi di disoccupazione nei diversi gruppi (cfr. tavola).

Il tasso di disoccupazione delle persone con età inferiore ai 25 anni, che nell'area dell'euro è pari a quasi il doppio di quello complessivo, è diminuito dal 16,5 per cento del giugno 2003 al 14,3 per cento del dicembre 2007. Complessivamente, circa un terzo del calo totale della disoccupazione è riconducibile a questo gruppo. Il tasso di disoccupazione femminile è calato di 1,9 punti percentuali da giugno 2003, raggiungendo l'8,0 per cento in dicembre 2007, una riduzione decisamente più pronunciata di quella registrata per la componente maschile. Entrambe le categorie, giovani e donne, hanno continuato a beneficiare della minore regolamentazione per i contratti a tempo determinato e dell'introduzione di iniziative volte a promuovere il lavoro a tempo parziale, che hanno aumentato le loro possibilità di inserimento professionale. Inoltre, hanno tratto vantaggio dall'incremento strutturale dell'occupazione nel settore dei servizi.

Il rapporto tra i disoccupati di lungo periodo e il numero totale di disoccupati sarebbe rimasto sostanzialmente invariato tra il 2003 e il 2007, attorno al 44 per cento, un livello molto elevato rispetto ad altre aree economiche. Tuttavia, dal 2005 la quota dei disoccupati da più di un anno rispetto al numero totale di disoccupati è diminuita di un punto percentuale, segnalando che le persone di tale categoria usufruirebbero dei vantaggi della ripresa economica con un certo ritardo. La riduzione tendenziale suggerirebbe anche che la disoccupazione di lunga durata tragga beneficio dalle riforme del mercato del lavoro, in particolare da quelle tese a migliorare le probabilità di impiego dei gruppi più deboli e ad aumentare gli incentivi al lavoro.

Riforme aggiuntive e il proseguimento della moderazione salariale sono necessari per favorire un ulteriore calo della disoccupazione

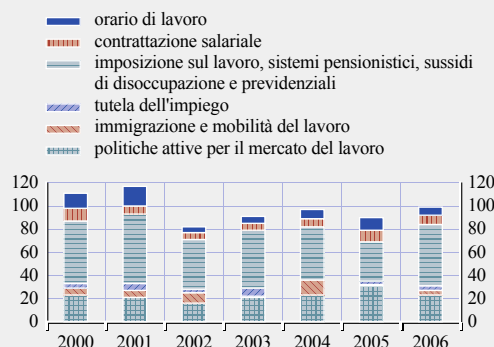
Nel complesso, il calo della disoccupazione dalla metà del 2003 è stato significativo. Affinché la diminuzione prosegua negli anni a venire saranno necessarie, oltre alla moderazione salariale, ulteriori riforme nei mercati del lavoro e dei beni e servizi dell'area dell'euro. La Commissione europea ha recentemente compilato un archivio dati (denominato LABREF) che raccoglie informazioni sui meccanismi, sugli ambiti di applicazione e sulla durata delle principali iniziative adottate dal 2000¹. La figura B mostra

che tra il 2000 e il 2006 nell'area dell'euro sono stati adottati in media 98 provvedimenti relativi al mercato del lavoro. Le misure hanno riguardato prevalentemente il settore delle politiche attive per il mercato del lavoro (soprattutto i servizi pubblici all'occupazione e la formazione), i sistemi pensionistici (in particolare il livello e i criteri di idoneità) e la tassazione del lavoro (soprattutto le imposte sul reddito e i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro).

Benché diversi paesi dell'area dell'euro abbiano compiuto progressi nell'adozione e nell'attuazione di riforme strutturali, sono necessari ulteriori sforzi in specifici ambiti di intervento. In particolare, le riforme dovrebbero aumentare le opportunità occupazionali di giovani e donne. È pertanto essenziale per ciascun paese dell'area rimuovere le distorsioni del mercato e attuare con rigore le azioni previste nei programmi nazionali di riforma che sono alla base della strategia di Lisbona. I progressi compiuti in materia di tutela dell'occupazione e nella creazione di incentivi al lavoro mediante i sistemi fiscali e previdenziali sono stati piuttosto limitati. L'adozione di riforme significative in questi settori fornirebbe un contributo sostanziale alla flessibilità dei mercati del lavoro e potrebbe sostenere la capacità di aggiustamento dei paesi dell'area dell'euro. Inoltre, maggiori sforzi per completare e rafforzare il mercato interno dei beni e servizi dell'UE nonché per aumentare l'attività di ricerca e sviluppo e di innovazione sono necessari al fine di incrementare la produttività e le opportunità di lavoro. Le riforme dei sistemi di contrattazione salariale volte all'eliminazione di rigidità potrebbero inoltre favorire il raggiungimento degli obiettivi, in ragione dell'importanza che rivestono ai fini della riduzione dei differenziali di disoccupazione tra le diverse categorie.

Figura B Intensità delle riforme nell'area dell'euro¹⁾ e distribuzione per tipologia di riforma per il 2000-2006

(numero di riforme adottate)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla banca dati LABREF.

1) Include la Slovenia.

1 Le riforme sono state classificate secondo otto dimensioni politiche principali, che coprono la tassazione del lavoro, i sistemi di sussidi alla disoccupazione (unitamente ad altri benefici previdenziali), le politiche attive del mercato del lavoro, la tutela del posto di lavoro, i sistemi pensionistici, la contrattazione salariale, l'organizzazione dell'orario di lavoro, le politiche di immigrazione e la mobilità del lavoro; all'interno di tali ampi settori vengono esaminate complessivamente trentasei aree di intervento.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

CONTINUA IL MIGLIORAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2007

L'evoluzione dei conti pubblici nel 2007 ha continuato a essere relativamente favorevole principalmente per effetto di una vigorosa attività economica, di ulteriori entrate inattese, di alcuni sforzi di risanamento e del venir meno di fattori temporanei che nel 2006 avevano accresciuto il disavanzo in Italia. Sulla base di quanto indicato dai singoli paesi nell'aggiornamento del programma di stabilità, il disavanzo medio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è sceso dall'1,5 per cento del PIL del 2006 allo 0,8 nel 2007 (cfr. tavola 5)⁸. I disavanzi in Italia e Portogallo, i due paesi dell'area sottoposti alla

procedura per i disavanzi eccessivi, sono diminuiti rispettivamente al 2,4 e al 3 per cento del PIL. In base a stime più recenti, in Italia il disavanzo si sarebbe ridotto all'1,9 del PIL. Sulla scorta di stime più recenti, per il Belgio nel 2007 il rapporto fra disavanzo e PIL e il rapporto fra debito e PIL si sono attestati rispettivamente allo 0,1 per cento e all'85 per cento. Nessun paese dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL nel 2007, situazione osservata da ultimo nel 2000 (al netto dei proventi della vendita delle licenze UMTS).

⁸ Le cifre per il 2007 riportate nei programmi di stabilità sono basate su stime e quindi possono differire dai corrispondenti dati di consuntivo.

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

(in percentuale del PIL)

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

	2005	2006	2007
Area dell'euro	-2,5	-1,5	-0,8
Belgio	-2,3	0,4	-0,3
Germania	-3,4	-1,6	0,0
Irlanda	1,2	2,9	0,5
Grecia	-5,1	-2,5	-2,7
Spagna	1,0	1,8	1,8
Francia	-2,9	-2,5	-2,4
Italia	-4,2	-4,4	-2,4
Lussemburgo	-0,1	0,7	1,0
Paesi Bassi	-0,3	0,6	-0,4
Austria	-1,6	-1,4	-0,7
Portogallo	-6,1	-3,9	-3,0
Slovenia	-1,5	-1,2	-0,6
Finlandia	2,7	3,8	4,5

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	2005	2006	2007
Area dell'euro	70,3	68,6	66,7
Belgio	92,2	88,2	84,6
Germania	67,8	67,5	65,0
Irlanda	27,4	25,1	25,1
Grecia	98,0	95,3	93,4
Spagna	43,0	39,7	36,2
Francia	66,7	64,2	64,2
Italia	106,2	106,8	105,0
Lussemburgo	6,2	6,6	6,9
Paesi Bassi	52,3	47,9	46,8
Austria	63,4	61,7	59,9
Portogallo	63,7	64,8	64,4
Slovenia	27,4	27,1	25,6
Finlandia	41,4	39,2	35,3

Fonti: Commissione europea (per il 2005-2006; Belgio: 2005-2007); programmi di stabilità aggiornati (per il 2007) ed elaborazioni della BCE.
Nota: Le cifre per il 2007 riportate nei programmi di stabilità sono basate su stime e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

Dal raffronto dei dati del 2007 con gli obiettivi indicati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità pubblicati fra la fine del 2006 e l'inizio del 2007 emerge che il disavanzo medio nell'area dell'euro è stato migliore delle attese di 0,7 punti percentuali del PIL. L'andamento è in larga misura riconducibile all'effetto base, ossia ai risultati più positivi delle attese realizzati nel 2006. Nel 2007 sono stati conseguiti risultati migliori delle previsioni in gran parte dei paesi, in particolare in Germania, Lussemburgo e Finlandia.

In questo contesto, il rapporto medio fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro è sceso di quasi 2 punti percentuali al 66,7 per cento, il livello più basso dall'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999. La Francia e, fra i paesi a basso debito, l'Irlanda e il Lussemburgo costituiscono l'eccezione rispetto a questa tendenza di riduzione del debito. Inoltre, in sei paesi il rapporto debito/PIL è rimasto al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento. Nonostante il miglioramento dei conti pubblici, nel 2007 si è registrato un incremento dell'attività di emissione di debito da parte delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro (cfr. riquadro 7).

Nell'area dell'euro la media del disavanzo di bilancio strutturale (ossia la posizione di bilancio corretta per gli effetti del ciclo economico e al netto di misure *una tantum* e di altre misure temporanee) è risalita dal -1,2 per cento del PIL del 2006 al -0,8 nel 2007. Anziché a efficaci misure di riduzione della spesa, il miglioramento riflette una vivace crescita del gettito fiscale nettamente superiore a quanto coerente con la dinamica delle variabili macroeconomiche che approssimano le basi imponibili. L'esame dei singoli paesi rivela che in Germania, Grecia, Italia, Portogallo e Slovenia si è osservato un sostanziale miglioramento dei saldi strutturali, pari o superiore a 0,5 punti percentuali del PIL. Si è invece osservato un significativo allentamento della politica di bilancio in termini strutturali, di oltre 1 punto percentuale del PIL, in Irlanda e Paesi Bassi. Poco più della metà dei paesi dell'area dell'euro ha raggiunto o ha mantenuto nel 2007 risultati di bilancio in linea con l'obiettivo di medio termine (OMT).

Riquadro 7

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

In un contesto di tassi di interesse in rialzo che ha caratterizzato gran parte dell'anno, nel 2007 nell'area dell'euro l'emissione netta di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche è aumentata. L'incremento è stato particolarmente consistente per l'emissione a breve termine. In termini netti, nell'area dell'euro il tasso di incremento delle emissioni di titoli delle amministrazioni pubbliche nel dicembre 2007 è stato pari al 2,8 per cento, valore superiore di solo 0,4 punti percentuali a quello del 2006 (cfr. tavola A)¹. Tuttavia, il rapporto fra debito pubblico e PIL è diminuito in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, data la più sostenuta crescita economica.

L'aumento dei tassi di interesse a lungo termine nella prima metà dell'anno potrebbe essere una delle cause della ricomposizione delle emissioni a favore dei titoli a breve termine. Data l'elevata inclinazione della curva dei rendimenti, il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo

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

Tavola A Titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

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

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

Fonte: BCE.

termine è infatti diminuito dal 3,4 per cento del 2006 al 2,3 del 2007, mentre quello dei titoli di debito a breve termine è nettamente aumentato, diventando addirittura positivo.

L'analisi della composizione dei titoli di debito delle amministrazioni pubbliche in essere rivela che l'emissione di titoli è effettuata prevalentemente dalle amministrazioni centrali. Nel 2007 la quota di titoli di debito in essere emessi da queste ultime era pari al 93,5 per cento del totale; il rimanente 6,5 per cento va ricondotto agli altri sottosettori delle amministrazioni pubbliche. Questi ultimi, tuttavia, sono diventati più attivi nel tempo: l'emissione di titoli di debito da parte di questi sottosettori è pressoché raddoppiata negli anni 1999-2006; nello stesso periodo quella delle amministrazioni centrali è costantemente diminuita.

In generale, i paesi non hanno significativamente cambiato l'orientamento della gestione del debito a lungo termine. Nel 2007 la quota di passività a lunga scadenza sul totale dei titoli di debito in essere è stata pari a circa il 92,5 per cento, valore lievemente inferiore al 2006, mentre quella dei titoli a breve termine è aumentata dal 7,1 per cento del 2006 al 7,5 del 2007 (cfr. tavola B). Dalla tavola B si evince altresì che la maggior parte delle passività a lungo termine delle amministrazioni pubbliche è a tasso fisso. L'incidenza delle emissioni a tasso variabile è lievemente aumentata nel 2007, mantenendo così la tendenza al rialzo iniziata nel 2004.

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

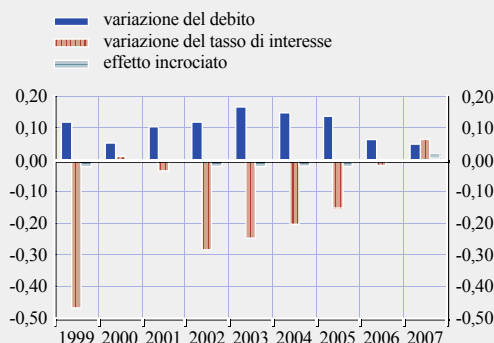
(percentuali del totale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; dati di fine periodo)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Amministrazioni centrali	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
<i>Titoli a lungo termine</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
<i>Titoli a breve termine</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Altre amministrazioni pubbliche	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
<i>Titoli a lungo termine</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
<i>Titoli a breve termine</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale delle amministrazioni pubbliche									
<i>A lungo termine</i>	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
a tasso fisso	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
a tasso variabile	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
<i>A breve termine</i>	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Totale delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro	3.453,3	3.549,0	3.775,3	3.949,2	4.151,6	4.386,6	4.602,9	4.704,8	4.835,0

Fonte: BCE.

Figura A Scomposizione delle variazioni della spesa per interessi

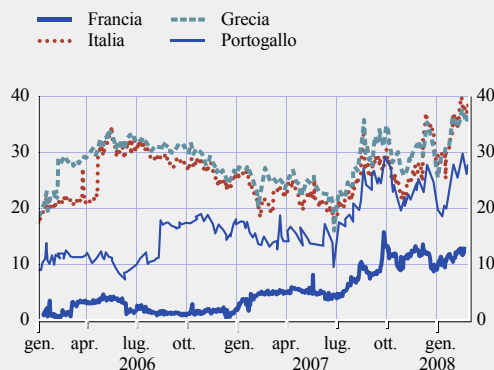
(in percentuale del PIL; dati annui)



Fonte: Commissione europea (banca dati Ameco) ed elaborazioni della BCE.

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

(punti base; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Al fine di illustrare l'effetto dell'aumento dei tassi di interesse sulla spesa per interessi delle amministrazioni pubbliche, la variazione di quest'ultima può essere scomposta come segue: i) un effetto derivante dalla variazione del debito pubblico; ii) un effetto derivante dalla variazione dei tassi di interesse; iii) un effetto residuale². La figura A mostra che nel 2007, per la prima volta dal 2000, il contributo della variazione dei tassi di interesse alla variazione complessiva della spesa per interessi è stato positivo. Inoltre, l'impatto della variazione dei tassi di interesse è stato superiore all'effetto della variazione del debito.

Per quanto riguarda le differenze fra paesi, i rendimenti dei titoli decennali tedeschi sono risultati finora in media i più bassi dell'area dell'euro, soprattutto in virtù della loro maggiore liquidità e del conseguente *status* di titoli di riferimento. La figura B riporta i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi per i paesi dell'area dell'euro diversi dalla Germania che a fine 2006 erano sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi.

I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato dei vari paesi dell'area dell'euro rispecchiano in ultima istanza differenze in termini di liquidità e di rischio di credito. Nel corso del 2007 ci sono state due fasi distinte nell'andamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato. Nella prima metà dell'anno tali differenziali sono diminuiti in alcuni paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, durante le turbolenze nei mercati finanziari della seconda metà del 2007 e a seguito di un generale riprezzamento del rischio, essi sono aumentati, soprattutto in Grecia, Francia, Italia e Portogallo. Le diminuzioni osservate verso la fine di settembre hanno subito un'inversione in novembre, in seguito ai rinnovati timori degli investitori in merito alle tensioni nei mercati del credito.

2 La variazione della spesa per interessi, I , può essere così scomposta:

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

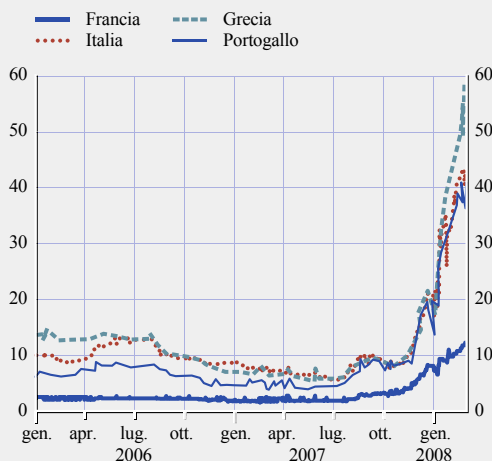
{ Effetto via variazione del debito	{ Effetto via variazione del tasso di interesse	Effetto incrociato (residuo)
---	---	------------------------------------

dove B è il debito pubblico e i è il tasso di interesse medio implicito (I/B).

Come riscontro del recente ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato, la figura C mostra i differenziali di *credit default swap* (CDS) sui titoli di Stato. Per costruzione, tali differenziali possono essere considerati anche una misura del rischio di credito derivante dal fatto di detenere i titoli pubblici in considerazione. Come misura del rischio di credito, i differenziali di CDS presentano il vantaggio di non subire distorsioni per effetto di variazioni dei titoli di riferimento dei paesi considerati, di non essere interessati da differenze di scadenza e di tendere a essere più sensibili alle variazioni del mercato. In linea con l'analisi precedente sui differenziali di rendimento dei titoli di Stato, anche i differenziali di CDS per i paesi menzionati sono aumentati nell'estate del 2007 e hanno continuato a crescere all'inizio del 2008.

Figura C Credit default swap sovrani

(punti base; dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

PER IL 2008 SI PREVEDE UNA BATTUTA D'ARRESTO NEL RISANAMENTO DELLE FINANZE PUBBLICHE

I piani di bilancio per il 2008, delineati dai paesi dell'area dell'euro negli aggiornamenti dei programmi di stabilità di fine 2007, indicano che si interromperà il calo del disavanzo pubblico medio dell'area in atto dal 2004: il disavanzo aumenterà leggermente, allo 0,9 per cento del PIL. Le entrate e le spese diminuiranno approssimativamente dello stesso importo (0,25 punti percentuali del PIL). Poiché la crescita economica dovrebbe essere sostanzialmente pari al suo valore potenziale, il fatto che il disavanzo medio dell'area dell'euro rimanga pressoché invariato riflette, in alcuni paesi, un rallentamento o addirittura un'inversione di tendenza negli sforzi di risanamento e, in altri, una riduzione degli avanzi. In questo contesto, la media del rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe diminuire meno rapidamente nel 2008, ossia di circa 1,5 punti percentuali, al 65,1 per cento.

In particolare, non si prevedono progressi sostanziali nel risanamento verso finanze pubbliche solide in Francia e in Italia, dove –

come in Portogallo – il disavanzo rimarrà sostanzialmente prossimo al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Negli altri paesi che non hanno ancora conseguito l'OMT i progressi saranno in media alquanto limitati e in alcuni casi i saldi strutturali addirittura peggioreranno. Il numero di paesi che ha raggiunto il proprio OMT dovrebbe diminuire a seguito del peggioramento dei conti pubblici in Germania e Irlanda.

È INDISPENSABILE MAGGIORE AMBIZIONE NEGLI SFORZI DI RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

Secondo gli aggiornamenti dei programmi di stabilità, il contesto macroeconomico nel 2008 rimane favorevole al compimento di rapidi progressi verso gli OMT fissati dai paesi dell'area dell'euro. Il Patto di stabilità e crescita richiede ai paesi dell'area dell'euro di conseguire miglioramenti annui del saldo di bilancio strutturale pari ad almeno lo 0,5 per cento del PIL e di realizzarne di più ampi nelle fasi cicliche favorevoli. Nell'aprile del 2007 i ministri dell'Eurogruppo hanno riaffermato l'impegno a perseguire l'obiettivo della solidità delle posizioni di bilancio, in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

Essi hanno riconosciuto che per l'area dell'euro la fase congiunturale era positiva e si sono impegnati a sfruttare appieno l'atteso contesto economico favorevole e il gettito tributario superiore alle aspettative per accelerare il ritmo di riduzione del disavanzo e del debito. I ministri dell'Eurogruppo hanno concordato che la maggior parte dei membri dell'area dell'euro consegua il proprio OMT nel 2008 o nel 2009 e che tutti i paesi debbano raggiungerlo entro il 2010. I paesi che hanno già conseguito l'OMT dovranno mantenere questa solida posizione in modo da evitare un allentamento delle politiche di bilancio nelle fasi congiunturali favorevoli. Nell'ottobre 2007 il Consiglio Ecofin ha concordato varie e opportune misure volte a migliorare l'efficacia del Patto di stabilità e crescita, in particolare rafforzandone il meccanismo preventivo. Ha altresì confermato la necessità di rispettare il valore di riferimento per il risanamento strutturale indicato dal Patto di stabilità e crescita, pari allo 0,5 per cento del PIL su base annua. L'incertezza relativa all'impatto sull'economia e sui bilanci delle turbolenze nei mercati finanziari, emerse nel corso dell'estate, suggerisce che occorre maggiore prudenza nella definizione delle politiche di bilancio.

I paesi dell'area dell'euro ancora sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi dovranno portare il rapporto disavanzo/PIL in maniera sostenibile su valori inferiori al 3 per cento. Dovranno inoltre rispettare sia l'obiettivo di migliorare il saldo strutturale dello 0,5 per cento del PIL, sia gli ulteriori obiettivi di risanamento indicati nelle raccomandazioni del Consiglio Ecofin. Per evitare che, dopo aver ridotto l'indebitamento netto al di sotto del 3 per cento del PIL, nel prossimo futuro il disavanzo torni a essere superiore a tale soglia è essenziale continuare a realizzare progressi verso il conseguimento di solide finanze pubbliche. In caso contrario, un andamento negativo della congiuntura potrebbe spingere rapidamente il disavanzo al di sopra del 3 per cento del PIL. Le proiezioni attuali, indicate nei programmi di stabilità dei due paesi sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi – l'Italia e il Portogallo – indicano che i disavanzi, ancorché inferiori

al 3 per cento del PIL nel 2008, rimarrebbero piuttosto elevati, richiedendo ulteriori misure di risanamento.

Gli altri paesi dell'area dell'euro che nel 2007 non hanno raggiunto l'OMT dovranno perseguire una strategia di risanamento in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita. Ciò richiede un risanamento strutturale dello 0,5 per cento del PIL su base annua come termine di riferimento e sforzi più ampi se la fase congiunturale è favorevole. Inoltre, come menzionato, i paesi dell'area dell'euro dovranno conseguire i rispettivi OMT entro il 2010. Sulla base degli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità, i paesi rispetteranno gli impegni che hanno sottoscritto in misura limitata. In particolare Irlanda, Grecia, Francia e Italia non raggiungerebbero l'OMT entro il 2010. Inoltre in Belgio, Francia, Italia e Austria il miglioramento strutturale delle finanze pubbliche nel 2008 sarebbe inferiore al valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL. Questi risultati sono tanto più insoddisfacenti poiché in alcuni paesi i saldi strutturali continuano a beneficiare di entrate straordinariamente elevate, sebbene la natura permanente di tali entrate non sia affatto certa. Il mancato rispetto delle regole del Patto di stabilità e crescita e degli ulteriori impegni assunti mette seriamente a repentaglio la credibilità del meccanismo preventivo del Patto.

È auspicabile che, nei periodi congiunturali favorevoli, i paesi dell'area dell'euro che hanno già conseguito l'OMT evitino politiche di bilancio procicliche, che alimenterebbero l'inflazione e gli squilibri macroeconomici. Gli stabilizzatori automatici contribuirebbero ad attenuare le fluttuazioni macroeconomiche. Alcuni paesi che hanno conseguito il proprio OMT nel 2007 prevedono di discostarsi da questa posizione di bilancio nel 2008.

Maggiori sforzi da parte dei paesi dell'area dell'euro per conseguire e mantenere solide finanze pubbliche non sono solo necessari per la stabilizzazione macroeconomica nel breve periodo, in quanto consentono di lasciare

liberamente funzionare gli stabilizzatori automatici, ma anche per migliorare la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo termine. Un debito pubblico più basso può compensare in parte le pressioni dal lato della spesa che, nei decenni a venire, deriveranno dall'invecchiamento della popolazione. Altre misure necessarie per migliorare la sostenibilità dei conti pubblici riguardano le riforme della sanità e delle pensioni, nonché l'aumento dell'offerta di lavoro effettiva. La mancanza di un'azione tempestiva volta ad affrontare le conseguenze dell'invecchiamento demografico metterà a rischio la sostenibilità dei conti pubblici e accrescerà l'onere gravante sulle generazioni future.

Il fatto che in alcuni paesi il forte incremento delle entrate sia stato in parte utilizzato per finanziare spesa pubblica aggiuntiva segnala il rischio di politiche di bilancio espansive e del ripetersi degli errori di politica economica del biennio 2000-2001, quando i margini di sicurezza sono stati erosi e successivamente, non appena le condizioni congiunturali sono peggiorate, diversi paesi sono stati sottoposti

alla procedura per i disavanzi eccessivi (cfr. riquadro 8). A tale riguardo vincolanti regole di bilancio di medio termine definite a livello nazionale, se ben delineate e rigorosamente applicate, possono contribuire sia a contrastare gli incentivi a utilizzare le entrate inattese per finanziare maggiori spese o sgravi fiscali, sia a creare un margine sufficientemente ampio rispetto al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. A tale scopo, le regole di bilancio nazionali devono essere stabilite *ex ante* e potrebbero includere norme che destinano eventuali entrate superiori alle attese alla riduzione del disavanzo e del debito. L'aumento della spesa in settori importanti o la riduzione delle imposte e dei contributi sociali volti a migliorare la qualità delle finanze pubbliche dovrebbero essere finanziati principalmente attraverso la riduzione della spesa per evitare l'aumento della pressione fiscale e/o dei disavanzi di bilancio. L'aumento dell'efficienza nella fornitura di servizi pubblici in generale e nell'amministrazione in particolare, nonché nella struttura delle entrate, sono modi efficaci di liberare risorse di bilancio da utilizzare per finalità più produttive.

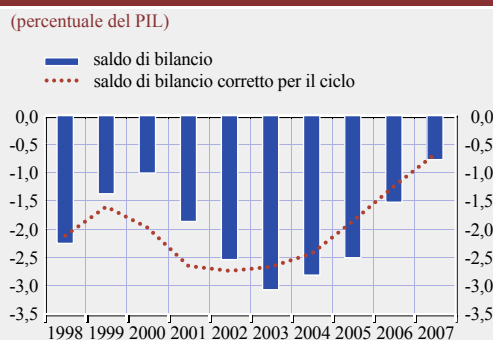
Riquadro 8

INSEGNAMENTI DERIVANTI DALLA POLITICA DI BILANCIO DEL BIENNIO 2000-2001

Si può stimare che nel 2007 il disavanzo pubblico dell'area dell'euro sia diminuito allo 0,8 per cento del PIL. Al netto dell'impatto dei proventi della vendita delle licenze UMTS, si tratta di un livello inferiore a quello toccato nel 2000, al culmine del precedente ciclo economico (cfr. figura A). In prospettiva, è fondamentale per la politica di bilancio evitare il ripetersi dell'esperienza degli inizi di questo decennio, quando le posizioni di bilancio sono rapidamente peggiorate e numerosi paesi dell'area dell'euro hanno registrato disavanzi eccessivi. A tale riguardo l'esperienza passata indica una tendenza a sovrastimare, quando la fase congiunturale è positiva, la solidità della posizione di bilancio di fondo; data tale tendenza, è necessaria una politica di bilancio particolarmente prudente quando le condizioni economiche sono favorevoli.

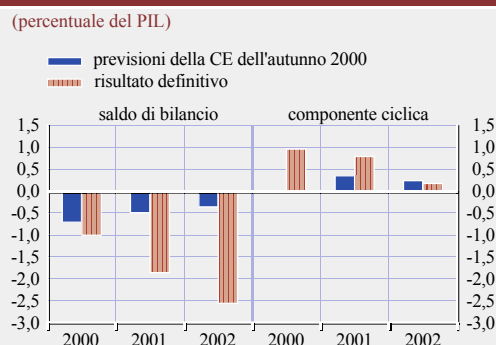
Nel biennio 1999-2000, al culmine dell'ultimo ciclo economico, numerosi paesi hanno attuato politiche di bilancio espansive (principalmente attraverso sgravi fiscali). Queste misure sono state ritenute "finanziariamente sostenibili" alla luce delle previsioni favorevoli sulle prospettive dell'economia e delle stime relative al saldo di bilancio di fondo (corretto per gli effetti del ciclo economico) disponibili all'epoca. A posteriori, tuttavia, la solidità delle posizioni di bilancio

Figura A Andamenti delle finanze pubbliche per il 1998-2007



Fonti: Commissione europea (banca dati Ameco) ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati dei saldi di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

Figura B Saldo di bilancio e componente ciclica



Fonti: Commissione europea (banca dati Ameco) ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati dei saldi di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

di fondo dei paesi è risultata sovrastimata. Nel momento in cui l'economia dell'area dell'euro è entrata inaspettatamente in una fase di rallentamento congiunturale, i saldi di bilancio sono peggiorati rapidamente e il disavanzo di vari paesi ha ben presto superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL (cfr. figura B, riquadro di sinistra).

Due problemi tecnici hanno impedito una stima accurata del “vero” saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo economico. Il primo riguarda la difficoltà di valutare la posizione ciclica dell'economia in tempo reale. Nell'autunno del 2000 la Commissione europea, come la maggior parte degli analisti economici, prevedeva che i conti pubblici dell'area dell'euro continuassero a migliorare. La valutazione si basava sull'ipotesi che l'*output gap*, e quindi la componente ciclica del saldo di bilancio, fosse pressoché nullo e che nell'immediato futuro le condizioni economiche avrebbero continuato ad avere un impatto positivo sul saldo di bilancio. In realtà, dal 2001 l'economia dell'area dell'euro è entrata in una fase di rallentamento. Ciò ha portato a considerevoli revisioni a posteriori delle stime sia dell'*output gap* sia della componente ciclica del saldo di bilancio (cfr. figura B, riquadro di destra). Pertanto i dati di consuntivo definitivi per il 2000 indicano che la favorevole fase ciclica ha avuto un significativo impatto positivo, pari a circa l'1 per cento del PIL, sul disavanzo. Al contrario, allora si stimava che l'impatto del ciclo economico nell'anno fosse nullo.

Un altro problema riguarda l'incertezza sull'evoluzione delle entrate tributarie lungo il ciclo economico. Le attuali metodologie di previsione e di correzione per gli effetti del ciclo economico di norma assumono una relazione sostanzialmente stabile fra il tasso di crescita delle entrate tributarie e quello del PIL oppure, nelle metodologie caratterizzate da un approccio meno aggregato, fra il tasso di crescita delle entrate tributarie e quello di altre variabili macroeconomiche, anch'esse di contabilità nazionale, che approssimano le basi imponibili. Durante i periodi di *boom*, tuttavia, soprattutto le imposte sugli utili e sulle plusvalenze patrimoniali hanno dimostrato di crescere a un ritmo di gran lunga più sostenuto delle corrispondenti basi imponibili, per poi diminuire bruscamente durante la successiva fase di rallentamento. Questi andamenti e la loro entità sono difficili da prevedere in quanto dipendono da fattori quali il momento in cui vengono realizzate le plusvalenze e da complesse norme tributarie, che in genere consentono di compensare gli utili di un anno con le perdite di anni precedenti. La scomposizione della

variazione del rapporto fra entrate e PIL dal 2000 suggerisce che le perdite di gettito del biennio 2000-2001 sono prevalentemente riconducibili a sgravi fiscali e che successivamente, soprattutto nel 2002, le perdite di gettito sono state accentuate da altri fattori. Al contrario nel 2005 e nel 2006 il rapporto entrate/PIL è aumentato in misura significativa, nonostante una stanziale assenza di misure tese a incrementare le imposte. Il potenziale venire meno di tali introiti nel prossimo futuro rappresenta un rischio per le attuali prospettive dei conti pubblici.

Data questa esperienza, una lezione importante da trarre dagli errori di valutazione della politica di bilancio del biennio 2000-2001 è che occorre cautela nell'interpretare come strutturali i miglioramenti delle finanze pubbliche che si realizzano nei periodi congiunturali favorevoli, anche se le variazioni dei saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico forniscono indicazioni in tal senso. Come riconosciuto dall'Eurogruppo nell'aprile del 2007, entrate superiori alle attese realizzate nelle fasi congiunturali favorevoli dovrebbero essere utilizzate per ridurre il disavanzo e il debito piuttosto che per aumentare la spesa o gli sgravi fiscali in una maniera potenzialmente non sostenibile.

2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'EURO HA CONTINUATO AD APPREZZARSI IN TERMINI EFFETTIVI NEL 2007

Dopo essere lievemente arretrato nel corso del 2005 rispetto al massimo della fine del 2004, nel 2006 l'euro ha messo a segno un sostanziale recupero in termini effettivi nominali. La tendenza all'apprezzamento è proseguita nella prima parte del 2007, consolidando la crescita dell'anno precedente, per poi interrompersi brevemente tra maggio e la metà di agosto, quando l'euro ha oscillato entro un intervallo relativamente ristretto. Nel contesto della turbolenza sui mercati finanziari mondiali, la moneta unica europea si è deprezzata in agosto e poi notevolmente rafforzata nel resto dell'anno. Alla fine del 2007 il suo tasso di cambio effettivo nominale era superiore del 6,3 per cento al livello degli inizi di gennaio e dell'8,2 per cento alla propria media del 2006. L'apprezzamento è stato particolarmente pronunciato nei confronti del dollaro statunitense. L'euro si è inoltre rafforzato notevolmente anche nei confronti della sterlina britannica e in misura più moderata sullo yen giapponese, il renminbi cinese e il franco svizzero.

Il rafforzamento dell'euro sul dollaro statunitense è principalmente riconducibile al

mutamento della valutazione degli operatori circa la posizione ciclica relativa delle due aree economiche a favore dell'area dell'euro e agli andamenti dei differenziali di tasso di interesse. È inoltre probabile che il livello persistentemente elevato del disavanzo corrente degli Stati Uniti abbia contribuito in qualche misura alla debolezza del dollaro. Nei primi mesi dell'anno la pubblicazione di dati relativamente positivi per l'area dell'euro si è contrapposta a statistiche più eterogenee per il caso degli Stati Uniti e questo ha determinato un assottigliamento dei differenziali di interesse tra le due aree. Fra maggio e la metà di agosto il cambio euro/dollaro ha subito lievi oscillazioni, allorché gli operatori rivedevano la loro valutazione della solidità relativa del ciclo nelle due economie. Dopo una breve fase iniziale di deprezzamento, conseguente alla turbolenza finanziaria occasionata dai timori per le condizioni di liquidità sui mercati monetari e del credito a livello mondiale, tra la fine di agosto e la fine di novembre l'euro si è notevolmente apprezzato sul dollaro. L'indebolimento della moneta statunitense sarebbe da ricondurre a un deterioramento delle aspettative degli operatori circa le prospettive di crescita dell'economia nazionale, che avrebbe riflesso in particolare la pubblicazione di dati inferiori alle attese sul mercato del lavoro e delle abitazioni degli Stati Uniti. Dopo aver raggiunto 1,49 dollari il

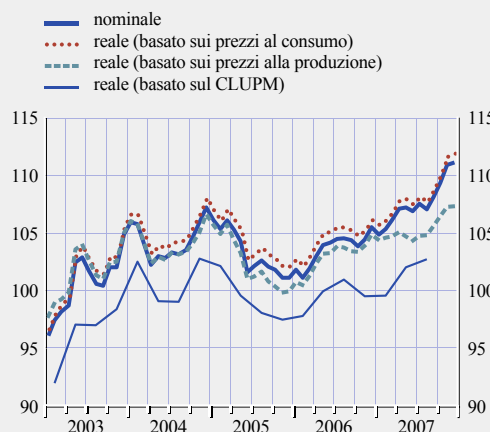
27 novembre, la moneta unica si è lievemente deprezzata e il 31 dicembre era scambiata a 1,47 dollari, un livello superiore dell'11,8 per cento a quello dell'inizio dell'anno.

Nel 2007 l'euro si è rafforzato anche nei confronti dello yen giapponese, in presenza di una notevole volatilità di breve periodo. Sulla divisa nipponica avrebbero influito in particolare il diverso atteggiamento nei confronti del rischio da parte degli investitori internazionali e il mutare dell'attrattiva percepita delle operazioni di *carry trade*. Il basso livello dei tassi di interesse giapponesi, la volatilità implicita storicamente bassa e la propensione al rischio degli investitori internazionali sembrano aver contribuito a determinare un incremento significativo del volume di *carry trade* in essere. Il 13 luglio l'euro ha raggiunto un picco di 168,68 yen. Questa tendenza ascendente si è successivamente interrotta nel contesto delle turbolenze finanziarie mondiali, che hanno indotto gli investitori internazionali a modificare la loro valutazione dei rischi e che sembrano aver contribuito altresì a una significativa attività di liquidazione di *carry trade*. Dalla metà di agosto alla metà di ottobre la moneta europea è tuttavia tornata a rafforzarsi su quella nipponica, mentre per il resto dell'anno i movimenti del cambio euro/yen hanno evidenziato una significativa volatilità senza mostrare una chiara tendenza in una particolare direzione. Il 31 dicembre 2007 l'euro era quotato a 164,93 yen, un valore superiore del 5,1 per cento rispetto all'inizio dell'anno.

Il 2007 ha visto la moneta unica apprezzarsi sensibilmente (del 9,2 per cento) anche nei confronti della sterlina britannica, soprattutto nel periodo compreso tra settembre e dicembre. Alla fine dell'anno l'euro era scambiato a 0,73 sterline, il livello più alto dall'introduzione della moneta unica nel 1999. L'indebolimento della divisa britannica sarebbe riconducibile alle attese del mercato di un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse ufficiali da parte della Bank of England come reazione al deterioramento delle prospettive finanziarie ed economiche.

Figura 33 Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali ¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) Indici dei tassi di cambio effettivi nei confronti di 24 importanti partner commerciali dell'area dell'euro (TCE-24). Un aumento degli indici TCE-24 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a dicembre 2007. Per il TCE-24 reale basato sul CLUPM, l'ultima rilevazione concerne il terzo trimestre del 2007 ed è parzialmente basata su stime.

L'euro si è rafforzato inoltre nei confronti delle valute di una serie di partner commerciali asiatici, riflettendo in parte il collegamento formale o informale delle stesse con il dollaro statunitense. Il rafforzamento è stato marcato rispetto al won coreano (12,5 per cento) e al dollaro di Hong Kong (12,1 per cento), e più moderato nei confronti del dollaro di Singapore (4,8 per cento) e del renminbi cinese (4,6 per cento). Il rialzo relativamente contenuto in rapporto a quest'ultima moneta riflette, in una certa misura, la disponibilità apparentemente maggiore delle autorità cinesi a consentire un più sensibile apprezzamento del renminbi sul dollaro statunitense, soprattutto verso la fine dell'anno. Il rafforzamento dell'euro sulle suddette valute è stato in parte controbilanciato dal suo indebolimento sullo zloty polacco (6,2 per cento), il dollaro canadese (5,4 per cento), la corona norvegese (3,4 per cento) e la corona ceca (3,1 per cento).

Nel 2007 anche i tassi di cambio effettivo reale dell'euro – calcolati con diversi indici di costo e di prezzo – si sono rafforzati (cfr. figura 33). Nell'ultimo trimestre dell'anno il tasso di

cambio effettivo reale dell'euro basato sui prezzi al consumo era superiore di circa il 5,5 per cento rispetto al livello osservato un anno prima.

IL CONTO CORRENTE HA REGISTRATO UN AVANZO NEL 2007

Nel 2007 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 15,0 miliardi di euro (corrispondenti allo 0,2 per cento del PIL dell'area), contro un disavanzo di 13,6 miliardi nel 2006. Il mutamento di segno del saldo corrente è principalmente riconducibile a un aumento di 37,3 miliardi di euro dell'avanzo dei beni e, in misura inferiore, a un incremento di 7,2 miliardi di quello dei servizi, che sono stati solo in parte controbilanciati dal passaggio in disavanzo del conto dei redditi e dal maggiore disavanzo di quello dei trasferimenti correnti (cfr. figura 34).

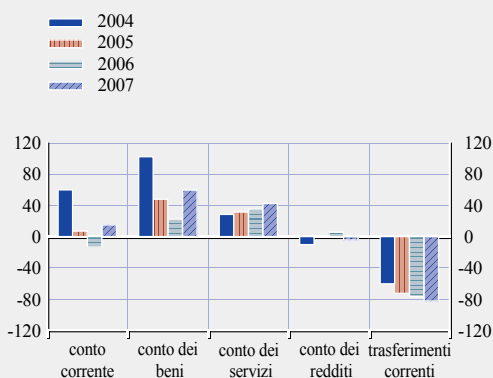
Rispetto alla dinamica eccezionalmente robusta del 2006, nel 2007 l'interscambio di beni con l'esterno dell'area in valore ha decelerato. La crescita delle esportazioni di beni è scesa all'8,1 per cento, dal 14,3 dell'anno precedente. Nel contempo quella delle importazioni ha evidenziato un calo ancor più significativo, portandosi al 5,5 per cento, dal 17,0 del 2006. Ciò ha costituito uno dei principali fattori alla

base del miglioramento complessivo del saldo corrente dell'area dell'euro. Le importazioni e le esportazioni di servizi hanno invece registrato una crescita più forte nel 2007 rispetto al 2006, compensando in parte il rallentamento della componente dei beni.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a novembre 2007, mostra che la minore crescita delle esportazioni in valore ha riflesso soprattutto l'evoluzione dei volumi. Nella prima metà dell'anno il lieve indebolimento della domanda estera e l'apprezzamento dell'euro hanno concorso alla decelerazione delle esportazioni verso l'esterno dell'area. I suddetti andamenti possono tuttavia essere ritenuti anche, in una certa misura, una normalizzazione rispetto ai ritmi di incremento eccezionalmente elevati della fine del 2006. La crescita delle esportazioni in volume si è intensificata nel terzo trimestre del 2007, riflettendo in larga parte la ripresa della domanda estera. Da una disaggregazione geografica dell'interscambio di beni dell'area dell'euro emerge che le esportazioni verso l'Asia (in particolare la Cina) e i paesi dell'Europa centrale e orientale sono rimaste particolarmente dinamiche nel 2007, in presenza di una vivace attività economica in queste regioni. I volumi

Figura 34 Saldo di conto corrente e sue componenti

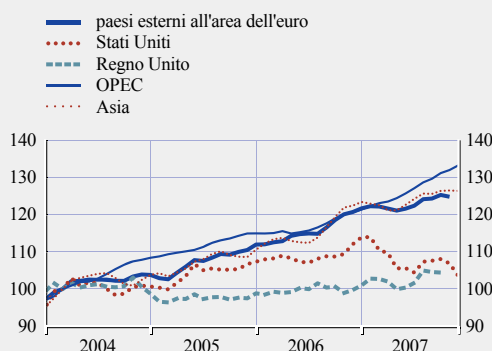
(dati annuali destagionalizzati; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 35 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali

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



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a dicembre 2007, tranne che per i paesi all'esterno dell'area dell'euro (novembre) e per il Regno Unito (ottobre).

esportati verso gli Stati Uniti sono diminuiti in termini assoluti (cfr. figura 35). Sembra tuttavia che l'apprezzamento dell'euro abbia esercitato effetti finora relativamente contenuti sulle esportazioni dell'area, che continuano a essere trainate soprattutto dal persistente vigore della domanda estera. Nel contempo i prezzi all'esportazione hanno registrato incrementi solo moderati, a indicare che le imprese dell'area potrebbero avere adeguato i loro margini di profitto per compensare la perdita di competitività di costo e di prezzo risultante dall'apprezzamento dell'euro.

Per quanto concerne le importazioni, nel 2007 esse hanno evidenziato, in termini di volumi, andamenti analoghi a quelli delle esportazioni in volume: nella prima metà dell'anno hanno registrato una crescita modesta, mentre nella seconda hanno accelerato, di riflesso alla ripresa degli investimenti delle imprese e all'apprezzamento dell'euro. Al contempo, i prezzi all'importazione, dopo un calo significativo verso la fine del 2006, sono tornati ad aumentare nel 2007. Ciò va ricondotto principalmente ai forti rincari del petrolio, che sono stati in parte compensati dal rafforzamento della moneta unica. Nei dodici mesi fino a ottobre 2007 il disavanzo petrolifero è risultato pari a 161 miliardi di euro, a fronte di 170 miliardi un anno prima.

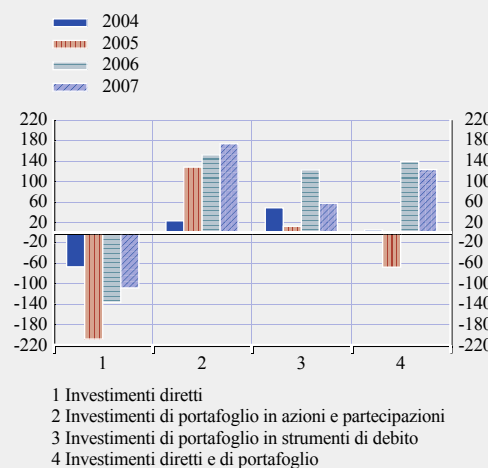
GLI AFFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO SONO DIMINUITI NEL 2007

Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 124 miliardi di euro nel 2007, contro afflussi netti per 140 miliardi un anno prima. Tale risultato va ricondotto in larga misura al calo di 44 miliardi dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, che è stato in parte controbilanciato da una diminuzione di 28 miliardi dei flussi netti in uscita per investimenti diretti (cfr. figura 36).

I minori afflussi netti per investimenti di portafoglio sono principalmente ascrivibili alla riduzione dei flussi netti in entrata per titoli di

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

(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

debito (60 miliardi di euro, contro 124 miliardi del 2006), che ha riflesso soprattutto gli acquisti notevolmente inferiori di obbligazioni e *notes* dell'area dell'euro da parte di investitori non residenti. Tuttavia, questo risultato cela due tendenze distinte nel corso del 2007: dopo avere registrato un forte aumento nella prima parte dell'anno, gli afflussi netti per strumenti di debito si sono successivamente indeboliti.

Per quanto concerne i titoli azionari, nel 2007 l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per 175 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 153 miliardi del 2006. Ciò costituisce in larga misura la risultante del notevole calo (da 156 a 50 miliardi di euro) degli acquisti netti di titoli azionari esteri da parte di residenti dell'area, che è stato solo parzialmente controbilanciato dai minori acquisti di azioni dell'area da parte di investitori esteri.

Nell'insieme, i dati recenti sembrano indicare che il conto finanziario dell'area dell'euro abbia risentito della turbolenza sui mercati creditizi iniziata nell'agosto 2007. Nonostante una lieve ripresa in ottobre, gli investimenti esteri in strumenti di debito e in titoli azionari da parte di soggetti residenti e non residenti nell'area si sarebbero ridotti a seguito della turbolenza,

riflettendo forse l'adozione di strategie improntate a maggior cautela.

Per quanto concerne gli investimenti diretti, i minori deflussi netti osservati nel 2007 hanno rispecchiato principalmente l'aumento dei flussi in entrata nell'area dell'euro. Allo stesso tempo, gli investimenti diretti esteri delle società dell'area sono rimasti relativamente robusti. Ciò ha riflesso l'elevata redditività delle multinazionali dell'area, che è andata migliorando costantemente negli ultimi anni. Inoltre, le imprese dell'area potrebbero avere approfittato del rafforzamento dell'euro per acquistare attività all'estero.

In base ai flussi cumulati su quattro trimestri, fino al terzo trimestre del 2007 i principali destinatari degli investimenti diretti dell'area dell'euro sono stati gli Stati Uniti, il Regno Unito, i centri finanziari *offshore*, la Svizzera e gli Stati membri che hanno aderito all'Unione dal 2004. Nello stesso periodo gli Stati Uniti e il Regno Unito sono risultati i più importanti investitori diretti nell'area.

LA POSIZIONE PATRIMONIALE VERSO L'ESTERO È ULTERIORMENTE PEGGIORATA NEL 2007

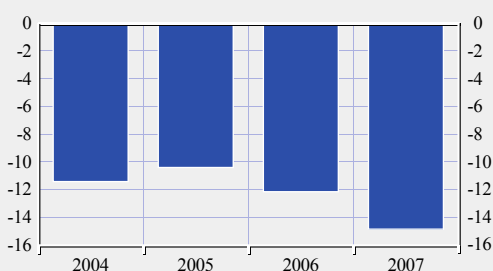
Secondo le statistiche disponibili fino al terzo trimestre del 2007, la posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo ha registrato passività nette per 1.299 miliardi (14,8 per cento del PIL dell'area),

contro passività nette per 1.024 miliardi (12,1 per cento del PIL) alla fine del 2006 (cfr. figura 37). L'aumento va ricondotto principalmente alla crescita delle passività nette nel conto degli investimenti di portafoglio e in quello degli "Altri investimenti", che è stata rispettivamente pari a 340 e 72 miliardi di euro ed è stata compensata solo in parte dalle maggiori attività nette nel conto degli investimenti diretti e in quello dei derivati finanziari (salite rispettivamente di 80 e 43 miliardi). Le riserve ufficiali sono rimaste sostanzialmente invariate.

Nell'insieme, l'aumento della posizione debitoria netta dell'area è in gran parte ascrivibile agli effetti di rivalutazione scaturiti dalle variazioni dei prezzi delle attività e del tasso di cambio dell'euro. Un apprezzamento della moneta unica abbassa di norma il valore in euro delle attività in misura superiore rispetto a quello delle passività e determina un aumento della posizione debitoria netta.

Figura 37 Posizione patrimoniale netta verso l'estero

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: dati di fine anno ad eccezione del 2007 (terzo trimestre).

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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2007 la crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro si è mantenuta robusta (cfr. tavola 6)⁹. Sebbene questa vivace dinamica abbia ampiamente interessato le diverse economie, i tassi di incremento sui dodici mesi sono stati alquanto differenziati. Gli Stati baltici e la Slovacchia hanno registrato la crescita media annuale del PIL in termini reali più elevata, con tassi intorno all'8 per cento. Anche nella Repubblica Ceca, in Polonia e in Romania i tassi di incremento sono risultati molto sostenuti, compresi fra il 6,0 e il 6,5 per cento, mentre l'espansione più modesta si è avuta in Danimarca e Ungheria, con tassi dell'1,8 e dell'1,3 per cento rispettivamente. A Cipro, a Malta, in Svezia e nel Regno Unito, la crescita è rimasta robusta, collocandosi fra il 2,8 e il 4,4 per cento.

In gran parte degli Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro l'attività economica è stata sospinta dalla domanda interna. I consumi privati sono stati stimolati dall'incremento del reddito reale disponibile, associato a una maggiore crescita dei salari e

all'aumento dell'occupazione. La crescita degli investimenti lordi in capitale fisso ha beneficiato tra l'altro di un prolungato periodo di favorevoli condizioni di finanziamento e, in diversi paesi, di un maggiore afflusso di fondi strutturali europei. Nella maggioranza dei paesi anche la rapida crescita del credito e l'orientamento espansivo della politica di bilancio hanno contribuito al forte incremento della domanda interna.

Nonostante la decisa espansione della domanda estera, le esportazioni nette hanno contribuito negativamente alla crescita nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, poiché la vigorosa domanda di importazioni ha superato l'aumento delle esportazioni. Il contributo dato dalle esportazioni nette alla crescita del PIL reale è stato significativamente positivo solo per Ungheria, Malta, Slovacchia e Svezia. Nel 2007 la crescita

9 I paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro di cui si tratta in questa sezione sono costituiti dai 14 Stati membri dell'UE che, a fine dicembre 2007, non partecipavano all'area dell'euro (Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Romania, Slovacchia, Svezia e Regno Unito).

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2004	2005	2006	2007	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.
Bulgaria	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Repubblica Ceca	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Danimarca	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estonia	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Cipro	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Lettonia	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Lituania	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Ungheria	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polonia	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Romania	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slovacchia	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Svezia	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Regno Unito	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
UE11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
UE14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Area dell'euro	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati trimestrali sono destagionalizzati ad eccezione di quelli relativi a Bulgaria, Repubblica Ceca, Malta e Romania. I dati di Ungheria, Polonia, Svezia e Regno Unito sono corretti anche per le giornate lavorative.

1) L'aggregato UE11 comprende gli undici paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007 (esclusa la Slovenia).

2) L'aggregato UE14 comprende i dati relativi ai quattordici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2007.

delle esportazioni è rimasta complessivamente robusta, pur decelerando rispetto al 2006 nella maggior parte dei paesi. L'espansione delle esportazioni è stata sostenuta dal vigore della domanda dei principali partner commerciali e dai notevoli afflussi di investimenti diretti esteri negli ultimi anni, mentre la sensibile crescita delle importazioni è stata alimentata dalla robusta domanda interna e dal contenuto relativamente alto di importazioni nelle esportazioni.

Nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro, l'accresciuta attività economica è stata accompagnata da un ulteriore miglioramento della situazione del mercato del lavoro nel 2007. I tassi di disoccupazione hanno continuato a ridursi, soprattutto per effetto della sostenuta crescita dell'occupazione. In diversi paesi, specie Stati baltici, Danimarca e Regno Unito, le condizioni sul mercato del lavoro sono divenute ancora più tese. L'offerta di lavoro in numerosi paesi ha continuato a risentire dei flussi internazionali di lavoratori: deflussi particolarmente ampi di manodopera paiono aver interessato negli ultimi anni Bulgaria, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania; nel 2007 ciò è valso anche per l'Estonia. Questi deflussi hanno contribuito

alle strozzature e alla carenza di manodopera qualificata in diversi settori interni, intensificando di conseguenza le pressioni salariali. Per contro, Repubblica Ceca, Danimarca, Cipro, Ungheria, Malta, Slovacchia, Svezia e Regno Unito hanno registrato flussi migratori netti positivi.

I PREZZI

Nel 2007 l'inflazione misurata sulla base dello IAPC è aumentata significativamente in numerosi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 7). I livelli più elevati di inflazione sono stati osservati nei paesi a forte crescita, quali Stati baltici, Bulgaria, Ungheria e Romania (fra il 4,9 e il 10,1 per cento). Nella maggior parte degli altri paesi del gruppo, l'inflazione si è mantenuta prossima o moderatamente superiore alla media dell'area dell'euro (tra lo 0,7 e il 3,0 per cento). L'inflazione media è stata inferiore al 2 per cento in Danimarca, Cipro, Malta, Slovacchia e Svezia, segnando tuttavia un rialzo al volgere dell'anno, derivante principalmente all'aumento dei prezzi all'importazione dei prodotti alimentari ed energetici.

La tendenza ascendente dell'inflazione negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2004	2005	2006	2007	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.
Bulgaria	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Repubblica Ceca	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Danimarca	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estonia	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Cipro	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Lettonia	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Lituania	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Ungheria	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polonia	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Romania	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slovacchia	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Svezia	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Regno Unito	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
UE11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
UE14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Area dell'euro	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE11 comprende gli undici paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007 (esclusa la Slovenia).

2) L'aggregato UE14 comprende i quattordici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2007.

dell'euro nel 2007 va in parte ricondotta al significativo rincaro dei beni energetici e alimentari. Inoltre, la rapida crescita della domanda interna nella maggioranza dei paesi ha contribuito ad alimentare pressioni inflazionistiche di fondo.

I prezzi dell'energia sono aumentati in gran parte degli Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro. Anche i beni alimentari hanno evidenziato significativi rincari – i più marcati sono stati registrati da Stati baltici, Bulgaria e Ungheria – ascrivibili alle condizioni meteorologiche sfavorevoli, ai prezzi dei prodotti alimentari nei mercati internazionali e all'aumento della domanda mondiale. Inoltre, la robusta domanda interna ha accresciuto ulteriormente le spinte inflazionistiche, specie nei paesi in cui la forte crescita dei consumi privati è stata alimentata dalla sostenuta espansione del credito, a sua volta favorita da tassi di interesse reali negativi e da considerevoli afflussi di capitali. Pressioni inflazionistiche sono provenute anche dalla notevole crescita dei salari in numerosi paesi, risultante dalle condizioni ancora più tese sul mercato del lavoro. La dinamica dei salari nominali è stata particolarmente pronunciata nei paesi con i più elevati tassi di crescita del prodotto (Stati baltici, Bulgaria e Romania), dove ha superato l'aumento della produttività, innescando un rapido incremento (nella maggior parte dei casi con tassi a due cifre) del costo del lavoro per unità di prodotto. Gli andamenti dei prezzi all'importazione sono stati molto differenziati fra paesi, rispecchiando in parte gli andamenti dei tassi di cambio. Nei paesi che consentono significativi margini di flessibilità dei tassi di cambio, l'apprezzamento valutario ha esercitato un'azione di sostanziale freno sui prezzi delle importazioni e, in ultima analisi, sull'inflazione complessiva, dato il grado di apertura relativamente alto di questi paesi.

POLITICHE DI BILANCIO

Le politiche di bilancio degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno continuato a essere eterogenee nel 2007. Bulgaria, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia

e Svezia hanno registrato avanzi di bilancio, mentre gli altri paesi hanno riportato disavanzi (cfr. tavola 8). Fatta eccezione per Romania e Regno Unito, i saldi di bilancio del 2007 sono risultati in linea o migliori rispetto agli obiettivi annunciati negli aggiornamenti dei Programmi di convergenza presentati a fine 2006 e inizio 2007. Tuttavia, in molti casi ciò è dipeso dalle condizioni di partenza a fine 2006, migliori di quanto previsto nei Programmi, e da elevate entrate fiscali, a loro volta in parte riconducibili a una crescita del PIL superiore alle attese iniziali. I progressi sul fronte del risanamento strutturale dei conti pubblici sembrano essersi arrestati nella maggior parte dei paesi. Si stima che tra il 2006 e il 2007 solo Cipro, Ungheria, Polonia e Svezia abbiano conseguito una variazione positiva del saldo di bilancio corretto per il ciclo pari almeno allo 0,5 per cento del PIL (al netto delle *una tantum* e di altre misure temporanee). Per contro, in diversi paesi l'orientamento della politica di bilancio è divenuto persino più espansivo, malgrado la forte crescita del prodotto, comportandosi in modo prociclico.

Alla fine del 2007 risultavano sottoposte alla procedura per i disavanzi eccessivi Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia. Secondo gli aggiornamenti del 2007-2008 dei Programmi di convergenza, nel 2007 il rapporto tra disavanzo e PIL è diminuito in tutti questi paesi, tranne che nella Repubblica Ceca. Nel gennaio del 2008, tuttavia, il ministero delle finanze ceco ha annunciato una stima del disavanzo del 2007 di solo l'1,9 per cento del PIL, contro il 3,4 riportato nel Programma. Solo nel caso della Slovacchia il Programma di convergenza indica un ritorno nel 2007 del rapporto tra disavanzo e PIL su livelli inferiori al valore di riferimento del 3 per cento.

Per quanto riguarda le principali decisioni del Consiglio Ecofin in merito alla procedura per i disavanzi eccessivi, nel giugno e nell'ottobre del 2007 sono state revocate quelle riguardanti, rispettivamente, Malta e Regno Unito, che hanno riportato per l'esercizio fiscale 2006-2007 un rapporto tra disavanzo e PIL inferiore al valore di riferimento del 3 per cento e miglioramenti della posizione di bilancio strutturale. Per

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

(in percentuale del PIL)

Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche				Dati dei programmi di convergenza per il
	2004	2005	2006	2007
Bulgaria	2,3	2,0	3,2	3,1
Repubblica Ceca	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Danimarca	1,9	4,6	4,6	3,8
Estonia	1,8	1,9	3,6	2,6
Cipro	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Lettonia	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Lituania	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Ungheria	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polonia	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Romania	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slovacchia	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Svezia	0,8	2,4	2,5	3,0
Regno Unito	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
UE-11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
UE-14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Area dell'euro	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche				Dati dei programmi di convergenza per il
	2004	2005	2006	2007
Bulgaria	37,9	29,2	22,8	19,8
Repubblica Ceca	30,4	30,2	30,1	30,4
Danimarca	44,0	36,3	30,3	25,6
Estonia	5,1	4,4	4,0	2,7
Cipro	70,2	69,1	65,2	60,0
Lettonia	14,5	12,5	10,6	9,4
Lituania	19,4	18,6	18,2	17,6
Ungheria	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polonia	45,7	47,1	47,6	47,0
Romania	18,8	15,8	12,4	11,9
Slovacchia	41,4	34,2	30,4	30,6
Svezia	52,4	52,2	47,0	39,7
Regno Unito	40,4	42,1	43,2	43,9
UE11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
UE14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Area dell'euro	69,6	70,3	68,6	66,7

Fonti: per il 2004-2006, Commissione europea; per il 2007, programmi di convergenza aggiornati; elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono basati sulla definizione della procedura per i disavanzi eccessivi. Le posizioni di bilancio (dati della Commissione) escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS. Le cifre per il 2007 riportate nei programmi di stabilità sono stimate dai governi nazionali e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

1) L'aggregato UE11 comprende gli undici paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007 (esclusa la Slovenia).

2) L'aggregato UE14 comprende i quattordici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2007.

quanto concerne la Polonia, in novembre il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione nella quale dichiarava che le misure intraprese dalle autorità erano coerenti con le raccomandazioni da esso formulate in febbraio; la procedura per i disavanzi eccessivi tuttavia non è stata revocata, poiché si è ritenuto che la correzione fosse ancora vulnerabile ed esposta a gravi rischi.

Nel 2007 il rapporto tra debito pubblico e PIL è rimasto sensibilmente al di sotto del 60 per cento in gran parte degli Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro. Soltanto nel caso di Malta e Ungheria tale rapporto, benché in diminuzione nel 2007, si è mantenuto al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento. Nella maggior parte degli altri paesi del gruppo

il rapporto tra debito pubblico e PIL è diminuito o è rimasto sostanzialmente invariato.

redditi, spesso connessi al reinvestimento degli utili di società di proprietà estera.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale ha continuato a differenziarsi notevolmente nel 2007 fra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 9), in un quadro complessivo di deterioramento rispetto al 2006. Mentre la Danimarca e la Svezia hanno riportato un avanzo, tutti gli altri paesi hanno registrato disavanzi. Rispetto al 2006 questi disavanzi sono per lo più aumentati, tranne che per Ungheria, Malta e Slovacchia. In Bulgaria e Lettonia hanno superato il 20 per cento del PIL, mentre in Estonia, Lituania e Romania hanno inciso per oltre il 10 per cento sul PIL. Cipro, Ungheria, Slovacchia e Regno Unito hanno riportato disavanzi compresi fra il 4 e l'8 per cento del PIL. All'origine degli squilibri esterni vi sono stati, in gran parte dei paesi, i disavanzi dei beni; fanno eccezione Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia, dove il fattore principale è stato costituito dai disavanzi nel comparto dei

In molti dei paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, tali disavanzi sono, in una certa misura, una componente naturale del processo di convergenza, poiché rispecchiano opportunità di investimento favorevoli e un livellamento intertemporale dei consumi. Nondimeno, i disavanzi molto ampi di conto corrente e di conto capitale in alcuni degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono stati alimentati anche da fattori ciclici e da una domanda interna assai vivace; ciò segnala rischi per la sostenibilità delle posizioni sull'estero, in particolare se accompagnato da un deterioramento della competitività internazionale di prezzo e di costo e da un rallentamento della crescita delle esportazioni.

Rispetto all'anno precedente, nel 2007 i flussi netti di investimenti diretti sono notevolmente diminuiti in Danimarca, Svezia e Regno Unito. Sono rimasti alquanto stabili per l'aggregato

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

(in percentuale del PIL)

	Conto corrente e conto capitale: saldo				Investimenti diretti: flussi netti				Investimenti di portafoglio: flussi netti			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bulgaria	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Repubblica Ceca	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Danimarca	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estonia	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Cipro	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Lettonia	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Lituania	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Ungheria	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polonia	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Romania	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slovacchia	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Svezia	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Regno Unito	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
UE11 ¹⁾	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
UE14 ²⁾	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Area dell'euro	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Fonte: BCE.

1) L'aggregato UE11 comprende il contributo ponderato degli 11 paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007 (esclusa la Slovenia).

2) L'aggregato UE14 comprende il contributo ponderato dei quattordici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2007.

3) I dati per il 2007 sono calcolati come cumulata dei quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2007.

UE11, nonostante il marcato calo registrato da Ungheria, Slovacchia e Malta. Con riferimento a questi ultimi due paesi, tale calo può essere considerato come una normalizzazione degli afflussi, che avevano registrato livelli elevati nel 2006. Mentre i flussi netti di investimenti diretti hanno continuato a costituire un'importante fonte di finanziamento per diversi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, nel caso degli Stati baltici, Ungheria, Romania e Regno Unito il disavanzo della bilancia di base (pari alla somma del saldo relativo ai conti corrente e di capitale e dei flussi netti di investimenti diretti) ha superato il 4 per cento del PIL, mentre per la Lettonia si è collocato al di sopra del 15 per cento. Con riferimento ai flussi netti di investimenti di portafoglio, il saldo è rimasto negativo o sostanzialmente nullo in tutti gli Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro, ad eccezione di Danimarca e Ungheria. In questi due paesi gli afflussi netti di investimenti di portafoglio sono ascrivibili ai consistenti flussi netti nel comparto degli strumenti di debito, connessi nel caso dell'Ungheria con i differenziali di rendimento; i flussi netti nel comparto azionario sono invece risultati negativi. I flussi netti di "altri investimenti" sono stati ampiamente positivi in gran parte dei paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° maggio 2007, riflettendo principalmente i prestiti da banche capogruppo di proprietà estera alle proprie filiazioni nella regione.

TASSI DI CAMBIO

Nel 2007 gli andamenti dei tassi di cambio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno riflesso principalmente i regimi di cambio dei singoli paesi. Le valute di Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta e Slovacchia hanno partecipato agli AEC II, mantenendo una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento rispetto alla parità centrale con l'euro, ad eccezione della corona danese che partecipa con una banda più ristretta, pari al $\pm 2,25$ per cento. La partecipazione agli AEC II è, in alcuni casi, accompagnata da impegni unilaterali da parte dei paesi in questione consistenti nel mantenimento di

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

La corona danese, la corona estone, la sterlina cipriota, il litas lituano e la lira maltese sono rimasti stabili nei confronti dell'euro nel 2007 e sono stati scambiati a valori costantemente pari, o molto prossimi, ai rispettivi tassi centrali. Con l'allargamento dell'area dell'euro il 1° gennaio 2008, inoltre, sono stati fissati irrevocabilmente i tassi di cambio della sterlina cipriota e della lira maltese nei confronti dell'euro.

La corona slovacca, invece, ha registrato un livello relativamente elevato di volatilità (cfr. tavola 10). Sullo sfondo di andamenti macroeconomici e prospettive economiche in miglioramento, a metà del 2006 la valuta ha attraversato un periodo di prolungato apprezzamento, acquistando ulteriore slancio nel corso di febbraio e nella prima metà di marzo del 2007. Per contenere la volatilità del cambio e le eccessive pressioni dei mercati, agli inizi di marzo la Národná banka Slovenska è intervenuta per indebolire la valuta. Il 19 marzo, su richiesta delle autorità slovacche, di comune

Tavola 10 Andamenti negli AEC II

Valuta	Data di ingresso	Limite superiore	Parità centrale	Limite inferiore	Deviazione massima in perc.	
					verso l'alto	verso il basso
DKK	1° gennaio 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28 giugno 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2 maggio 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2 maggio 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28 giugno 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2 maggio 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28 novembre 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (dopo la rivalutazione)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Fonte: BCE.

Nota: una deviazione verso il basso (verso l'alto) corrisponde a un movimento verso il limite inferiore (superiore) di tasso e costituisce un rafforzamento (indebolimento) della valuta nei confronti dell'euro. La parità centrale della corona slovacca è stata rivalutata dell'8,5 per cento il 16 marzo 2007. Per le deviazioni massime dalla parità centrale, il periodo di riferimento va dal 2 gennaio 2007 al 29 febbraio 2007.

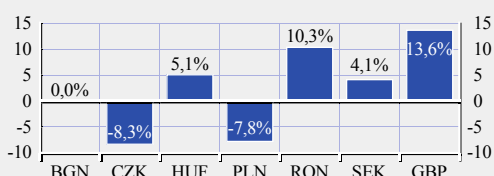
accordo e applicando una procedura comune, la parità centrale della corona slovacca è stata rivalutata dell'8,5 per cento rispetto all'euro. Considerata la moderazione delle prospettive di inflazione, a fine marzo e fine aprile la Národná banka Slovenska ha abbassato il suo tasso di riferimento di complessivi 50 punti base, al 4,25 per cento, contribuendo a stabilizzare la corona nei confronti dell'euro. A partire da aprile, la corona slovacca è rimasta relativamente stabile, oscillando intorno a valori tra il 5 e 1,8 per cento superiori alla nuova parità centrale. Anche il lat lettone ha evidenziato una volatilità maggiore degli anni precedenti, pur mantenendosi nella banda ristretta di ± 1 per cento fissata unilateralmente e continuando a oscillare intorno alla sua parità centrale. Dopo essere stato scambiato per quasi tutto il 2006 su valori superiori di circa l'1 per cento alla parità centrale degli AEC II, il lat si è spostato nella fascia inferiore della banda ristretta in due occasioni (a metà febbraio e a settembre del 2007). Il primo episodio ha fatto seguito a un abbassamento, il 19 febbraio 2007, del *rating* attribuito da Standard & Poor's alle prospettive del paese (da stabili a negative) e a timori di una potenziale svalutazione della parità centrale della moneta lettone negli AEC II. A metà marzo, per evitare un ulteriore indebolimento del lat, la Latvijas Banka è intervenuta sui mercati valutari e ha altresì innalzato il tasso di rifinanziamento, portandolo dal 5,0 al 5,5 per cento a fine marzo e quindi al 6,0 per cento quasi due mesi dopo. I tassi sui depositi interbancari a un mese

sono aumentati significativamente, oscillando tra i 100 e i 400 punti base sopra il tasso di rifinanziamento. Sebbene in aprile le tensioni nei mercati valutari si siano gradualmente attenuate grazie all'impegno del governo ad attuare un piano di contenimento dell'inflazione, il tasso di interesse a un mese è rimasto notevolmente superiore al tasso minimo di offerta della BCE. Il 12 maggio il lat si è riportato nella fascia superiore della banda di fluttuazione di ± 1 per cento e la banca centrale è intervenuta per evitare un ulteriore apprezzamento. In settembre la moneta lettone ha subito nuove pressioni, per via di un declassamento da parte di Moody's e dei timori di un ulteriore aumento del disavanzo corrente e dell'inflazione. In questa occasione la Latvijas Banka non è intervenuta, ma le condizioni del mercato monetario sono rimaste comunque tese.

Per quanto riguarda le valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che non partecipavano agli AEC II, gli andamenti sono stati molto diversi tra paesi (cfr. figura 38). La corona ceca e lo zloty polacco si sono apprezzati nei confronti dell'euro per quasi tutto il 2007, collocandosi il 29 febbraio 2008 su livelli superiori rispettivamente dell'8,3 e del 7,8 per cento ai valori registrati all'inizio del 2007. Dopo un periodo di relativa stabilità nei primi tre trimestri del 2007, la sterlina britannica si è notevolmente indebolita nei confronti dell'euro; l'andamento è dipeso da un incremento dell'incertezza economica attribuibile in parte

Figura 38 Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute degli Stati membri dell'UE non aderenti agli AEC II

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: un valore positivo (negativo) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Le variazioni si riferiscono al periodo compreso fra il 2 gennaio 2007 e il 29 febbraio 2008.

alle prospettive di crescita meno favorevoli, connesse in una certa misura al deterioramento del mercato degli immobili residenziali. Di conseguenza, il 29 febbraio 2008 la sterlina, si è collocata nei confronti dell'euro su un livello inferiore del 13,6 per cento rispetto a quello del 2 gennaio 2007. Per via di fattori interni e del generale vigore dell'euro, anche il leu rumeno e la corona svedese hanno registrato un periodo di debolezza rispetto alla moneta unica, calando del 10,3 e del 4,1 per cento rispettivamente. Nonostante moderate oscillazioni, il fiorino ungherese si è mantenuto sostanzialmente invariato nel 2007, evidenziando un lieve deprezzamento agli inizi del 2008. Il 25 febbraio 2008 la Magyar Nemzeti Bank, d'accordo con il governo ungherese, ha annunciato l'abbandono dell'ancoraggio flessibile del fiorino all'euro e l'introduzione di un regime di libera fluttuazione del tasso di cambio. Infine il tasso di cambio del lev bulgaro nei confronti dell'euro è rimasto stabile a 1,95583, di riflesso all'immutata politica del cambio nel quadro degli accordi di *currency board* basato sull'euro.

I MERCATI FINANZIARI

Fra gennaio 2007 e febbraio 2008, l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro¹⁰ è stata analoga a quella registrata nell'area dell'euro, con un incremento nella prima parte dell'anno, cui ha fatto seguito una flessione a partire da agosto, nel quadro di turbolenza dei mercati finanziari internazionali.

Nel febbraio 2008 i tassi di interesse a lungo termine negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro risultavano, in media, superiori di circa 25 punti base rispetto all'inizio del 2007, mentre nell'area dell'euro sono cresciuti di oltre 30 punti base. Gli incrementi maggiori sono stati registrati da Bulgaria (quasi 100 punti base), Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia (circa 80 punti base) e hanno rispecchiato ampiamente il deterioramento delle prospettive di inflazione. Pur mantenendosi su livelli in certa misura elevati, in Romania i tassi di interesse a lungo termine sono diminuiti di 50 punti base tra gennaio 2007 e febbraio 2008.

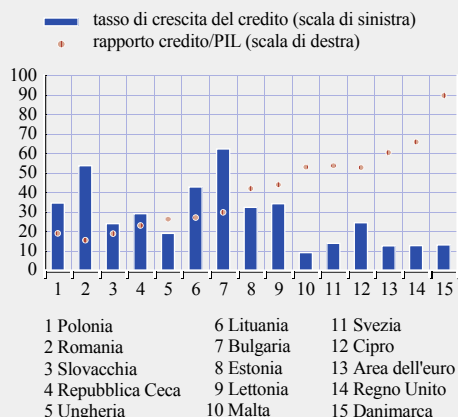
I differenziali di rendimento tra i titoli di Stato negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e quelli nell'area dell'euro hanno mostrato nel febbraio 2008 andamenti contrastanti rispetto all'inizio del 2007. In Romania e Ungheria i differenziali di rendimento a lungo termine sono rimasti relativamente ampi, collocandosi a circa 340 e 280 punti base, rispettivamente; in questi paesi l'evoluzione dei conti pubblici e gli squilibri esterni hanno contribuito a mantenere elevato tale livello. Nel caso della Romania, inoltre, l'andamento va ascritto alla crescita dell'inflazione negli ultimi anni.

Nel periodo compreso tra gennaio 2007 e febbraio 2008 i mercati azionari hanno registrato complessivamente una crescita positiva in gran parte degli Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro. I rialzi maggiori hanno interessato Bulgaria, Cipro e Romania, i cui mercati azionari hanno conseguito risultati nettamente superiori a quelli registrati nella media dell'area sulla base dell'indice Dow Jones Euro Stoxx. In Estonia e Lettonia, tuttavia, alla fine del febbraio 2008 i corsi azionari erano ridiscesi sui livelli medi osservati nel 2006, dopo aver raggiunto massimi storici nel corso del 2007. Nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, gli indici azionari hanno reagito alle

¹⁰ Per l'Estonia non è disponibile un tasso di interesse a lungo termine comparabile.

Figura 39 Credito al settore privato nel 2007

(valori percentuali)



Fonti: BRI, BCE, Eurostat, Banca centrale di Cipro e Bank of England.

Note: i dati si riferiscono al credito interno alle istituzioni diverse dalle IFM escluse le amministrazioni pubbliche. Per il tasso di crescita del credito nel 2007 relativo a ciascun paese è stato utilizzato l'ultimo mese disponibile. I dati per il Regno Unito si basano su una definizione nazionale.

con tassi compresi fra il 32 e il 62 per cento a fine 2007. Con riferimento a Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria e Slovacchia, i tassi di incremento sui dodici mesi si sono collocati tra il 19 e il 29 per cento nel 2007. La rapida espansione del credito in queste economie va valutata, tranne che per Cipro, nel contesto del processo di sviluppo finanziario. Di fatto, i rapporti tra credito al settore privato e PIL in tutti i paesi dell'UE11, eccetto Cipro e Malta, si collocano tuttora su valori nettamente inferiori alla media dell'area dell'euro. Nondimeno, la rapida espansione del credito comporta anche un rischio, poiché in alcuni paesi alimenta una sostenuta domanda interna, contribuendo quindi a squilibri eccessivi sull'estero e sull'interno. A ciò si aggiunge l'ampia e crescente quota di indebitamento in valuta estera, che risulta particolarmente preoccupante in diversi paesi. In Danimarca, Svezia e Regno Unito il tasso di espansione del credito al settore privato si collocava intorno al 13 per cento a fine 2007.

turbolenze dei mesi estivi sui mercati finanziari internazionali con una serie di cali, riconducibili ai disinvestimenti nel comparto azionario effettuati da alcuni operatori per migliorare la propria liquidità complessiva. Il clima di sfiducia nelle piazze finanziarie è in parte migliorato in settembre e ottobre del 2007. Successivamente, tuttavia, la minore propensione al rischio a livello internazionale ha determinato nuovi cali nei mercati azionari della maggior parte dei paesi dell'UE14, in linea con gli andamenti nei mercati azionari dell'area dell'euro e delle altre principali economie.

Nel 2007 l'espansione del credito al settore privato è rimasta elevata per l'insieme degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Verso la fine dell'anno, la crescita del credito sui dodici mesi è parsa stabilizzarsi in molti paesi, in parte di riflesso all'aumento dei tassi di interesse bancari, ma ha continuato ad accelerare in altri, quali Bulgaria, Repubblica Ceca, Lituania e Polonia. L'espansione del credito al settore privato più sostenuta è stata registrata nelle economie a rapida crescita di Stati baltici, Bulgaria, Polonia e Romania,

POLITICA MONETARIA

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

Nel 2007 l'assetto di politica monetaria e i regimi di cambio di tali paesi sono rimasti sostanzialmente invariati, anche se in alcuni di essi sono state apportate rettifiche in vista della futura integrazione monetaria. Tuttavia, nel febbraio 2008 l'Ungheria ha abbandonato l'ancoraggio del fiorino all'euro, passando a una strategia di *inflation-targeting* per la politica monetaria con libera fluttuazione del tasso di cambio.

Per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria assunte tra gennaio 2007 e febbraio 2008, la maggior parte delle banche centrali che partecipano agli AEC II ha adottato misure per rendere più restrittive le condizioni monetarie. Queste hanno spesso riflesso manovre della BCE che, in due riprese (a marzo e a giugno 2007),

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

	Strategia di politica monetaria	Valuta	Caratteristiche
Bulgaria	Obiettivo di cambio	Lev bulgaro	Obiettivo di cambio: ancoraggio all'euro a 1,95583 lev bulgari per euro nel quadro di un regime di <i>currency board</i> .
Repubblica Ceca	Obiettivo di inflazione	Corona ceca	Obiettivo di inflazione: 3 per cento con ± 1 punto percentuale (p.p.) fino al termine del 2009, in seguito 2 per cento con ± 1 p.p. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Danimarca	Obiettivo di cambio	Corona danese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,25$ per cento rispetto alla parità centrale di 7,46038 corone danesi per euro.
Estonia	Obiettivo di cambio	Corona estone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 15,6466 corone estoni per euro. L'Estonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Cipro	Obiettivo di cambio	Lira cipriota	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 0,585274 lire cipriote per euro.
Lettonia	Obiettivo di cambio	Lat lettone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 0,702804 lat lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento.
Lituania	Obiettivo di cambio	Litas lituano	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 3,45280 litas lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Ungheria	Obiettivo congiunto di inflazione e di cambio	Fiorino ungherese	Obiettivo di inflazione: obiettivo di medio termine 3 per cento con ± 1 punto percentuale. Libera fluttuazione libera del tasso di cambio dal febbraio 2008 quando è stato abolito l'ancoraggio all'euro.
Malta	Obiettivo di cambio	Lira maltese	Ha partecipato agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 0,429300 lire maltesi per euro. Malta ha mantenuto, come impegno unilaterale, il tasso di cambio nei confronti dell'euro invariato rispetto alla parità centrale.
Polonia	Obiettivo di inflazione	Zloty polacco	Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento con ± 1 p.p. (variazione sui dodici mesi dell'IPC). Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Romania	Obiettivo di inflazione	Leu rumeno	Obiettivo di inflazione: 4, 3,8 e 3,5 per cento con ± 1 p.p. per la fine del 2007, 2008 e 2009 rispettivamente. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Slovacchia	Obiettivo di inflazione nel rispetto delle condizioni degli AEC II	Corona slovacca	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 35,4424 corone slovacche per euro. L'obiettivo di inflazione per il periodo 2006-2008 è fissato a un livello inferiore al 2,5 per cento per la fine del 2006 e a un livello inferiore al 2,0 per cento per la fine del 2007 e del 2008.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: incremento dell'IPC pari al 2 per cento con un margine di tolleranza di ± 1 p.p. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Lira sterlina	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui dodici mesi dell'IPC ¹⁾ . In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il Monetary Policy Committee della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere. Libera fluttuazione del tasso di cambio.

Fonte: SEBC.

1) L'IPC è identico allo IAPC.

ha aumentato complessivamente di 50 punti base, al 4,0 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

La Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), la Eesti Pank e la Lietuvos bankas non dispongono di tassi di interesse ufficiali dati i loro accordi di *currency board* con i quali i tassi sono allineati automaticamente a quelli della BCE. Dato il contesto di forte inflazione, alcune BCN hanno adottato, tuttavia, misure aggiuntive. La Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) ha abolito, dal gennaio 2007, l'obbligo di versare riserve aggiuntive per le banche che superano specifici massimali di credito; allo stesso tempo, per contenere la robusta crescita del credito, ha deciso di aumentare, al 12 per cento, di 400 punti base la riserva obbligatoria. In Lettonia, a fronte della crescente volatilità del tasso di cambio nominale del lat, del perdurare di tassi di inflazione molto elevati e del surriscaldamento della domanda interna, nei primi cinque mesi del 2007 la Latvijas Banka ha aumentato complessivamente di 100 punti base il tasso di rifinanziamento, al 6,0 per cento, e di complessivi 150 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, al 7,5 per cento; è inoltre intervenuta nei mercati valutari in diverse occasioni. Malgrado l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento, i tassi di interesse reali a breve termine rimangono negativi in questi quattro paesi, nonostante il rapido ritmo di crescita del PIL in termini reali, le crescenti spinte inflazionistiche e il protrarsi di ampi squilibri esterni.

Allineandosi alle manovre della BCE, la Danmarks Nationalbank ha incrementato a due riprese il tasso di riferimento, portandolo al 4,25 per cento. Il 12 marzo e il 6 giugno 2007 la Banca centrale di Cipro ha aumentato di un quarto di punto percentuale alla volta il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi *overnight*, al 5,00 e al 3,00 per cento rispettivamente, nell'ambito di una manovra tesa a creare progressivamente uno scarto di un punto percentuale fra questi due

tassi e quello di rifinanziamento principale, rimasto al 4,5 per cento. Nel dicembre 2007 il tasso di rifinanziamento principale cipriota è stato diminuito di 50 punti base, ritornando così in linea con quello dell'area dell'euro, pari al 4 per cento. La Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ha aumentato il tasso centrale di intervento di 25 punti base per due volte (il 25 gennaio e il 29 maggio 2007), portandolo al 4,25 per cento. Le decisioni sono state motivate dall'ulteriore calo delle riserve ufficiali e dal sensibile restringimento del differenziale di interesse a breve termine rispetto all'euro a favore della lira maltese, risultante principalmente dall'aumento dei tassi di interesse nell'area dell'euro. Nel dicembre 2007 il tasso ufficiale di riferimento è stato ridotto di 25 punti base, tornando così in linea con quello dell'area dell'euro. Le ultime decisioni sui tassi di interesse adottate dalle banche centrali cipriota e maltese si inserivano nei preparativi finali per l'adesione all'area dell'euro il 1° gennaio 2008. A seguito del miglioramento delle prospettive di inflazione in Slovacchia, il 25 aprile 2007 la Národná banka Slovenska ha abbassato il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 50 punti base, al 4,25 per cento (ampliando contestualmente il corridoio intorno a questo tasso per i tassi *overnight*).

Le decisioni di politica monetaria adottate da quelle BCN che perseguono un obiettivo di inflazione e non partecipano agli AEC II sono state differenti a seconda dei paesi, rispecchiando principalmente la loro diversa posizione nel ciclo e le prospettive di inflazione. Nella Repubblica Ceca, a fronte di crescenti spinte inflazionistiche e di una revisione al rialzo delle previsioni di inflazione per il 2007 e il 2008, la Česká národní banka ha innalzato il tasso di rifinanziamento principale in quattro riprese nel 2007, per un totale di 100 punti base, portandolo al 3,5 per cento. Anche la Narodowy Bank Polski ha operato un aumento in quattro fasi del suo tasso ufficiale di riferimento, innalzandolo di 100 punti base complessivi, al 5 per cento. A gennaio e a febbraio del 2008, con incrementi complessivi di mezzo punto percentuale, il tasso si è poi collocato al 5,5 per cento.

L'inasprimento è stato necessario in quanto l'obiettivo di inflazione sarà probabilmente superato, a causa dell'espansione del PIL in termini reali superiore a quella potenziale, alla sostenuta crescita dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto e all'allentamento della politica di bilancio. A febbraio 2008 la Sveriges Riksbank ha portato al 4,25 per cento il tasso ufficiale di riferimento mediante cinque incrementi successivi, per un totale di 125 punti base, per ricondurre le previsioni di inflazione all'obiettivo del 2 per cento.

Nel 2007 la Bank of England ha innalzato in tre fasi il tasso di riferimento, per complessivi 75 punti base, al 5,75 per cento, tenendo conto principalmente del contesto di decisa crescita e di inflazione elevata. Il tasso è stato successivamente abbassato di 50 punti base, al 5,25 per cento, sulla base di segnali di indebolimento della dinamica economica.

In controtendenza rispetto alla maggior parte delle banche centrali degli altri paesi, la Magyar Nemzeti Bank ha ridotto il tasso di interesse di riferimento in due fasi, per complessivi 50 punti base, al 7,5 per cento, in quanto l'obiettivo di inflazione di medio termine sembrava raggiungibile. Nel 2007, anche la Banca Națională a României ha diminuito il suo tasso di riferimento, intervenendo a quattro riprese per un totale di 175 punti base e portandolo al 7,0 per cento a giugno, considerati il miglioramento delle prospettive di inflazione e un apprezzamento del tasso di cambio nominale maggiore del previsto. Tuttavia, nell'ottobre 2007 e nel gennaio e febbraio 2008, il tasso di riferimento è stato aumentato complessivamente di 200 punti base al 9,0 per cento in risposta a un deterioramento delle prospettive di inflazione dovuto a shock dal lato sia della domanda sia dell'offerta.



CAPITOLO 2

LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ COME BANCA CENTRALE

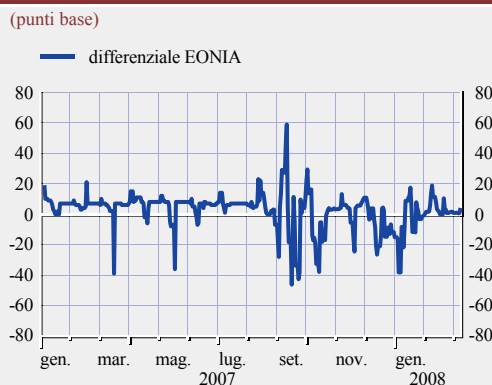
I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

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

In due occasioni nel 2007, in particolare l'8 marzo e il 6 giugno, il Consiglio direttivo ha aumentato il tasso minimo di offerta di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 4,00 per cento. Come in precedenti occasioni dalla modifica dell'assetto operativo nel marzo 2004, queste variazioni dei tassi di interesse non hanno influenzato in modo rilevante le condizioni di liquidità o il tasso *overnight* del mercato monetario prima di diventare di fatto effettive, dimostrando che l'assetto operativo modificato ha aiutato significativamente a tutelare i tassi di interesse a brevissimo termine del mercato monetario dall'impatto delle aspettative sui cambiamenti dell'orientamento di politica monetaria. Tuttavia, l'Eurosistema ha affrontato uno dei periodi più ardui per l'attuazione della politica monetaria dall'introduzione dell'euro dopo il 9 agosto 2007, quando la turbolenza dei mercati finanziari originata dal mercato statunitense dei mutui ad alto rischio (*subprime*) si è propagata al mercato monetario in euro. Poche ore dopo il prosciugamento della liquidità nel mercato monetario in euro la mattina del 9 agosto, l'Eurosistema ha reagito immettendo sul mercato 95 miliardi di euro di liquidità aggiuntiva al suo tasso di riferimento del 4,00

Figura 40 Differenziale Eonia



Fonte: BCE.

per cento in un'operazione di *fine tuning* con scadenza *overnight*. Si è trattato del più ampio volume mai aggiudicato sino a quel momento in un'operazione di regolazione puntuale. Successivamente, le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema hanno continuato a essere pesantemente influenzate dalla turbolenza sino alla fine del 2007. Il riquadro 9 descrive le specifiche misure operative che l'Eurosistema ha utilizzato per rispondere alle tensioni nel mercato monetario ed evidenzia il ruolo del sistema di garanzie per sostenere l'attuazione della politica monetaria in questo periodo di volatilità dei mercati finanziari.

Un indicatore particolarmente importante per la valutazione dell'efficacia della BCE nell'indirizzare i tassi di interesse a brevissimo termine è il differenziale fra il tasso *overnight* del mercato monetario, misurato dall'Eonia (*euro overnight index average*), un importante tasso di riferimento per il mercato monetario, e il tasso minimo di offerta delle ORP (cfr. figura 40). Nel 2007 tale differenziale si è collocato in media a 3 punti base, con un calo rispetto agli 8 punti base del 2006. Nel contempo la volatilità del differenziale dell'Eonia, misurata dalla deviazione standard, è aumentata a 12 punti base nel 2007, dai 5 punti base dell'anno precedente. Tali andamenti hanno riflesso soprattutto il contesto di mercato più volatile prevalente dal 9 agosto: anche se la BCE è di fatto riuscita a

indirizzare il tasso *overnight* medio abbastanza in prossimità del tasso minimo di offerta per tutto l'anno, ciò è stato accompagnato da un incremento della deviazione standard del differenziale dell'Eonia da 6 punti base prima del 9 agosto a 17 punti base successivamente. Nello stesso periodo il livello medio del differenziale è diminuito da 6 a -3 punti base.

FABBISOGNO DI LIQUIDITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

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

Nel 2007 il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro (cfr. figura 41)

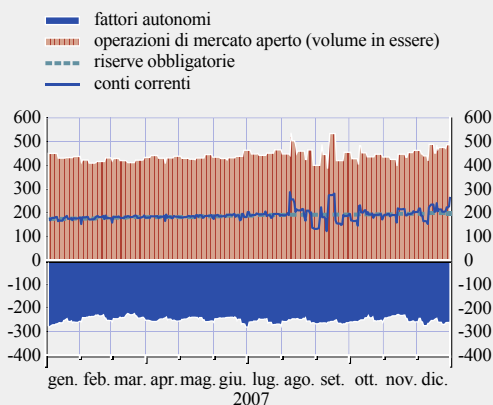
è stato pari a 441,5 miliardi di euro, con un rialzo del 5 per cento sul 2006. Il principale motivo dell'incremento è stata la continua crescita delle riserve obbligatorie medie, del 14 per cento a 187,4 miliardi di euro, che è stata compensata solo in parte da un calo dei fattori autonomi del 2 per cento a 252,2 miliardi di euro. Tra i fattori autonomi, le banconote in circolazione sono aumentate significativamente, sebbene il tasso di crescita sia diminuito dall'11 per cento del 2006 al 9 per cento. L'impatto di assorbimento della liquidità esercitato dalla crescita delle banconote è stato tuttavia più che controbilanciato da un incremento di altri fattori autonomi. L'eccedenza media delle riserve per i periodi di mantenimento terminati nel 2007, pur essendo aumentata di 0,2 miliardi a 0,9 miliardi di euro, è rimasta trascurabile in termini relativi collocandosi allo 0,5 per cento delle riserve obbligatorie.

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro sono tenuti a detenere riserve obbligatorie su conti correnti costituiti presso l'Eurosistema. Come sempre dal 1999, nel 2007 le riserve obbligatorie sono state pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva degli enti creditizi. È alla crescita dell'aggregato soggetto a riserva, determinato da alcune passività a breve termine nei bilanci degli enti creditizi, che va ascritto l'aumento del 14 per cento citato precedentemente nel totale delle riserve obbligatorie durante il 2007. Dato che per ogni periodo di mantenimento l'Eurosistema remunera le riserve a un tasso corrispondente alla media del tasso marginale delle ORP, il sistema di riserva obbligatoria non impone costi rilevanti sul settore bancario. Nel contempo, adempie due importanti funzioni nell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria: in primo luogo stabilizza i tassi a breve termine del mercato monetario, poiché le riserve obbligatorie devono essere rispettate solo in media sul periodo di mantenimento, consentendo agli enti creditizi di appianare temporanei e inattesi afflussi e deflussi di liquidità nei propri conti; in secondo luogo, amplia il fabbisogno di liquidità del sistema bancario, ossia la necessità complessiva delle banche di rifinanziamento da parte dell'Eurosistema.

Figura 41 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2007

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

L'Eurosistema utilizza ORP, ORLT e operazioni di *fine tuning* per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario. Tutte le operazioni di immissione di liquidità devono essere interamente garantite. Le ORP sono operazioni regolari con cadenza settimanale e scadenza normalmente a una settimana. Sono il principale strumento di gestione delle condizioni di liquidità nel mercato e di segnalazione dell'orientamento di politica monetaria. Nel 2007 le operazioni sono state condotte mediante aste a tasso variabile con un tasso minimo di offerta, che è il tasso di riferimento della BCE. Benché un ampio novero di controparti (1.693 alla fine del 2007) è ammesso a partecipare a queste operazioni, 338 vi hanno di fatto partecipato in media nel 2007, ossia il 10 per cento in meno rispetto al 2006 (377). Fino all'8 agosto la BCE ha assegnato in media 292 miliardi di euro nelle ORP. La BCE ha fornito 1 miliardo di euro di liquidità in più rispetto al volume di aggiudicazione di riferimento, corrispondente all'importo che consente alle controparti di rispettare i propri obblighi di riserva senza

difficoltà fino al regolamento della successiva ORP¹, in tutte le occasioni fuorché una (in cui sono stati assegnati 2 miliardi di euro in più rispetto al volume di aggiudicazione di riferimento). La BCE ha pertanto continuato una politica avviata nell'ottobre del 2005 di fornire liquidità leggermente al di sopra del volume di aggiudicazione di riferimento per contrastare evidenti pressioni al rialzo sul differenziale dell'Eonia. Dopo il 9 agosto l'importo medio aggiudicato è diminuito a 200 miliardi di euro, di riflesso all'immissione di liquidità aggiuntiva nelle ORLT supplementari (cfr. di seguito e il riquadro 9).

¹ Il volume di aggiudicazione di riferimento consente alle controparti, a livello aggregato, di mantenere i conti correnti in prossimità delle riserve obbligatorie, tenendo conto dei previsti fabbisogni di liquidità e squilibri di liquidità che sono già stati accumulati in quello stesso periodo di mantenimento. Per un'esatta definizione del volume di aggiudicazione di riferimento, cfr. il riquadro *La pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali* nel numero di aprile 2004 del Bollettino mensile.

Riquadro 9

LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DURANTE LA FASE DI VOLATILITÀ SUI MERCATI FINANZIARI

Anticipazione dell'offerta di liquidità nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria

Nelle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema, l'offerta di liquidità è di norma organizzata in modo tale da consentire alle istituzioni creditizie di mantenere sui conti correnti costituiti presso l'Eurosistema dei saldi prossimi al livello di riserva obbligatoria e quindi soddisfare proporzionalmente l'obbligo di riserva durante il periodo di mantenimento. Tale risultato viene ottenuto aggiudicando nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) un volume di liquidità prossimo a quello di riferimento. Scopo di questa politica di aggiudicazione è mantenere i tassi a brevissimo termine su livelli vicini al tasso ufficiale principale, vale a dire il tasso minimo di offerta nelle ORP dell'Eurosistema. Tuttavia, dopo che gli effetti della turbolenza finanziaria si sono trasmessi al mercato monetario *overnight* in euro la mattina del 9 agosto 2007, è parso che le istituzioni creditizie sviluppassero una preferenza per il soddisfacimento dell'obbligo di riserva relativamente presto nel periodo di mantenimento a fronte di indicazioni di un calo dell'attività nei segmenti a più lungo termine del mercato monetario.

Al fine di raggiungere il suo obiettivo per i tassi di interesse a brevissimo termine, la BCE ha “anticipato” l’offerta di liquidità, aumentandola all’inizio del periodo di mantenimento per poi ridurla alla fine dello stesso¹. Questa “anticipazione” dell’offerta di riserve nei giorni immediatamente successivi al 9 agosto è stata ottenuta immettendo liquidità aggiuntiva mediante quattro operazioni *overnight* di regolazione puntuale (*fine tuning*). Una quinta è stata realizzata agli inizi di settembre. Successivamente, l’offerta di liquidità aggiuntiva agli inizi del periodo di mantenimento è stata realizzata principalmente tramite le normali ORP. In tutti i casi la liquidità complessiva fornita nel corso del periodo di mantenimento è rimasta invariata, solo la tempistica dell’erogazione è stata modificata. Lo dimostra l’andamento dell’eccedenza giornaliera di riserve, vale a dire la differenza tra i saldi correnti delle istituzioni creditizie e la riserva obbligatoria nel corso di un periodo di mantenimento (cfr.

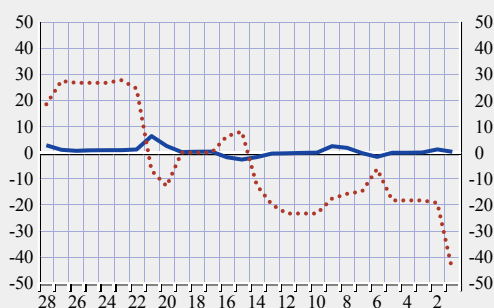
la figura). Se nei periodi precedenti l’agosto 2007 tale eccedenza è stata in media relativamente prossima allo zero, in ciascuno dei successivi ha superato abbondantemente tale livello nella parte iniziale ed è poi scesa notevolmente al di sotto dello stesso in quella finale.

L’8 ottobre e il 23 novembre la BCE ha annunciato² (mediante i servizi di informazione su rete telematica) l’intenzione di rafforzare questa politica di erogazione “anticipata” e di orientare la liquidità verso condizioni più equilibrate anche nel corso del periodo, ove questo fosse necessario per mantenere i tassi a breve su livelli prossimi al tasso minimo di offerta. In linea con questa comunicazione, la BCE ha costantemente aggiudicato volumi notevolmente superiori a quello di riferimento nelle ORP e, ogni volta che sono emerse sensibili pressioni al ribasso sul tasso *overnight*, ha condotto delle operazioni di *fine tuning* di assorbimento della liquidità. Oltre alle consuete operazioni di *fine tuning* dell’ultimo giorno del periodo di mantenimento, operazioni di *fine tuning* di assorbimento della liquidità sono state condotte il 12 ottobre, il 7 e il 17 dicembre e, come descritto sotto, attorno alla fine dell’anno. Il 14 gennaio 2008 la BCE ha confermato la propria intenzione di continuare a svolgere la propria politica di anticipazione nell’offerta di riserve fino a quando ritenuto necessario.

Eccedenza giornaliera di riserve nel periodo di mantenimento

asse orizzontale: numero di giorni fino al termine del periodo di mantenimento
 asse verticale: media dell’eccedenza giornaliera di riserve in miliardi di euro

— eccedenza giornaliera di riserve (periodi terminanti fra agosto 2005 e agosto 2007)
 eccedenza giornaliera di riserve (periodi terminanti fra settembre 2007 e gennaio 2008)



Fonte: BCE.

1 L'Eurosistema aveva già anticipato l'offerta di riserve fornendo volumi di liquidità lievemente superiori al livello di riferimento nelle ORP precedenti la fase di turbolenza. Tuttavia, come illustra la figura, durante la turbolenza il grado di anticipazione è stato molto maggiore.

2 Per un elenco completo delle dichiarazioni della BCE, cfr. il sito Internet www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html.

Operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine

Sembra che la volatilità sui mercati finanziari abbia accresciuto la preferenza delle banche per una riduzione del fabbisogno futuro di liquidità. Ciò ha innescato tensioni significative sul mercato monetario non solo nel segmento a breve ma anche in quello a più lungo termine, nel quale sono stati segnalati livelli di attività molto bassi. Per contribuire alla normalizzazione delle condizioni, l'Eurosistema ha aumentato la quota di rifinanziamento fornita attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi, riducendo nel contempo quella offerta per il tramite delle ORP a una settimana. L'ammontare delle operazioni in essere è quindi rimasto invariato, mentre la scadenza media è stata estesa e questo ha temporaneamente ridotto il fabbisogno futuro di liquidità del sistema bancario. Più nello specifico, il 23 agosto e il 12 settembre sono state effettuate due ORLT supplementari a tre mesi per importi rispettivamente pari a 40 e 75 miliardi di euro. Poiché le regolari ORLT mensili sono state condotte come di consueto, il rifinanziamento totale fornito attraverso questa tipologia di operazioni è salito da 150 miliardi di euro (tre aggiudicazioni da 50 miliardi) a 265 miliardi, mentre le ORP hanno registrato un calo di entità analoga (da circa 300 a meno di 200 miliardi di euro). Le ORLT supplementari sono state rinnovate alla scadenza in novembre e dicembre, con una correzione degli importi aggiudicati pari a 60 miliardi ciascuna. Il 7 febbraio 2008 è stato annunciato che le citate operazioni sarebbero state rinnovate in febbraio e marzo.

Provvedimenti particolari attorno alla fine dell'anno

Per motivi di bilancio, le banche sono generalmente più reticenti a cedere fondi sul mercato monetario nelle ultime settimane dell'anno. Si è ritenuto che nel 2007 questo ben noto fenomeno potesse risultare particolarmente accentuato. Pertanto, in un comunicato stampa del 30 novembre, la BCE ha annunciato provvedimenti speciali intesi ad alleviare le tensioni sul mercato monetario durante il suddetto periodo. In via eccezionale, la scadenza dell'ORP aggiudicata il 18 dicembre è stata estesa da una a due settimane per consentire alle banche di coprire il fabbisogno di liquidità a Natale e nelle giornate attorno alla fine dell'anno prima di questo periodo difficile. Il 17 dicembre la BCE ha inoltre comunicato attraverso i servizi di informazione su rete telematica che in questa ORP a due settimane si sarebbe discostata dalla procedura di aggiudicazione consueta, soddisfacendo tutte le offerte pari o superiori al tasso medio ponderato dell'ORP precedente (4,21 per cento). Tale decisione va ricondotta principalmente ad alcuni riscontri del fatto che il fabbisogno di liquidità avrebbe potuto sospingere i tassi di offerta verso livelli troppo elevati. La BCE ha conseguentemente aggiudicato 348,6 miliardi di euro, un livello superiore di 168,1 miliardi a quello di riferimento. Un'offerta così abbondante di liquidità ha determinato pressioni al ribasso sul tasso *overnight*. Per alleviarle, la BCE ha condotto una serie di operazioni di *fine tuning* di assorbimento della liquidità. L'ultima è stata realizzata il 3 gennaio, il giorno precedente quello di regolamento della prima ORP del 2008. Con le operazioni di *fine tuning* la BCE ha assorbito in media 143,8 miliardi di euro al giorno. Tuttavia, nell'ORP di fine anno ha anche fornito 20 miliardi di liquidità aggiuntiva a un tasso marginale d'asta del 4,20 per cento, soddisfacendo in questo modo le richieste aggiuntive delle controparti nel periodo. Come conseguenza dell'abbondantissima offerta di liquidità, nell'ultimo giorno lavorativo del 2007 l'Eonia era inferiore di 8 punti base al tasso minimo di offerta dopo essersi mantenuto superiore rispettivamente di 19 e 17 punti base nei due anni precedenti.

Operazioni collegate alla *Term Auction Facility* in dollari statunitensi

Poiché le banche dell'area dell'euro apparivano particolarmente preoccupate circa la disponibilità dei finanziamenti in dollari statunitensi, la BCE ha concluso con il Federal Reserve System

un accordo per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) nell'ambito delle operazioni di anticipazione a termine tramite asta (*Term Auction Facility*) in dollari statunitensi condotte dalla Federal Reserve. I fondi in dollari ottenuti per il tramite di questa linea di *swap* sono stati offerti dall'Eurosistema alle sue controparti (a fronte di garanzie stanziabili nelle proprie operazioni di finanziamento) mediante due operazioni che sono state regolate rispettivamente il 20 e il 27 dicembre. Operazioni analoghe sono state condotte dalla Banca Nazionale Svizzera. Le due operazioni dell'Eurosistema, con scadenza a un mese, hanno fornito alle controparti ammesse alle operazioni di rifinanziamento marginale un totale di 10 miliardi di dollari ciascuna. Condotte a un tasso fisso pari al tasso marginale delle concomitanti aste della Federal Reserve (rispettivamente 4,65 e 4,67 per cento), hanno richiamato offerte per 22 miliardi di dollari il 17 dicembre e 14 miliardi il 20 dicembre. Non hanno esercitato effetti diretti sulle condizioni di finanziamento in euro, avendo come scopo un miglioramento di quelle globali. Sono state rinnovate nel gennaio 2008, ma il volume inferiore delle offerte ha messo in evidenza un calo del fabbisogno di liquidità in dollari inducendo la BCE a non procedere a un ulteriore rinnovo in febbraio.

Il sistema di garanzie nel periodo di volatilità sui mercati finanziari

In considerazione dell'ampia gamma di prodotti finanziari, il sistema di garanzie dell'Eurosistema è risultato idoneo a sostenere l'attuazione della politica monetaria durante l'attuale fase di turbolenza sui mercati. Come mostrano le figure 42 e 43, la quantità di garanzie disponibili non ha rappresentato un problema per l'Eurosistema nemmeno quando i volumi di credito in essere hanno raggiunto livelli massimi durante la turbolenza. Su tale sfondo, il sistema di garanzie ha agevolato l'accesso di un ampio insieme di controparti alla moneta di banca centrale.

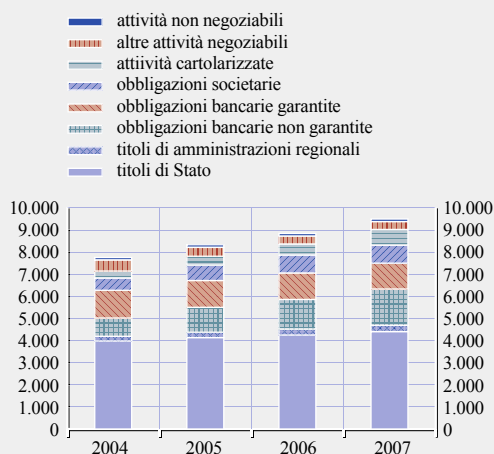
Le ORLT sono operazioni di immissione di liquidità condotte su base mensile con una scadenza a tre mesi. Esse sono condotte mediante aste a tasso variabile semplice (senza limiti sui tassi di offerta) annunciando preventivamente l'importo del finanziamento offerto, che all'inizio del 2007 è stato fissato a 50 miliardi di euro. Le ORLT sono aperte allo stesso gruppo di controparti ammesse alle ORP; di queste 145 hanno partecipato in media alle ORLT nel 2007, a fronte di 162 nel 2006. Dopo il 9 agosto 2007 due ORLT supplementari (con regolamento il 24 agosto e il 13 settembre) sono state condotte e successivamente rinnovate con una correzione dell'ammontare complessivo. Alla fine del 2007 l'ammontare delle ORLT poste in essere si è collocato a 268 miliardi di euro, pari a un rialzo di quasi l'80 per cento rispetto all'ammontare all'inizio di agosto.

La BCE conduce all'occorrenza operazioni di *fine tuning* di immissione o di assorbimento di liquidità per gestire le condizioni di liquidità

nel mercato e per indirizzare i tassi di interesse. L'Eurosistema ha selezionato per queste operazioni un numero limitato di controparti

Figura 42 Garanzie idonee per tipologia di attività

(miliardi di euro; medie sul periodo corrispondente)



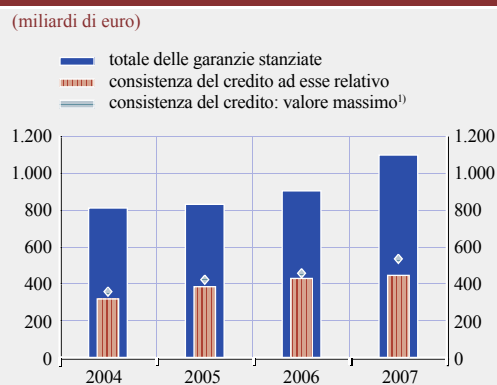
Fonte: BCE.

particolarmente attive nel mercato monetario (127 alla fine del 2007). Nel 2007 la BCE ha condotto 24 operazioni di *fine tuning*, 18 delle quali sono state lanciate dopo il 9 agosto a seguito della turbolenza dei mercati finanziari, a fronte delle 31 condotte nel periodo di otto anni compreso tra il 1999 e il 2006. Le sei operazioni condotte prima del 9 agosto sono state tutte finalizzate a ristabilire condizioni di liquidità equilibrate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, come è stata la prassi dal novembre 2004. Quattro sono state operazioni di assorbimento di liquidità e due operazioni di immissione di liquidità, riflettendo una probabilità leggermente maggiore di un eccesso di liquidità dopo un'aggiudicazione superiore al volume di riferimento nell'ultima ORP del periodo di mantenimento. In due occasioni l'importo previsto non è stato raggiunto in operazioni di assorbimento di liquidità a causa di un insufficiente volume di offerte. La prassi di condurre operazioni di *fine tuning* alla fine del periodo è stata mantenuta dopo il 9 agosto. Tuttavia, le successive operazioni di *fine tuning* (in totale 14) sono state per la maggior parte utilizzate per contrastare fluttuazioni delle condizioni di liquidità e del tasso *overnight* in connessione alla turbolenza dei mercati finanziari all'interno di un periodo di mantenimento (cfr. riquadro 9).

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le controparti possono utilizzare le due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti per ottenere liquidità *overnight* a fronte di idonee garanzie o per effettuare depositi *overnight* presso l'Eurosistema. Alla fine del 2007, 2.122 controparti avevano accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale e 2.798 a quelle di deposito. I tassi per queste operazioni, rispettivamente 100 punti base al di sopra e al di sotto del tasso minimo di offerta delle ORP, forniscono in linea di principio un limite massimo e minimo per il tasso *overnight* e pertanto svolgono una funzione importante per l'attuazione della politica monetaria. Nel 2007 il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato pari a 0,2

Figura 43 Garanzie stanziolate nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e consistenza del credito nelle operazioni di politica monetaria



Fonte: BCE.

1. Valore massimo annuo della consistenza del credito nelle operazioni di politica monetaria.

miliardi di euro, mentre quello relativo ai depositi si è collocato a 0,5 miliardi di euro, pari a un aumento rispettivamente di 0,1 e 0,3 miliardi di euro sull'anno precedente. Il maggiore ricorso medio alle operazioni di deposito è attribuibile agli andamenti successivi al 9 agosto.

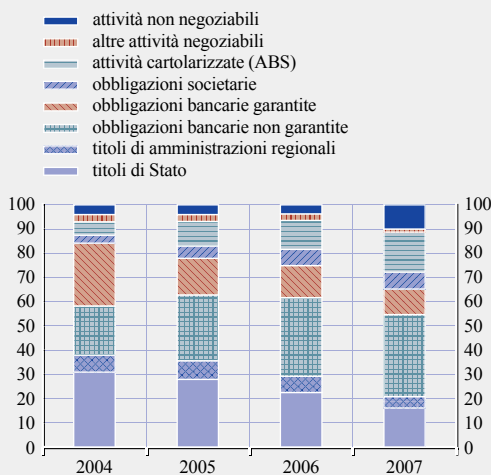
LE ATTIVITÀ AMMESSE NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

In linea con la prassi delle banche centrali a livello mondiale, tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema devono essere basate su adeguate garanzie. Il concetto di adeguatezza implica, in primo luogo, che l'Eurosistema sia tutelato contro il rischio di perdite nelle sue operazioni di credito e, in secondo luogo, che sufficienti garanzie siano rese disponibili per un ampio novero di controparti, affinché l'Eurosistema possa fornire l'importo di liquidità che ritiene necessario attraverso le sue operazioni di politica monetaria e quelle connesse ai sistemi di pagamento. Per facilitare tutto ciò, l'Eurosistema accetta in garanzia una vasta gamma di attività. Questa si è dimostrata una caratteristica stabilizzatrice nell'attuale turbolenza dei mercati finanziari, poiché ha assicurato che le controparti avessero sufficienti garanzie a propria disposizione per accedere alle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Nel 2007 l'ammontare medio di attività idonee è aumentato del 7,7 per cento rispetto

Figura 44 Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia

(valori percentuali; medie sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

al 2006, a un totale di 9.500 miliardi di euro (cfr. figura 42). Il debito delle amministrazioni pubbliche, pari a 4.700 miliardi di euro, ha rappresentato il 49 per cento del totale, mentre il resto delle garanzie negoziabili è stato rappresentato da obbligazioni non garantite emesse da enti creditizi (1.600 miliardi di euro ossia il 17 per cento), obbligazioni garantite di enti creditizi (1.200 miliardi di euro ossia il 12 per cento), obbligazioni societarie (800 miliardi di euro ossia il 9 per cento), titoli garantiti da attività (700 miliardi di euro ossia l'8 per cento) e altre obbligazioni come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali (400 miliardi di euro ossia il 4 per cento). In aggiunta, le attività non negoziabili, comprendenti in particolare i crediti (denominati anche prestiti bancari), sono state incluse nella lista unica di attività idonee a partire dal 1° gennaio 2007. Tuttavia, dato che l'idoneità di queste attività non è valutata prima della loro accettazione il volume potenziale di tali attività non è facilmente misurabile. Il loro utilizzo nel 2007 ha raggiunto 100 miliardi di euro, pari all'1 per cento del totale delle garanzie idonee nell'Eurosistema.

Le attività negoziabili e non negoziabili depositate dalle controparti a garanzia delle

operazioni di credito dell'Eurosistema sono aumentate significativamente da un valore medio di 906 miliardi di euro nel 2006 a 1.101 miliardi di euro nel 2007. Tale incremento è principalmente riconducibile al fatto che le controparti hanno depositato ampi importi aggiuntivi di garanzie presso l'Eurosistema dopo lo scoppio della turbolenza finanziaria in agosto (cfr. figura 43). Come indicato dal confronto tra garanzie e consistenze di crediti alle controparti dell'Eurosistema, la quota delle garanzie depositate non utilizzate per coprire crediti connessi a operazioni di politica monetaria ha continuato a essere elevata. Ciò suggerisce che la disponibilità delle garanzie non è stata una limitazione per le controparti dell'Eurosistema sulla scia della turbolenza.

Per quanto riguarda i tipi di attività depositati in garanzia presso l'Eurosistema, la quota media sui dodici mesi dei titoli delle amministrazioni centrali è scesa dal 23 al 15 per cento tra il 2006 e il 2007. Le obbligazioni bancarie non garantite hanno continuato a rappresentare la maggiore classe di attività depositata presso l'Eurosistema (33 per cento in media nel 2007). Nello stesso periodo la quota media dei titoli garantiti da attività è salita dal 12 al 16 per cento.

A seguito dell'introduzione a livello di intera area dell'euro il 1° gennaio 2007 delle attività non negoziabili come garanzie ammesse nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, le controparti hanno iniziato a fare ricorso a questa fonte aggiuntiva di garanzie. La media annuale di questa classe di attività ha rappresentato il 10 per cento dell'ammontare totale delle garanzie depositate, a fronte del 4 per cento del 2006 (cfr. figura 44). Il numero dei crediti per cui si è potuto valutare il merito di credito è rimasto limitato nel 2007 (cfr. la sezione sugli aspetti di gestione dei rischi). Pertanto, il potenziale di questa fonte aggiuntiva di garanzie non è stato ancora colto appieno.

Il 24 maggio 2007 il Consiglio direttivo ha adottato le seguenti due lievi modifiche del sistema di garanzie:

- il calendario della graduale eliminazione delle attività negoziabili di secondo livello ammesse a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema è stato modificato²;
- i criteri di residenza per le attività ammesse in garanzia per le operazioni di credito dell'Eurosistema sono stati ulteriormente definiti³.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Il rischio di insolvenza di una controparte in un'operazione di credito dell'Eurosistema è mitigato dall'obbligo per le controparti di fornire adeguate garanzie. Tuttavia, malgrado tale requisito, l'Eurosistema può ancora essere esposto a una serie di rischi finanziari in caso di insolvenza di una controparte. Questi includono il rischio di credito associato con la garanzia accettata, nonché i rischi di mercato e di liquidità connessi ad andamenti sfavorevoli del prezzo della garanzia durante il periodo di liquidazione successivo all'insolvenza della controparte. Per ridurre tali rischi a livelli accettabili, l'Eurosistema mantiene elevati criteri di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, valuta le garanzie su base giornaliera e applica appropriate misure di controllo dei rischi. I rischi finanziari delle operazioni di credito sono quantificati e segnalati agli organi decisionali della BCE.

Per assicurare che i suoi elevati criteri di qualità creditizia per le garanzie vengano rispettati, l'Eurosistema si avvale di un insieme di procedure, regole e tecniche che complessivamente costituiscono il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (*Eurosystem credit assessment framework, ECAF*). La soglia della qualità creditizia per le garanzie idonee nelle operazioni di credito dell'Eurosistema è definita nell'ambito dell'ECAF in termini di valutazione creditizia "singola A"⁴. L'ECAF prevede una serie di fonti di valutazione del credito alternative. L'introduzione a livello di intera area dell'euro delle attività non negoziabili come garanzie idonee nelle operazioni di

credito dell'Eurosistema a decorrere dal 1° gennaio 2007 è stata affiancata al primo, seppur ancora limitato, utilizzo dei sistemi di *rating* interni delle controparti dell'Eurosistema quale nuova fonte di valutazione del credito. A causa dell'uso limitato dei sistemi di valutazione interni, la maggior parte dei crediti che erano ammessi *ex novo* dal 1° gennaio 2007 e che sono stati presentati successivamente all'Eurosistema sono stati crediti nei confronti di enti pubblici per cui una valutazione implicita del credito è derivata dalla valutazione del credito del paese in cui il debitore o garante del credito ha sede.

Nel 2007 sono state introdotte alcune aggiunte nell'ambito dell'ECAF. In seguito a una decisione del Consiglio direttivo del 19 ottobre 2007, a decorrere dal 1° gennaio 2008 viene utilizzata l'agenzia di *rating* DBRS come ulteriore fonte tra le istituzioni esterne specializzate nella valutazione del credito nell'ambito dell'ECAF. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso nel 2007 che le obbligazioni bancarie garantite che soddisfano pienamente i criteri stabiliti nell'articolo 22, paragrafo 4, della direttiva in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Direttiva OICVM) ed emesse dopo il 1° gennaio 2008 saranno soggette agli stessi requisiti di valutazione delle altre attività negoziabili.

2 Le attività negoziabili che sono state emesse prima del 31 maggio 2007 e negoziate su mercati non regolamentati che rispondono attualmente ai requisiti di sicurezza e accessibilità dell'Eurosistema, ma non di trasparenza, rimarranno stanziabili fino al 31 dicembre 2009 e dopo tale data non lo saranno più.

3 A seguito del completamento del sistema di garanzie unico il 1° gennaio 2007, l'Eurosistema ha specificato che, ad eccezione delle istituzioni internazionali o sovranazionali, gli emittenti di attività negoziabili ammesse per le operazioni di credito dell'Eurosistema devono avere sede nel SEE o in uno dei quattro paesi del G10 non appartenenti al SEE (Canada, Giappone, Svizzera e Stati Uniti). Le attività emesse dopo il 1° gennaio 2007 da enti domiciliati al di fuori del SEE o dei paesi del G10 non appartenenti al SEE non sono stanziabili, indipendentemente dalla disponibilità di una garanzia di un ente con sede nel SEE. Tuttavia, le attività emesse prima del 1° gennaio 2007 rimarranno ammesse fino al 31 dicembre 2011 e solo dopo tale data non saranno più stanziabili.

4 La "singola A" è equivalente a un rating a lungo termine pari ad almeno "A-" da parte di Fitch o Standard & Poor's, "A3" da parte di Moody's o "AL" da parte di DBRS.

1.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI

Nel 2007 l'Eurosistema non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario per ragioni di politica monetaria. Le operazioni in cambi della BCE sono state esclusivamente connesse ad attività di investimento. Inoltre, la BCE non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che partecipano agli AEC II. L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI, volto a facilitare l'esecuzione di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP, è stato attivato in 18 occasioni nel 2007.

Nel contesto della volatilità dei mercati finanziari nel 2007, l'Eurosistema ha inoltre condotto due operazioni in connessione con le aste *Term Auction Facility* in dollari statunitensi del Federal Reserve System, fornendo in entrambe le occasioni un importo di 10 miliardi di dollari alle controparti dell'Eurosistema (per maggiori dettagli, cfr. riquadro 9).

1.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

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

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE è stato originariamente costituito tramite trasferimenti di riserve in valuta delle BCN dell'area dell'euro. Nel tempo, la composizione del portafoglio riflette le variazioni del valore di mercato degli investimenti, nonché le operazioni della BCE in valute e in oro. Lo scopo principale delle riserve ufficiali della BCE è di assicurare che, ogniqualvolta necessario, l'Eurosistema disponga di un sufficiente ammontare di risorse



liquide per effettuare operazioni sul mercato dei cambi in valute di paesi non appartenenti all'UE. Gli obiettivi per la gestione delle riserve valutarie della BCE sono, in ordine di importanza, la liquidità, la sicurezza e il rendimento.

Il portafoglio di riserve in valuta della BCE si compone di dollari statunitensi, yen giapponesi, oro e DSP. Le riserve in dollari statunitensi e yen giapponesi sono gestite attivamente dalla BCE e dalle BCN dell'area dell'euro per conto della BCE. Dal gennaio 2006 è stato applicato un “modello di specializzazione valutaria” per accrescere l'efficienza delle operazioni di investimento dell'Eurosistema. Esso prevede che a ogni BCN venga assegnata una quota del portafoglio in dollari statunitensi o di quello in yen giapponesi, fatta eccezione per due BCN che attualmente gestiscono entrambi⁵. Nel gennaio 2007 due BCN (Banka Slovenije e Banque centrale du Luxembourg) hanno messo in comune le proprie attività operative per la gestione della loro quota di riserve valutarie della BCE. Altri due accordi di *pooling* sono entrati in vigore nel gennaio 2008 con l'ingresso delle banche centrali di Cipro e Malta nell'Eurosistema (cfr. capitolo 3).

Nel 2007 la BCE ha effettuato vendite di oro per un totale di circa 79 tonnellate. Tali vendite erano in piena conformità con il *Central Bank*

⁵ Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La gestione di portafoglio presso la BCE* nel numero di aprile 2006 del Bollettino mensile.



Gold Agreement del 27 settembre 2004 di cui la BCE è firmataria. Gran parte dei proventi delle vendite di oro sono confluiti nel portafoglio in yen giapponesi e, in minor misura, in quello in dollari statunitensi.

Il valore delle riserve nette in valuta⁶ della BCE ai tassi di cambio e ai prezzi di mercato correnti è aumentato da 42,3 miliardi di euro alla fine del 2006 a 42,8 miliardi di euro alla fine del 2007, di cui 32,1 miliardi in valuta estera (yen giapponesi e dollari statunitensi) e 10,7 miliardi in oro e DSP. Ai tassi di cambio di fine 2007 le attività denominate in dollari e quelle in yen costituivano rispettivamente il 79,7 e il 20,3 per cento delle riserve in valuta. Nel 2007, pertanto, la variazione più sostanziale è stata registrata nel valore di mercato degli investimenti in oro e DSP, con un rialzo da 10,3 miliardi nel 2006 a 10,7 miliardi di euro, per effetto principalmente dell'apprezzamento dell'oro di circa il 18 per cento espresso in termini di euro. Il valore di mercato del portafoglio in valute è rimasto sostanzialmente invariato nel 2007, in quanto il deprezzamento del dollaro e dello yen nei confronti dell'euro è stato compensato dai rendimenti netti positivi (inclusi plusvalenze e interessi) generati dalla gestione del portafoglio e dai proventi delle vendite di oro della BCE.

Nel 2007 la lista di strumenti idonei all'investimento delle riserve in valuta della BCE è stata ampliata agli *swap* su tassi di interesse. Inoltre, il progetto pilota lanciato per aderire a un programma di prestito titoli automatico per le attività in dollari della BCE è già in una fase molto avanzata e dovrebbe divenire operativo nel corso del 2008.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota investita del capitale versato della BCE, nonché dalle consistenze della sua riserva generale e degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire alla BCE un reddito che contribuisca a coprire le spese operative. L'obiettivo della gestione è di massimizzare i rendimenti attesi,

con il vincolo di non incorrere in perdite ad un certo livello di confidenza. Il portafoglio è investito in attività denominate in euro.

Il valore del portafoglio ai prezzi correnti di mercato è aumentato da 7,5 miliardi di euro alla fine del 2006 a 9,3 miliardi di euro alla fine del 2007. Gran parte dell'aumento del valore di mercato è ascrivibile all'investimento nel portafoglio dei fondi propri dell'accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro costituito dalla BCE nel 2005. I proventi degli investimenti hanno altresì contribuito positivamente all'aumento del valore di mercato.

Nel corso dell'anno, le *notes* a tasso variabile sono state aggiunte fra le opzioni di investimento disponibili per la gestione di tale portafoglio. Inoltre, è stata ulteriormente ampliata la lista di emittenti idonei di *covered bond* e di obbligazioni *senior* non garantite.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

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

Nel 2007 la BCE ha ulteriormente affinato le proprie capacità di gestione dei rischi migliorando e aggiornando i propri sistemi informatici. Tali miglioramenti fanno in modo che molti compiti di monitoraggio, misurazione e segnalazione dei rischi possano essere automatizzati all'interno di un'infrastruttura solida e flessibile. Inoltre, è stato sviluppato un

⁶ Le riserve nette in valuta sono costituite dalle attività di riserva ufficiale, più i depositi in valuta estera presso residenti, meno i previsti deflussi netti di valuta connessi a operazioni pronti contro termine e a operazioni a termine. Per maggiori informazioni sulle fonti dei dati si veda il sito www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html.

sistema di attribuzione della *performance* basato su modelli che consente di assegnare il rendimento del portafoglio all'esposizione ai singoli fattori di rischio. Infine, a conferma del fatto che le tecniche di gestione del rischio di credito stanno acquisendo importanza crescente nella comunità delle banche centrali, la BCE ha presieduto una *task force* speciale del Comitato per le operazioni di mercato, che ha condotto un'analisi comparativa dei modelli per il rischio di credito di portafoglio utilizzati dalle banche centrali dell'Eurosistema. I risultati di tali analisi sono stati pubblicati nella collana degli *Occasional Paper* della BCE⁷.

Uno degli indicatori utilizzati per tenere sotto osservazione il rischio di mercato è il valore a rischio (VaR), che è definito come la perdita per un portafoglio di attività che non sarà superata alla fine di uno specifico periodo di tempo con una data probabilità. Il valore di tale indicatore dipende da una serie di parametri utilizzati per il calcolo, in particolare il livello di confidenza, la lunghezza dell'orizzonte temporale e il campione utilizzato per stimare la volatilità dei prezzi delle attività. A titolo di esempio, il calcolo di questo indicatore per il portafoglio di investimento della BCE, utilizzando come parametri un livello di confidenza del 95 per cento, un orizzonte temporale di un anno e un campione di un anno per la volatilità dei prezzi delle attività, darebbe come risultato un VaR di 3.500 milioni di euro. Il calcolo del medesimo indicatore con un campione di cinque anni, anziché uno, determinerebbe un VaR di 4.800 milioni di euro. Gran parte di questo rischio di mercato è dovuto al rischio di cambio e di prezzo dell'oro. L'esiguità del rischio di tasso di interesse riflette il fatto che la durata finanziaria modificata dei portafogli di investimento della BCE è rimasta relativamente bassa.

⁷ Per maggiori dettagli, cfr. *The use of portfolio credit risk models in central banks*, della Task Force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, *Occasional Paper* della BCE n. 64, luglio 2007.

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

L'Eurosistema ha il compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Lo strumento principale di cui si avvale per adempiere a tale compito – oltre alla funzione di sorveglianza (cfr. la sezione 4 del capitolo 4) – è l'offerta di servizi volti a garantire sistemi di pagamento e di compensazione efficienti e solidi. A questo fine, l'Eurosistema ha realizzato Target, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) per i pagamenti in euro di importo rilevante e/o urgenti. Il sistema Target, tecnicamente decentralizzato, è in via di progressiva sostituzione con il sistema Target2, che si basa su una singola piattaforma tecnica condivisa da tutti i partecipanti. Un primo gruppo di paesi è migrato a Target2 lo scorso 19 novembre.

Per quanto concerne la gestione delle garanzie, l'Eurosistema e il mercato offrono diversi canali atti ad agevolarne l'utilizzo su base transfrontaliera. L'Eurosistema inoltre sta definendo, insieme agli operatori di mercato, i requisiti utente per offrire servizi di regolamento delle transazioni in titoli in moneta di banca centrale attraverso una singola piattaforma tecnica europea con procedure e processi armonizzati (Target2-Securities), che garantirebbe l'assenza di differenze nel regolamento a livello nazionale e transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.

2.1 IL SISTEMA TARGET

Target svolge un ruolo importante per l'attuazione della politica monetaria unica e per il funzionamento del mercato monetario in euro. Grazie all'offerta di un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale e all'ampia copertura del mercato, Target è utilizzato anche per svariati altri tipi di pagamenti. Il sistema può essere usato per tutti i bonifici in euro fra banche partecipanti senza alcun limite massimo o minimo di valore. Tali bonifici possono essere eseguiti sia tra banche

situate in uno stesso Stato membro (pagamenti all'interno degli Stati membri) sia tra banche situate in Stati membri diversi (pagamenti fra Stati membri).

Nel 2007 Target ha operato regolarmente e il numero di pagamenti in euro regolati ha continuato a crescere, in linea con l'obiettivo dell'Eurosistema di promuovere il regolamento in moneta di banca centrale, in quanto unico mezzo di pagamento sicuro. Lo scorso anno Target ha trattato l'89 per cento del valore totale dei pagamenti effettuati dai sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. Anche l'avvio del sistema Target2 il 19 novembre è avvenuto senza alcuna criticità (cfr. la sezione 2.2 di questo capitolo).

Circa 9.300 banche, comprese filiali e controllate, ricorrono a Target per effettuare pagamenti per conto proprio o di clienti. Il numero complessivo di istituzioni, principalmente filiali di partecipanti, raggiungibili mediante Target utilizzando un codice di identificazione bancario (*Bank Identifier Code*) è pari a circa 52.000.

L'OPERATIVITÀ DI TARGET

Nel 2007 la media giornaliera dei pagamenti trattati da Target è aumentata del 12,3 per cento in termini di volume e del 15,6 per cento in termini di valore. La tavola 12 presenta una sintesi dei pagamenti regolati in Target nel 2007 e un raffronto con il traffico dell'anno precedente. Nel 2007 la disponibilità complessiva di Target, ovvero la misura in cui i partecipanti sono stati in grado di utilizzare il sistema durante le ore di apertura senza che si verificassero malfunzionamenti, ha raggiunto il 99,9 per cento. Il 97,9 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato trattato nell'arco di cinque minuti.

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

In considerazione del ruolo chiave che il sistema Target svolge nel mercato e dell'ampia quota di mercato detenuta è essenziale, ai fini dell'affidabile e regolare funzionamento del

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target ¹⁾

Volume (n. di transazioni)	2006	2007	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	83.179.996	93.375.701	
Media giornaliera	326.196	366.179	12,3
Pagamenti all'interno degli Stati membri ²⁾			
Totale	64.162.211	72.574.446	
Media giornaliera	251.617	284.606	13,1
Pagamenti fra stati membri			
Totale	19.017.785	20.801.255	
Media giornaliera	74.580	81.574	9,4

Valore delle transazioni (in miliardi di euro)	2006	2007	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	533.541	616.731	
Media giornaliera	2.092	2.419	15,6
Pagamenti all'interno degli Stati membri ²⁾			
Totale	348.764	395.412	
Media giornaliera	1.368	1.551	13,4
Pagamenti fra stati membri			
Totale	184.777	221.319	
Media giornaliera	725	868	19,7

Fonte: BCE.

1) Nel 2006 e nel 2007 i giorni di operatività sono stati 255.

2) Incluso il traffico di partecipanti in accesso remoto.

sistema, assicurare un'adeguata protezione contro un'ampia gamma di rischi. Riveste primaria importanza garantire che siano regolati in modo tempestivo, anche in circostanze anomale, i pagamenti di rilevanza sistemica, ossia quei pagamenti che potrebbero costituire una fonte di rischio sistemico se non trattati nei tempi dovuti, in particolare le operazioni di regolamento dei sistemi *Continuous Linked Settlement* (CLS) ed Euro 1 (cfr. la sezione 4.1 del capitolo 4), nonché i margini richiesti dalle controparti centrali. L'Eurosistema ha predisposto misure di emergenza per far sì che tali pagamenti siano eseguiti regolarmente anche in caso di malfunzionamenti di Target. Nel 2007 le banche centrali hanno effettuato una serie di ulteriori collaudi (spesso con il coinvolgimento delle banche commerciali) che hanno dimostrato

l'efficacia delle misure di emergenza. Essi hanno confermato che l'Eurosistema è in grado di assicurare che i sistemi di pagamento e i mercati finanziari possano continuare a funzionare ordinatamente in situazioni di crisi.

COLLEGAMENTO A TARGET DELLE BCN DEGLI STATI MEMBRI CHE HANNO ADERITO ALL'UE NEL 2004 E NEL 2007

Nell'ottobre 2002 il Consiglio direttivo ha deciso che, in seguito all'allargamento dell'UE del 2004, alle BCN dei nuovi Stati membri sarebbe stata attribuita la facoltà, ma non l'obbligo, di connettersi al sistema Target. La Narodowy Bank Polski e la Eesti Pank hanno collegato i propri sistemi RTGS (*real-time gross settlement*) attraverso quello della Banca d'Italia, rispettivamente, nel 2005 e nel 2006. Con riferimento all'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro nel gennaio 2007, la Banka Slovenije ha deciso, per motivi di efficienza, di non sviluppare un proprio sistema RTGS, bensì di utilizzare quello della Deutsche Bundesbank per connettersi a Target. Con l'attivazione di Target2 nel novembre 2007, Cipro, Lettonia, Lituania e Malta hanno iniziato a operare tramite la piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform*, SSP) di tale sistema.

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

Il SEBC intrattiene stretti rapporti con gli utenti di Target al fine di assicurare che alle loro esigenze sia prestata giusta considerazione e che esse trovino un'adeguata risposta. Come negli anni precedenti, anche nel 2007 si sono tenuti incontri periodici tra le BCN collegate a Target e i gruppi nazionali di utenti (*Target user groups*). Sono state inoltre organizzate riunioni congiunte del *Working Group* su Target2 del SEBC e del *TARGET Working Group* del settore bancario europeo per la discussione degli aspetti operativi relativi a Target nonché dell'attuazione e della migrazione a Target2. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in

euro, forum al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali. Nel 2007 l'Eurosistema, in qualità di gestore del più grande sistema RTGS del mondo in termini di valore delle transazioni trattate, è stato in stretto contatto con i gestori di sistemi analoghi di altre importanti aree valutarie. L'intensificarsi delle interrelazioni, ad esempio quelle derivanti dall'operatività del sistema CLS, ha fatto emergere l'esigenza di discutere congiuntamente gli aspetti operativi.

2.2 IL SISTEMA TARGET2

Il sistema Target2 è entrato in funzione il 19 novembre 2007 quando un primo gruppo di paesi (Germania, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Austria e Slovenia) ha trasferito le operazioni sulla SSP. Il secondo gruppo di paesi (Belgio, Irlanda, Spagna, Francia, Paesi Bassi, Portogallo e Finlandia) è migrato a Target2 il 18 febbraio 2008, mentre il terzo e ultimo gruppo (Danimarca, Estonia, Grecia, Italia, Polonia e BCE) lo farà il 19 maggio 2008.

L'operatività di Target2 è stata avviata con successo. La SSP (gestita per conto dell'Eurosistema dalla Banque de France, dalla Banca d'Italia e dalla Deutsche Bundesbank) ha conseguito un livello molto elevato di performance. Anche la comunicazione tecnica con le componenti restanti di Target ha funzionato regolarmente. Con il primo gruppo di paesi, è migrato a Target2 circa il 50 per cento in termini di volume e il 30 per cento in termini di valore dei pagamenti regolati complessivamente in Target. Entrambe le quote sono passate all'80 per cento circa con la migrazione del secondo gruppo di paesi. Con l'avvio di Target2, oltre ai bonifici, è ora possibile trattare gli addebiti diretti interbancari. Inoltre i sistemi ancillari sono in grado di effettuare regolamenti direttamente sulla SSP. In linea di principio, ciascun partecipante può effettuare il regolamento in contanti con qualsiasi sistema

ancillare utilizzando un unico conto presso una banca centrale in Target2.

In previsione dell'avvio di Target2, per tutto il 2007 si è lavorato al completamento del quadro operativo e legale. In particolare, sono state accuratamente predisposte e attuate le attività di collaudo e di migrazione con i futuri utenti del sistema. Fra febbraio e aprile è stata verificata la conformità della SSP di Target2 alle specifiche di sistema definite dall'Eurosistema in collaborazione con gli utenti, ovvero le specifiche funzionali generali (*general functional specifications*, GFS) e le specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti (*user detailed functional specifications*, UDFS). I collaudi con il coinvolgimento degli utenti di Target2 hanno preso il via il 2 maggio, come previsto, e i risultati sono stati resi noti attraverso rapporti periodici sull'andamento dei lavori. I collaudi hanno offerto altresì l'opportunità di valutare la pianificazione dei fine settimana di transizione (*changeover weekend*). Il 29 e 30 settembre, in particolare, si è tenuta una "prova generale" del primo *changeover weekend* con tutte le BCN. In un comunicato stampa del 9 novembre, in seguito alla positiva conclusione dei collaudi, l'Eurosistema ha preso atto dell'adeguato stato di preparazione delle comunità bancarie nazionali appartenenti alla prima finestra di migrazione e ha confermato che il nuovo sistema avrebbe iniziato a operare, come programmato, il 19 novembre.

Il 22 giugno 2007 il Consiglio direttivo ha pubblicato il quarto rapporto sullo stato di avanzamento di Target2 (*Fourth Progress Report on TARGET2*), il cui obiettivo era di aggiornare gli operatori di mercato sulle decisioni dell'Eurosistema in merito alle questioni ancora aperte relative al quadro tariffario e all'approvazione dell'indirizzo della BCE su Target2 (*TARGET2 Guideline*), nonché di precisare il contenuto di alcune decisioni precedenti. Il rapporto comprendeva altresì la versione definitiva delle GFS e riportava informazioni su questioni legali, sulle recenti variazioni della funzionalità prospettata della SSP e sulle attività di collaudo e migrazione.

Inoltre, il 29 ottobre il Consiglio direttivo ha pubblicato il quinto rapporto sullo stato di avanzamento di Target2 (*Fifth Progress Report on TARGET2*), con cui gli operatori di mercato sono stati aggiornati sulle decisioni dell'Eurosistema in merito alle restanti questioni operative. Il rapporto comprendeva anche la guida informativa per gli utenti di Target2 (*Information guide for TARGET2 users*) e la guida informativa sulle tariffe di Target2 (*Information guide to TARGET2 pricing*).

La prima guida fornisce alle banche e ai sistemi ancillari che utilizzano Target2 una serie di informazioni generali volte ad approfondire la conoscenza del funzionamento complessivo del sistema e a consentire ai partecipanti di utilizzarlo nel modo più efficiente possibile. Essa risponde alle domande più frequenti su Target2 e, soprattutto, mira a illustrare agli utenti le caratteristiche comuni e quelle specifiche di ciascun paese. Inoltre, la guida riporta informazioni sulle procedure operative in condizioni normali e, in maniera più specifica, in situazioni anomale.

La guida informativa sulle tariffe di Target2 fornisce agli utenti una rassegna esaustiva dei piani tariffari relativi a Target2 (servizi fondamentali, servizi per l'utilizzo accentrato delle disponibilità sui vari conti, ovvero *liquidity pooling*, e servizi per i sistemi ancillari) e specifica i criteri di fatturazione dei vari tipi di transazione, nonché i soggetti ai quali applicare la fatturazione.

Oltre ai rapporti sullo stato di avanzamento di Target2 e alla stretta collaborazione nelle attività di collaudo e di migrazione, gli utenti sono stati informati dei progressi compiuti attraverso sezioni dedicate sui siti Internet della BCE e delle BCN. Le informazioni disponibili sui siti Internet riguardavano i seguenti sviluppi:

- è stato creato e periodicamente aggiornato per tutto il 2007 un programma per gli utenti di Target2 come strumento per agevolare la loro pianificazione interna e l'allineamento con quella dell'Eurosistema;

- nel corso dell'anno si sono tenuti a livello nazionale seminari periodici con gli utenti. A livello europeo, inoltre, il 14 giugno si è svolta presso la BCE una sessione informativa per gli utenti di Target2;
- l'indirizzo della BCE su Target2 è stato adottato dal Consiglio direttivo il 26 aprile e pubblicato in tutte le lingue ufficiali dell'UE l'11 giugno. È rivolto a tutte le BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro ("BCN dell'Eurosistema") e si applica anche, sulla base di un accordo separato, alle BCN dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che sono o saranno connesse a Target2 ("BCN connesse"). L'allegato II dell'indirizzo contiene le condizioni armonizzate per la partecipazione a Target2, che devono essere recepite nella documentazione relativa a Target2 di tutte le BCN partecipanti e connesse. L'indirizzo è stato pubblicato l'8 settembre 2007 nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea ed è disponibile anche sul sito Internet della BCE in tutte le lingue dell'UE;
- i piani di migrazione nazionali e quelli dei sistemi ancillari sono stati periodicamente aggiornati nel corso dell'intero anno. Essi mostrano, per ciascuna banca centrale, quali moduli della SSP saranno utilizzati e come i sistemi ancillari effettueranno il regolamento dopo la migrazione a Target2;
- il 2 novembre è stata pubblicata la versione finale del manuale per gli utenti relativo al Modulo di informazione e controllo (*Information and Control Module*, ICM) della SSP, mentre il 9 ottobre sono state divulgate le versioni finali delle UDFS (volumi 1, 2 e 4 sui messaggi XML e sugli *scheme file* XML corrispondenti).

2.3 IL PROGETTO TARGET2-SECURITIES

L'obiettivo dell'iniziativa *Target2-Securities* (T2S) è di consentire in maniera armonizzata ed efficiente il regolamento in moneta di banca

centrale delle operazioni in titoli in euro, accentrando il regolamento sia in titoli sia in contanti in un'unica piattaforma. T2S renderebbe indifferente effettuare regolamenti nazionali e transfrontalieri all'interno dell'area dell'euro nei sistemi di deposito accentrato (SDA) partecipanti. Esso favorirebbe l'integrazione e l'armonizzazione dei servizi finanziari europei di *post-trading*. T2S agevolerebbe anche la concorrenza fornendo un accesso paritario, più economico e armonizzato ai servizi di regolamento all'interno del mercato finanziario europeo.

L'8 marzo 2007 il Consiglio direttivo ha valutato favorevolmente la fattibilità di T2S⁸ e ha deciso di avviare la fase seguente del progetto, relativa alla definizione dei requisiti utente, in maniera del tutto trasparente e in collaborazione con gli operatori di mercato, specie gli SDA e i relativi clienti. Il 26 aprile il Consiglio direttivo ha avviato la prima consultazione pubblica sui principi generali di T2S e sulle proposte di carattere generale, volte a definire la natura e la portata del progetto, e ha approvato l'istituzione di una struttura per l'organizzazione e la *governance* per la fase di predisposizione dei requisiti utente. Il Gruppo consultivo (*Advisory Group*), cui è stato conferito il mandato di produrre tali requisiti, ha ripartito il lavoro fra sei diversi gruppi tecnici dedicati a specifici ambiti dell'attività di regolamento. Il Gruppo consultivo e i gruppi tecnici hanno avviato i lavori preparatori all'inizio dell'estate e hanno condotto in tutto sette "mini-consultazioni" rivolte ai gruppi di utenti nazionali e alle associazioni europee, al fine di attingere al patrimonio di conoscenze ed esperienza acquisito nei vari segmenti di mercato. I risultati e i rapporti sullo stato di avanzamento del progetto sono stati condivisi con gli operatori di mercato nel corso di tre sessioni informative tenutesi in giugno, agosto e novembre. Tutti i documenti relativi a T2S, fra cui quelli relativi alle mini-consultazioni, i notiziari, i rapporti sullo stato di avanzamento, gli ordini del giorno e le sintesi dei verbali di riunione, sono disponibili sul sito Internet della BCE. Nel complesso, la struttura di *governance* di T2S in

questa fase coinvolge oltre 188 persone di 77 organizzazioni⁹, per assicurare che tutti i requisiti utente e le funzionalità richiesti dagli operatori di mercato siano analizzati ed eventualmente integrati. Il Gruppo consultivo, che risponde direttamente al Consiglio direttivo, ha concluso in dicembre la prima versione preliminare dei requisiti utente.

L'8 marzo il Consiglio direttivo ha deciso altresì che il sistema T2S ricadrà nella piena proprietà dell'Eurosistema, da cui verrà sviluppato e gestito interamente sulla piattaforma di Target2 al fine di sfruttare appieno le sinergie tra i due progetti. Gli enti creditizi saranno in grado di accentrare tutti i titoli e la moneta di banca centrale su un'unica piattaforma, anziché distribuirli su diverse piattaforme nazionali indipendenti, beneficiando così delle sinergie fra Target2 e T2S e rendendo più efficiente la gestione delle garanzie. Il sistema T2S consentirà anche un riutilizzo più rapido dei titoli e della moneta di banca centrale, a vantaggio degli operatori di mercato. Quattro BCN dell'area dell'euro (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Banca d'Italia) sono pronte a sviluppare e gestire T2S.

Alcune autorità pubbliche, come il Parlamento europeo, il Consiglio Ecofin e la Commissione europea, sono state informate periodicamente durante l'intero corso dell'anno sui più recenti sviluppi relativi alla proposta T2S e hanno espresso il proprio sostegno a tale progetto.

Quanto alle questioni legali, nel corso del 2007 è stata intrapresa un'approfondita e ampia consultazione sulla normativa nazionale ed europea, nonché su altri accordi e prassi nazionali che potrebbero avere un impatto sulla fattibilità di T2S dal punto di vista legale. Tale consultazione comprendeva le procedure di regolamento, gli obblighi di archiviazione dei dati e quelli di segnalazione e revisione contabile.

⁸ Lo studio di fattibilità, che copre aspetti operativi, tecnici, legali ed economici, è stato pubblicato sul sito Internet della BCE.

⁹ Fra queste si annoverano tutti gli SDA che effettuano il regolamento in euro e 33 banche custodi.

Non sono stati individuati impedimenti di natura legale di rilievo all'iniziativa T2S.

Alla fine del 2007 è stata avviata un'ulteriore consultazione pubblica sui requisiti utente e sulla metodologia per l'analisi dell'impatto economico del progetto, chiedendo ai partecipanti del mercato di fornire commenti e suggerimenti entro il 2 aprile 2008. In seguito a questa consultazione pubblica, saranno completati i requisiti utente, insieme a una valutazione della struttura economica, giuridica e di *governance* di T2S. Il Consiglio direttivo deciderà quindi se avviare la fase successiva del progetto.

Con l'attuazione di T2S, l'area dell'euro beneficerebbe di un'infrastruttura sicura, efficiente e senza confini per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli in euro. I servizi offerti da tale infrastruttura sarebbero inoltre accessibili su richiesta dagli SDA, dalle banche centrali e da banche situati in altri paesi dell'UE e del SEE. Gli operatori dei mercati finanziari condividerebbero un insieme di procedure e processi armonizzati di regolamento indipendentemente dalla loro ubicazione e da quella della contrattazione.

2.4 LE PROCEDURE DI REGOLAMENTO PER LE GARANZIE

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

L'ammontare delle garanzie utilizzate su base transfrontaliera detenute dall'Eurosistema è cresciuto a 683 miliardi di euro nel

dicembre 2007, rispetto ai 514 miliardi dello stesso mese dell'anno precedente. Complessivamente, alla fine del 2007 le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 48,5 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema.

IL MODELLO DI BANCHE CENTRALI CORRISPONDENTI

Il CCBM rimane il principale canale impiegato per il trasferimento transfrontaliero di garanzie ai fini dell'esecuzione delle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero da parte dell'Eurosistema. Nel 2007 esso ha gestito il 39,6 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema. Le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 414 miliardi di euro a fine 2006 a 558 miliardi di euro a fine 2007.

L'assetto del CCBM è stato rivisto per consentire l'integrazione dei nuovi paesi dell'area dell'euro. In questo contesto, il 22 novembre 2007 è stato firmato il contratto CCBM con le banche centrali di Malta e Cipro.

Nonostante il successo e il notevole contributo apportato al processo di integrazione finanziaria, il CCBM presenta alcuni svantaggi, connessi principalmente al fatto che, concepito come sistema provvisorio, esso si basa sul principio di armonizzazione minima. Tali svantaggi, associati alla crescente rilevanza delle garanzie usate su base transfrontaliera, hanno indotto il Consiglio direttivo l'8 marzo 2007¹⁰ a rivedere le attuali procedure per la gestione delle garanzie dell'Eurosistema e a istituire un nuovo sistema (basato su quelli già esistenti, come il sistema della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e della Nederlandsche Bank), denominato *Collateral Central Bank Management* (CCBM2). La partecipazione delle BCN dell'area dell'euro è a carattere volontario.

¹⁰ Cfr. il sito Internet: <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>.

Benché il CCBM2 sia concepito in prima istanza per accrescere l'efficienza della gestione delle garanzie delle banche centrali dell'Eurosistema, per le operazioni sia nazionali sia transfrontaliere, esso offrirà anche alle controparti dell'Eurosistema, specie le banche che operano in più paesi, la possibilità di ottimizzare l'impiego delle garanzie e migliorare la gestione della liquidità. L'ambito di attività del CCBM2 sarà più ampio di quello del CCBM; saranno introdotti metodi efficienti per il conferimento e l'accettazione sia di titoli sia di prestiti bancari a livello nazionale e transfrontaliero, con un livello di servizio armonizzato basato sui protocolli di comunicazione SWIFT. Il CCBM2 sarà realizzato in conformità al principio dell'accesso decentrato al credito e sarà totalmente compatibile con Target2 e T2S. Il CCBM2 elaborerà le istruzioni in tempo reale con modalità interamente automatizzate che faranno sì che il conferimento delle garanzie consenta la contestuale erogazione del relativo credito in Target2. Esso potrà accettare garanzie attraverso tutti gli SRT abilitati e i collegamenti diretti fra questi. Al fine di soddisfare le esigenze delle controparti, l'Eurosistema sta sviluppando il CCBM2 in stretta collaborazione con gli operatori di mercato. Il 26 aprile 2007 è stata avviata una prima consultazione pubblica sui principi guida per lo sviluppo del progetto. I commenti ricevuti sono stati utilizzati come contributo alla definizione dei requisiti utente della nuova piattaforma. Al termine di un'ulteriore consultazione pubblica, in corso nella prima metà del 2008, tali requisiti verranno finalizzati.

59 collegamenti diretti e 5 indiretti (*relayed links*), ma solo un numero limitato è utilizzato attivamente. Inoltre, tali collegamenti coprono soltanto parte dell'area dell'euro. Essi sono considerati idonei per le operazioni di credito dell'Eurosistema se soddisfano gli standard utente (*user standards*) definiti da quest'ultimo (cfr. la sezione 4 del capitolo 4).

L'ammontare delle garanzie detenute tramite collegamenti è cresciuto dai 99 miliardi di euro del dicembre 2006 ai 125 miliardi dello stesso mese del 2007, pur corrispondendo solo all'8,9 per cento del totale delle garanzie, transfrontaliere e nazionali, detenute dall'Eurosistema nel 2007.

COLLEGAMENTI DIRETTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

Gli SRT nazionali possono essere collegati sulla base di rapporti contrattuali e operativi per consentire il trasferimento transfrontaliero di titoli idonei da un sistema all'altro. Una volta che i titoli sono stati trasferiti tramite tali collegamenti a un altro SRT, essi possono essere utilizzati secondo le procedure locali allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. Attualmente le controparti dispongono di

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

3.1 LA CIRCOLAZIONE E LA GESTIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Alla fine del 2007 il numero di banconote in euro in circolazione era di 12,1 miliardi, per un valore di 676,6 miliardi di euro, con un incremento del 6,7 per cento in volume e del 7,7 in valore rispetto ai livelli raggiunti alla fine del 2006 (11,3 miliardi di biglietti per un valore di 628,2 miliardi di euro).

Dal cambio del segno monetario nel 2002, il numero di banconote in circolazione ha continuato ad aumentare, sebbene con un tasso di crescita annuale in calo (cfr. figure 45 e 46). Alla fine del 2007 il valore medio delle banconote in circolazione era di 55,85 euro (rispetto a 55,36 euro dell'anno precedente).

In termini di valore, una quota tra il 10 e il 20 per cento delle banconote in euro in circolazione, ma potenzialmente più prossima al limite superiore dell'intervallo, dovrebbe essere detenuta da non residenti nell'area che continuano ad alimentare la domanda di biglietti in euro, principalmente come riserva di valore oppure come moneta parallela.

Per quanto riguarda i singoli tagli, le banconote da 50 e 100 euro hanno registrato l'incremento numerico più consistente, a tassi rispettivamente

dell'8,9 e dell'8,3 per cento, seguite dai biglietti da 500 euro, con un incremento del 7,9 per cento. La circolazione degli altri tagli è aumentata a tassi compresi tra il 2 e il 6 per cento (cfr. figura 47).

Nel 2007 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle BCN) è aumentato del 9,1 per cento, a 75,8 miliardi, mentre il loro valore si è incrementato del 7,6 per cento, a 19,2 miliardi di euro. La quota dei tagli minori, le monete da 1, 2 e 5 centesimi, rispetto al numero totale di monete in circolazione ha raggiunto il 58,0 per cento (dal 57,3 dell'anno precedente). L'esperienza suggerisce che il protrarsi di una domanda sostenuta di monete di valore contenuto è ascrivibile a livelli di perdita e di accumulazione relativamente elevati.

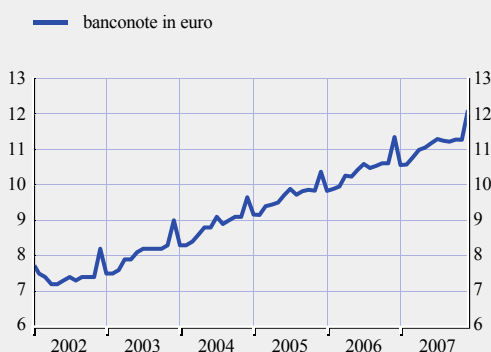
GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'Eurosistema

Nel 2007 è proseguita la lieve tendenza al rialzo degli esiti e degli introiti di banconote in euro osservata negli anni precedenti. Nell'anno è stato esitato e introitato dalle BCN dell'area un ammontare di biglietti pari rispettivamente a 33,4 e 32,7 miliardi. Il tasso di rientro dalla circolazione¹¹ delle banconote è sceso lievemente, da 3,03 nel 2006 a 2,93 lo scorso anno.

¹¹ Definito come il rapporto tra il numero totale di banconote introitate dalle BCN in un dato periodo di tempo e il numero medio di biglietti in circolazione in quel periodo.

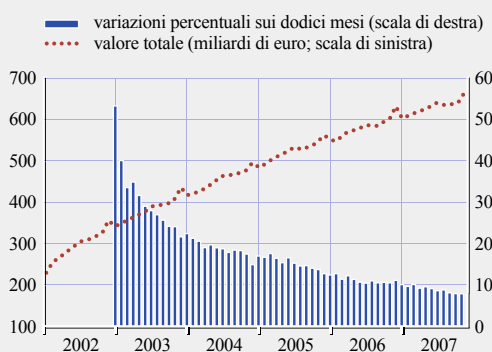
Figura 45 Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2007

(miliardi di pezzi)



Fonte: BCE.

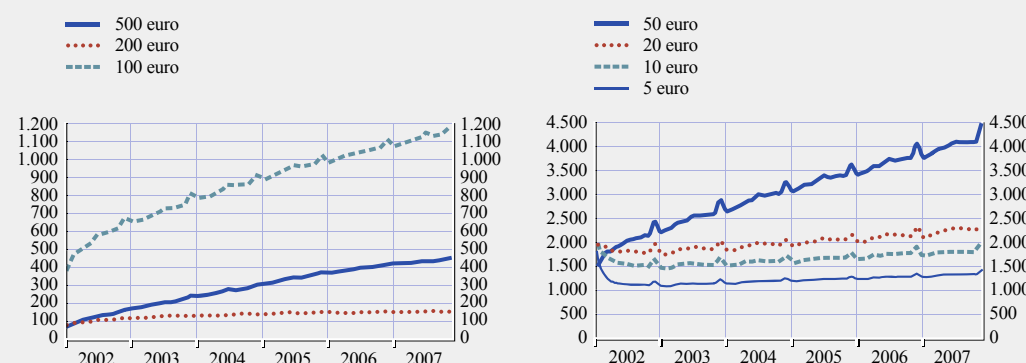
Figura 46 Valore totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2007



Fonte: BCE.

Figura 47 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2007

(milioni di pezzi)



Fonte: BCE.

Tutte le banconote introitate dalle BCN dell'area vengono da queste autenticate e controllate per verificarne l'idoneità all'uso mediante apparecchiature completamente automatizzate al fine di mantenere la qualità e l'integrità dei biglietti in circolazione. Nel 2007 le BCN hanno giudicato non più idonee alla circolazione e sostituito circa 5,5 miliardi di banconote, con un incremento del 5,1 per cento rispetto all'anno precedente e un tasso di non idoneità all'uso¹² del 17,0 per cento (16,9 nel 2006).

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Negli ultimi quattro anni il numero di banconote contraffatte ritirate dalla circolazione è rimasto stabile, nonostante nello stesso periodo siano aumentati i biglietti autentici in circolazione. La figura 48 mostra l'andamento dei ritiri dalla circolazione dei biglietti contraffatti; i valori sono stati rilevati a intervalli di sei mesi a partire dall'introduzione dell'euro. Nel 2007 i falsi ricevuti dai centri nazionali di analisi¹³ sono stati circa 566.000¹⁴. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, in media superiore a 11 miliardi nel 2007, la quota di falsi in effetti è stata molto contenuta. Il taglio maggiormente contraffatto è stato quello da 50 euro, che ha inciso quasi per metà sul numero

di falsi. La figura 49 fornisce i dati disaggregati relativi alla distribuzione delle banconote contraffatte in termini di volume.

Il pubblico può continuare a fare affidamento sulla sicurezza dell'euro, che rimane una valuta a elevata protezione sia per i sofisticati elementi di sicurezza sia per l'efficacia dell'azione delle forze dell'ordine europee e nazionali. Tuttavia, la BCE ritiene che tale affidabilità non debba mai indurre al compiacimento e consiglia ai cittadini di continuare a prestare attenzione e di ricordare il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare-guardare-muovere"¹⁵.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

Nel 2007 l'Eurosistema ha continuato la stretta collaborazione con l'Europol e la Commissione europea (in particolare con l'Ufficio europeo per la lotta antifrode, OLAF) per contrastare le contraffazioni dell'euro. L'Eurosistema si adopera, sia all'interno che all'esterno dell'UE, per la formazione di esperti nella gestione del contante ai fini del riconoscimento e del trattamento delle banconote contraffatte.

12 Definito come il rapporto tra il numero di banconote giudicate non più idonee all'uso in un dato periodo di tempo e il numero totale di biglietti selezionati in quel periodo.

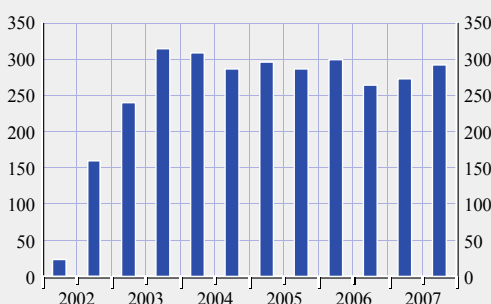
13 Centri stabiliti in ciascuno degli Stati membri dell'UE per l'analisi iniziale delle banconote in euro contraffatte svolta a livello nazionale.

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

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

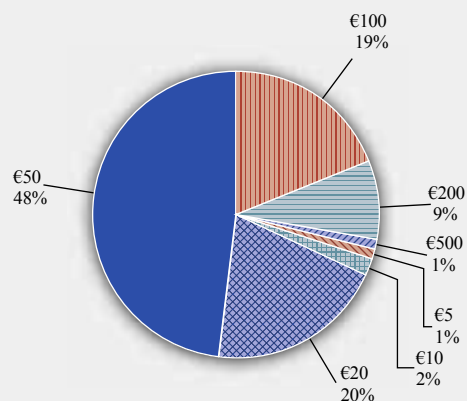
Figura 48 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2007

(migliaia)



Fonte: Eurosistema.

Figura 49 Distribuzione delle banconote in euro contraffatte per taglio



Fonte: BCE.

L'Eurosistema partecipa attivamente alle attività del *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (CBCDG), un gruppo di lavoro cui aderiscono 30 banche centrali e autorità responsabili della fabbricazione di carte valori che collaborano sotto l'egida del G10. La BCE ospita il centro internazionale per la lotta alla contraffazione (*International Counterfeit Deterrence Centre*, ICDC), che opera quale struttura tecnica a disposizione di tutti i membri del CBCDG. Il ruolo primario dell'ICDC consiste nel fornire supporto tecnico e gestire un sistema di comunicazione centralizzato al servizio di tutti i soggetti che operano nel campo dei sistemi di deterrenza alla contraffazione. L'ICDC inoltre amministra un sito Internet che fornisce informazioni e assistenza sulla riproduzione delle immagini delle banconote, oltre ai collegamenti ai siti Internet nazionali.

3.3 L'EMISSIONE E LA PRODUZIONE DI BANCONOTE

QUADRO DI RIFERIMENTO PER IL RICIRCOLO DELLE BANCONOTE

Il quadro di riferimento della BCE per l'identificazione dei falsi e la selezione dei biglietti non più idonei alla circolazione da parte delle banche e degli altri gestori professionali del contante (*Banknote Recycling Framework*,

BRF) è stato recepito in ambito nazionale da tutte le BCN dell'area (ad eccezione di una, per la quale la procedura è ancora in corso) e prevede un periodo di transizione affinché i soggetti menzionati adeguino le rispettive procedure per il trattamento del contante.

Le BCN hanno attuato il BRF con modalità diverse in considerazione delle differenze esistenti a livello nazionale (ad esempio per quanto riguarda il contesto economico e giuridico, la struttura bancaria e il ruolo delle BCN nel ciclo del contante). Mentre in alcuni paesi il BRF è stato attuato per mezzo di un atto giuridico (integrato da contratti obbligatori da stipulare con le rispettive BCN), in altri paesi le BCN hanno emanato istruzioni vincolanti (in alcuni casi solo per le istituzioni creditizie) o stipulato accordi contrattuali bilaterali (con i quali le banche si sono impegnate a osservare le regole del BRF e a inserirle nei contratti con i rispettivi fornitori di servizi). In un parere formulato nel dicembre 2007 il Consiglio direttivo ha accolto con favore la proposta della Commissione europea di emendare il Regolamento (CE) 1338/2001 del Consiglio sulla protezione dell'euro contro la contraffazione monetaria. In conformità con tale proposta, l'articolo 6 del Regolamento includerebbe l'obbligo esplicito per le istituzioni creditizie e per gli altri gestori professionali del contante di verificare le banconote e le monete

in euro che ricevono e intendono reimmettere in circolazione, oltre a contenere un riferimento alle procedure che la BCE dovrà adottare per controllare il ricircolo delle banconote.

La BCE, di concerto con le BCN, ha proseguito il proprio impegno teso ad assicurare che le disposizioni del BRF vengano interpretate in maniera uniforme in tutta l'area dell'euro, in particolare per quanto concerne le procedure comuni di test dell'Eurosistema relative alle macchine per il trattamento del contante.

Modificando le rispettive procedure operative in conformità con il BRF, le banche e gli altri gestori professionali del contante saranno in grado di rafforzare le proprie capacità di individuare le banconote in euro potenzialmente contraffatte. Ciò favorirà l'osservanza effettiva da parte di tali soggetti dell'obbligo giuridico di ritirare immediatamente dalla circolazione i biglietti potenzialmente falsi e di metterli a disposizione delle forze dell'ordine per ulteriori indagini. In tal modo, inoltre, le banche potranno erogare ai clienti banconote di buona qualità, agevolando la distinzione tra i biglietti autentici e quelli contraffatti.

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

Nel 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di creare in Asia un programma pilota per la custodia di banconote in euro al di fuori dell'area (*Extended Custodial Inventory*, ECI). Un ECI è un deposito di contante gestito da una banca privata (banca ECI) che detiene valuta sulla base di un accordo di custodia. Gli ECI dovrebbero agevolare la distribuzione internazionale dei biglietti in euro e fornire dati statistici sulla loro circolazione all'esterno dell'area e anche informazioni sui falsi. Nel 2007 due importanti banche commerciali, una a Hong Kong, l'altra a Singapore, che operano nel mercato all'ingrosso delle banconote hanno cominciato a gestire ciascuna un programma ECI per un periodo di un anno.

Durante il programma pilota le banche ECI hanno consentito di reimmettere in circolazione

solo le banconote idonee e di ritirare i falsi in conformità con i criteri specificati dal BRF. Il surplus di banconote e i biglietti non più idonei sono stati depositati presso la Deutsche Bundesbank, che ha operato come controparte logistica e amministrativa delle banche ECI. Le operazioni ECI e le segnalazioni statistiche delle banche ECI si sono svolte con regolarità.

In base a tale sperimentazione, il Consiglio direttivo deciderà nel 2008 se il programma ECI debba essere istituito su base permanente.

PROGRAMMA PER UNA MAGGIORE CONVERGENZA TRA I SERVIZI DI CASSA DELLE BCN

Nel febbraio 2007 il Consiglio direttivo ha approvato un programma per accrescere nel medio termine la convergenza dei servizi di cassa offerti dall'Eurosistema.

Una maggiore convergenza è importante perché consentirà ai soggetti coinvolti, in particolare a quanti svolgono operazioni di cassa *cross-border* di entità consistente, di cogliere appieno i vantaggi della moneta unica e assicurerà condizioni di equità concorrenziale. Tenuto conto dei diversi contesti economici e geografici nazionali, l'Eurosistema non prefigura un unico sistema di offerta del contante, adatto a tutte le circostanze. Il processo di convergenza richiederà una certa flessibilità per quanto riguarda i requisiti della clientela, l'infrastruttura per il contante e i periodi transitori per il recepimento.

Nel quadro del programma, dal luglio 2007 le BCN forniscono, su richiesta, servizi di cassa alle istituzioni creditizie che non rientrano nell'ambito delle rispettive giurisdizioni ("banche non residenti") e dalla fine del 2007 tutte le BCN dell'area accettano i depositi di monete in euro dalla clientela istituzionale.

L'Eurosistema sta ancora valutando l'opportunità di introdurre ulteriori misure, fra cui lo scambio elettronico di dati con le istituzioni creditizie per i depositi e i prelievi di contante, il deposito e il prelievo senza vincoli di orientamento delle banconote come servizio comune e gratuito e,

infine, standard comuni di confezionamento delle banconote per i servizi di cassa offerti dalle BCN a titolo gratuito.

Poiché tali questioni hanno un impatto sui soggetti coinvolti nel ciclo del contante e potrebbero avere implicazioni operative e sui costi, sono state condotte consultazioni sia a livello nazionale che europeo.

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2007 sono stati prodotti complessivamente 6,3 miliardi di banconote in euro, rispetto ai 7,0 miliardi nel 2006. La riduzione del volume di produzione è stata determinata principalmente da un incremento della circolazione leggermente minore nel 2006 rispetto all'anno precedente e dalla produzione nel 2006 di una quota del futuro fabbisogno di biglietti.

L'allocazione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato adottato nel 2002. Secondo tale accordo, ciascuna BCN nell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli (cfr. tavola 13).

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Nell'aprile 2005 il Consiglio direttivo ha approvato il progetto complessivo per lo sviluppo e l'avvio della seconda serie di banconote. Da allora, la BCE ha stabilito le specifiche funzionali e tecniche per le banconote utilizzando informazioni e commenti provenienti dai vari soggetti coinvolti, ad esempio

attraverso indagini qualitative tra esponenti del pubblico e studi scientifici sulla percezione visiva e sulla tattilità. Tali attività hanno consentito di stilare un elenco delle caratteristiche di sicurezza di facile utilizzo, potenzialmente idonee a essere incluse nella seconda serie di banconote. Durante la successiva fase di validazione industriale, tale elenco si è ristretto sulla base della performance delle caratteristiche di sicurezza in un ambiente di produzione su larga scala. Sono stati presi in considerazione anche altri aspetti, quali la resistenza delle caratteristiche di sicurezza alla contraffazione, i requisiti per il controllo di qualità, i costi, i diritti di proprietà intellettuale e la situazione della catena di approvvigionamento, nonché le problematiche legate alla salute, alla sicurezza e alla tutela ambientale.

La fase di validazione industriale, completata quasi interamente nell'agosto 2007, ha consentito di definire un pacchetto di caratteristiche di sicurezza che il Consiglio direttivo ha adottato in ottobre. Oltre alle tradizionali caratteristiche di sicurezza di dimostrata efficacia, nella seconda serie di banconote verranno integrate diverse nuove caratteristiche visive e verificabili meccanicamente al fine di contrastare efficacemente le moderne tecniche di contraffazione. Le caratteristiche di sicurezza selezionate sono già state inserite nel disegno artistico, basato sul tema "epoche e stili" della serie attuale. Il mantenimento di questo tema, pur ridisegnando gli elementi grafici, permetterà di riconoscere immediatamente i nuovi biglietti come banconote euro e, a coloro che le utilizzeranno, di distinguerli facilmente dalla serie precedente. Nel dicembre 2007 il Consiglio direttivo ha approvato i bozzetti della nuova serie di banconote, in vista della fase di originazione¹⁶. La nuova serie verrà introdotta in un orizzonte temporale della durata di diversi anni e il primo taglio dovrebbe essere emesso tra qualche anno. La BCE informerà il pubblico con ampio anticipo sulle modalità di introduzione delle nuove banconote.

Tavola 13 L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2007

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
€5	980,0	DE, ES, FR
€10	1.280,0	DE, GR, FR, NL, AT
€20	1.890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
€50	1.730,0	BE, DE, ES, IT
€100	230,0	IT, LU, NL
€200	-	-
€500	190,0	DE
Totale	6.300,0	

Fonte: BCE.

¹⁶ Per originazione si intende il processo di preparazione di immagini di alta qualità e la trasformazione dei disegni in strumenti di produzione, quali le lastre di stampa.

4 LE STATISTICHE

La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, elabora e pubblica un'ampia gamma di statistiche che sono di supporto alla politica monetaria dell'area dell'euro e ai vari compiti del SEBC. Esse sono anche utilizzate in misura crescente dai mercati finanziari e dal pubblico in generale. Come negli anni precedenti, anche nel 2007 la produzione di statistiche relative all'area dell'euro si è svolta in maniera regolare. In giugno è stata segnata un'importante tappa nella strategia di medio periodo della BCE in ambito statistico, con la prima pubblicazione congiunta BCE/Eurostat di una serie integrata di conti trimestrali finanziari e non finanziari per i settori istituzionali dell'area dell'euro. Inoltre, la BCE ha continuato a contribuire, in stretta collaborazione con le BCN, all'ulteriore armonizzazione dei concetti statistici in Europa e alla revisione degli standard statistici internazionali di base.

4.1 STATISTICHE NUOVE O PIÙ ESAUSTIVE

In giugno la BCE e l'Eurostat hanno pubblicato congiuntamente, per la prima volta, una serie di conti trimestrali finanziari e non finanziari integrati dell'area dell'euro suddivisi per settore a partire dal primo trimestre del 1999. Tali conti dell'area, che si possono considerare come dati di "contabilità nazionale" per l'area dell'euro, sono predisposti dall'Eurosistema insieme all'Eurostat e agli istituti nazionali di statistica. Essi consentono, fra l'altro, un'analisi approfondita dei collegamenti fra gli andamenti finanziari e reali nell'economia nonché delle interrelazioni fra i vari settori dell'economia (famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e settore pubblico) e fra questi settori e il resto del mondo.

I conti dell'area dell'euro forniscono altresì uno schema per analizzare con maggior accuratezza dati a più elevata frequenza. A questo riguardo, la pubblicazione in atto da novembre di una scomposizione settoriale dell'aggregato monetario ampio M3 ha ulteriormente rafforzato la portata dell'analisi monetaria.

Nell'aprile 2007 le statistiche sulle consistenze mensili già esistenti per l'iniziativa *Short-Term*

European Paper (STEP) sono state integrate da statistiche giornaliere sui rendimenti, con scomposizioni per scadenza originaria e settore emittente (cfr. la sezione 3 del capitolo 4).

In luglio la BCE ha dato il via alla pubblicazione elettronica delle curve dei rendimenti giornaliere che riflettono i tassi impliciti di mercato di remunerazione dei titoli di debito delle amministrazioni centrali dell'area dell'euro denominati in euro (basati sul tasso di interesse e il prezzo di mercato) per un'ampia gamma di scadenze, comprese fra i 3 mesi e i 30 anni. Le curve dei rendimenti dell'area dell'euro possono concorrere alla misurazione delle attese del mercato circa l'attività economica e finanziaria nell'orizzonte di medio e lungo periodo.

La BCE ha anche compilato e pubblicato, su base sperimentale, stime mensili dei prezzi amministrati basate sullo IAPC nell'area dell'euro, utilizzando le informazioni sui sottoindici dello IAPC pubblicate dall'Eurostat e le definizioni convenute all'interno del SEBC.

Ulteriori scomposizioni geografiche¹⁷ relative ai flussi trimestrali della bilancia dei pagamenti e ai dati annuali sulla posizione patrimoniale verso l'estero sono state rese disponibili attraverso comunicati stampa periodici e il sito Internet *Statistical Data Warehouse* (SDW) della BCE¹⁸.

L'assetto giuridico per la raccolta dei dati statistici monetari e finanziari è stato consolidato con un nuovo regolamento della BCE relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (diversi dai fondi comuni monetari), ai sensi del quale i fondi di investimento segnaleranno dati armonizzati dagli inizi del 2009. Il Consiglio direttivo ha adottato altresì una rifusione dell'indirizzo sulle

¹⁷ Per Brasile, Russia, India, Cina e Hong Kong.

¹⁸ La versione per il pubblico dell'SDW, resa accessibile in Internet alla fine del 2006, è stata accolta con favore dagli utenti delle statistiche dell'area dell'euro. Grazie a interfacce potenti e di facile impiego, il ricorso all'SDW si è ben presto diffuso come strumento di ricerca in Internet dei dati relativi all'area dell'euro. Circa 20.000 persone utilizzano ogni mese l'SDW per cercare e scaricare dati dell'area, comprese le scomposizioni per nazione.

statistiche monetarie, delle istituzioni finanziarie e di mercato, che ora contempla ulteriori disposizioni per le statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento e per quelle sui pagamenti. Inoltre, il Consiglio direttivo ha modificato l'indirizzo e la raccomandazione della BCE sulle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero e sullo schema delle riserve ufficiali.

Sono in corso lavori in svariati ambiti per migliorare ulteriormente le statistiche monetarie e finanziarie dell'area dell'euro negli anni a venire. In particolare, sono stati effettuati preparativi per un approccio integrato alla cartolarizzazione delle IFM e alle attività delle società veicolo finanziarie, creando le premesse per una disponibilità nettamente maggiore di dati sulle vendite e sulla cartolarizzazione dei prestiti.

Inoltre, l'Eurosistema sta vagliando la fattibilità di un miglioramento dei dati statistici sulle società di assicurazione e sui fondi pensione. È altresì oggetto di revisione il quadro normativo per le statistiche di bilancio delle IFM e per quelle dei tassi di interesse delle IFM, allo scopo di tener conto di nuove richieste degli utenti nonché dell'evoluzione dei mercati finanziari in maniera efficiente in termini di costo.

La BCE ha proseguito i lavori tesi allo sviluppo di un archivio centralizzato sui titoli (*Centralised Securities Database*, CSDB). Il CSDB, un progetto a livello di SEBC, è una banca dati unica contenente informazioni di riferimento su singoli titoli rilevanti ai fini statistici del SEBC. Il progetto sta svolgendo un ruolo cardine nel processo orientato verso una segnalazione statistica per singolo titolo, potenzialmente in grado di alleggerire in misura significativa l'onere di segnalazione statistica per gli interpellati e di migliorare nel contempo la qualità e la flessibilità delle statistiche dell'area dell'euro. L'archivio è già utilizzato da alcune BCN per la compilazione delle statistiche finanziarie nazionali.

4.2 ALTRI SVILUPPI IN AMBITO STATISTICO

Nel 2007 l'Eurosistema ha analizzato in dettaglio le possibili modalità per accrescere ulteriormente l'efficienza della produzione delle statistiche della BCE, anche allo scopo di mantenere l'onere statistico al livello minimo. In questo contesto, sono stati condotti ulteriori lavori sulla possibilità di riutilizzare dati microeconomici esistenti, provenienti soprattutto da centrali dei rischi e da centrali di raccolta dei dati di bilancio. Sono inoltre proseguiti i lavori per promuovere l'allineamento dei concetti e dei dati statistici e di vigilanza, che si sono incentrati inizialmente sugli obblighi di segnalazione statistica degli enti creditizi.

Vari documenti pubblicati nel 2007 hanno contribuito a una maggiore trasparenza sulla *governance* e sugli standard qualitativi attualmente applicati nel produrre e disseminare le statistiche della BCE e del SEBC. Il documento *The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics* fornisce un breve compendio della struttura di *governance* che guida la produzione di statistiche da parte della BCE e delle BCN. La *Dichiarazione pubblica di impegno in relazione alla funzione statistica del SEBC*, presente nella prima pagina della sezione sulle statistiche nel sito Internet della BCE, sancisce i principi statistici ed etici nonché gli standard qualitativi che la BCE e le BCN si impegnano a rispettare nell'assolvere i propri compiti statistici. Inoltre, il quadro di riferimento per la qualità delle statistiche della BCE (*Statistics Quality Framework*) tratta i principi qualitativi alla base della produzione delle statistiche della BCE. Nell'ambito di questo quadro di riferimento sono forniti periodicamente valutazioni qualitative e indicatori quantitativi, come quelli contemplati nel rapporto annuale sulla qualità delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro.

La disseminazione statistica è stata ulteriormente migliorata attraverso la pubblicazione di tavole aggiuntive sulle statistiche dell'area dell'euro

e su tutti i dati nazionali corrispondenti nei siti Internet sia della BCE sia delle BCN. Anche le statistiche sui pagamenti sono state migliorate e l'allegato al *Blue Book* è stato sostituito da serie storiche e tavole reperibili nel sito Internet della BCE (cfr. la sezione 2 del capitolo 2). Inoltre, sono stati resi disponibili nuovi dati sulla negoziazione titoli e sulle controparti centrali.

Come negli anni precedenti, è cresciuta l'eshaustività delle informazioni statistiche fornite nelle pubblicazioni della BCE. Fra gli esempi si annoverano l'ampia gamma di indicatori presentati nel rapporto annuale *Financial integration in Europe* e l'allegato alla pubblicazione *Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries* (cfr. la sezione 3 del capitolo 4). Sono stati ulteriormente migliorati i dati annuali sulle strutture bancarie e i dati trimestrali alla base della *Financial Stability Review*. È stata affinata l'indagine sul mercato monetario in euro, in termini sia della qualità sia della tempestività dei dati, e le serie di dati sottostanti sono state divulgate nell'SDW.

L'*Occasional Paper* della BCE intitolato *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, pubblicato in luglio, fornisce una panoramica dello schema metodologico e delle questioni pratiche concernenti la raccolta, l'elaborazione e la divulgazione di tali statistiche.

La BCE ha continuato a cooperare strettamente con l'Eurostat e le altre organizzazioni internazionali e ha svolto un ruolo importante nella revisione, attualmente in corso, degli standard statistici internazionali, con i lavori sul sistema dei conti nazionali (*System of National Accounts*, SNA93) e sul manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI, che dovrebbero concludersi entro il 2008. L'Eurostat, con il sostegno della BCE, ha avviato di recente i preparativi per la revisione del SEC 95, che attuerà a livello europeo gran parte dei cambiamenti apportati allo SNA. La BCE è stata

altresì attivamente coinvolta nella revisione della definizione di riferimento degli investimenti diretti esteri (*Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*) dell'OCSE. Infine, essa ha continuato a sostenere e ad applicare gli standard tecnici mondiali per lo scambio di dati ¹⁹.

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

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

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

Poiché la valutazione del processo di convergenza dipende in larga misura dalla qualità e dall'integrità delle statistiche sottostanti, la BCE tiene sotto stretta osservazione gli sviluppi nell'elaborazione e nella segnalazione di tali statistiche, in particolare di quelle sulle finanze pubbliche.

¹⁹ Un esempio è lo *Statistical Data and Metadata Exchange* (SDMX), iniziativa sostenuta da Banca mondiale, BCE, BRI, Eurostat, FMI, Nazioni Unite e OCSE, che serve a favorire standard mondiali per lo scambio di informazioni statistiche.

5 LA RICERCA ECONOMICA

Le principali funzioni della ricerca condotta presso la BCE e nell'insieme dell'Eurosistema consistono nel fornire risultati rilevanti per la formulazione di una consulenza sulla politica monetaria e su altri compiti dell'Eurosistema, nonché nel predisporre e realizzare per ciascuno di essi i modelli e strumenti di analisi; nel mantenere e utilizzare i modelli econometrici per le previsioni economiche e il raffronto degli effetti di politiche monetarie alternative; infine, nel comunicare con la comunità accademica, ad esempio attraverso la pubblicazione dei risultati di ricerca su riviste specializzate esterne e l'organizzazione di conferenze su temi inerenti alla ricerca economica.

5.1 LE PRIORITÀ DELLA RICERCA

Le attività di ricerca economica presso la BCE sono svolte soprattutto dalla Direzione Generale Ricerca economica, ma se ne occupano anche altri settori. Il coordinamento è affidato al *Research Coordination Committee* (RCC), che stabilisce le priorità e raccorda i settori interessati che richiedono o effettuano la ricerca.

Per il 2007 i seguenti ambiti hanno costituito le principali priorità di ricerca: sviluppo di modelli di previsione; ruolo delle informazioni del settore finanziario (inclusi gli aggregati monetari e del credito) nell'analisi di politica monetaria; comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria; stabilità finanziaria; efficienza del sistema finanziario europeo; questioni internazionali.

Quanto allo sviluppo di modelli di previsione, i lavori si sono incentrati sull'ulteriore sviluppo e impiego di modelli strutturali dinamici stocastici di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) e sulla realizzazione di modelli fattoriali dinamici per la previsione a breve termine. I modelli DSGE sono stati sviluppati e utilizzati in passato dalla BCE per l'analisi di un numero considerevole e crescente di tematiche relative alle politiche economiche. I lavori sono proseguiti nel 2007, prestando particolare attenzione all'impatto

delle modifiche strutturali (quali la demografia), dei fattori esterni (quali gli shock petroliferi), dell'evoluzione della produttività e delle questioni finanziarie (quali le frizioni nell'attività di credito). Sono inoltre continuati i lavori su due modelli di medie dimensioni e il rispettivo impiego per l'analisi di politica monetaria: il nuovo modello dell'area *New Area-Wide Model* (NAWM) e il modello di Christiano, Motto e Rostagno. Il primo è uno strumento di previsione e simulazione sviluppato per essere utilizzato, congiuntamente ad altri modelli, nel contesto degli esercizi di proiezione dell'Eurosistema e della BCE. Il secondo è uno strumento di simulazione particolarmente dettagliato per quanto riguarda i fattori finanziari. Per quanto concerne lo sviluppo di strumenti di previsione, sono stati ulteriormente sviluppati e sempre più utilizzati modelli basati su fattori per la valutazione dell'evoluzione economica nel breve periodo. Infine, la BCE ha sostenuto lo *Euro Area Business Cycle Network*, un progetto congiunto fra banche centrali e la comunità accademica gestito dal Centre for Economic Policy Research (CEPR).

La ricerca sull'analisi di politica monetaria si è incentrata sullo sviluppo e sull'uso di metodi quantitativi per l'analisi monetaria, prestando particolare attenzione alla creazione di strumenti di elevata qualità per la preparazione delle decisioni di politica monetaria. I lavori si sono concentrati sullo sviluppo di modelli di indicatori basati sulla moneta per l'inflazione e sull'analisi della domanda di moneta, nonché sull'introduzione dei modelli strutturali precedentemente descritti nel regolare processo di analisi della politica monetaria.

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è stato esaminato in varie prospettive. Il *Wage Dynamics Network* (WDN), una rete di ricercatori del SEBC che studia le caratteristiche e le fonti della dinamica salariale nell'area dell'euro e le rispettive relazioni con i prezzi, ha proseguito i lavori a livello sia aggregato sia micro. Il gruppo di indagine del WDN ha lanciato un'inchiesta specifica su salari, costi del lavoro e comportamento nella determinazione



dei prezzi a livello di impresa in 17 paesi. L'inchiesta raccoglie informazioni su salari e determinazione dei prezzi, rigidità dei salari al ribasso e adeguamento dei salari e dei prezzi agli shock. La prima serie di risultati sarà presentata in una conferenza prevista per il 2008. Sono stati altresì analizzati i mercati degli immobili residenziali, nonché il ruolo delle banche e del credito nel meccanismo di trasmissione monetaria. Sono ulteriormente proseguiti i lavori sulle finanze delle famiglie, con l'elaborazione del progetto di un'indagine a livello di area dell'euro da parte dello *Household Finance and Consumption Network* dell'Eurosistema. Altri argomenti trattati all'interno di quest'area di ricerca sono le politiche di comunicazione della banca centrale, le aspettative e i premi per il rischio nella curva dei rendimenti, nonché le determinanti della dinamica dei corsi azionari.

Sono state analizzate anche questioni di stabilità finanziaria e del relativo impatto sulla politica monetaria, soprattutto nel contesto del lavoro svolto per la pubblicazione del *Financial Stability Review* della BCE. Il sistema finanziario è stato esaminato sotto due aspetti: il grado di integrazione e l'evoluzione dei mercati dei capitali.

Nel quadro della priorità di ricerca relativa alle questioni internazionali, le principali aree di interesse sono state gli squilibri mondiali e il ruolo internazionale dell'euro. Per quanto riguarda la prima, nel 2008 sarà organizzato un seminario ad alto livello, mentre i risultati dei lavori sulla seconda saranno utilizzati per migliorare il contenuto analitico della pubblicazione annuale *Review of the international role of the euro*. Nel contesto di questa priorità di ricerca, è stata sviluppata un'estensione internazionale del NAWM.

5.2 PUBBLICAZIONI E CONFERENZE

I risultati delle ricerche condotte dalla BCE sono stati presentati nella collana dei *Working Paper* e, in certa misura, anche nella collana degli *Occasional Paper* e in quella dei *Legal Working Paper*. In particolare, la collana dei *Working Paper* (strumento ormai consolidato per comunicare la ricerca interna rilevante a fini di politica monetaria) ha visto la pubblicazione di oltre 140 numeri nel 2007. Di questi, poco più di 100 sono stati redatti da esperti della BCE, sia in via esclusiva sia con coautori esterni, mentre gli altri sono opera di visitatori esterni che hanno partecipato a conferenze e seminari, che lavorano nel contesto delle reti di ricerca o che trascorrono un periodo prolungato presso la BCE per il completamento di un progetto di ricerca. Come ormai è norma consolidata, è previsto che la maggior parte di queste pubblicazioni compaia da ultimo nelle principali riviste accademiche soggette al meccanismo della *peer-review*. Nel 2007 gli esperti della BCE hanno pubblicato oltre 50 articoli in riviste accademiche.

Al fine di divulgare i risultati della collana *Working Paper* a un pubblico più vasto, si è deciso di pubblicare un Bollettino di ricerca (*Research Bulletin*) che dia conto delle ricerche più rilevanti per la politica monetaria attraverso articoli su argomenti di primaria importanza e compendi di studi selezionati. Gli articoli pubblicati nel 2007 contenevano approfondimenti sugli effetti dell'informazione imperfetta e dell'apprendimento sui corsi dei mercati finanziari, sull'integrazione finanziaria e i flussi di capitali nei nuovi Stati membri dell'UE, e sulla crescita della produttività nell'area dell'euro.

La BCE ha organizzato, da sola o congiuntamente con altri soggetti, oltre dieci conferenze o seminari su temi di ricerca. Le conferenze organizzate con altri soggetti hanno visto il coinvolgimento del CEPR e di altre banche centrali, sia dell'Eurosistema sia esterne allo stesso. Inoltre, è stato allestito un gran numero di *workshop* e seminari per divulgare le ricerche condotte in seno alla BCE.

La maggior parte delle conferenze e dei *workshop* è stata connessa a specifiche aree di priorità della ricerca. Lo sviluppo di modelli di previsione ha continuato a ricevere nel 2007 lo stesso livello di attenzione degli anni precedenti. In settembre si è tenuto un seminario organizzato congiuntamente da BCE, CEPR e Banque de France, nel contesto dello *Euro Area Business Cycle Network*, per discutere le variazioni nella dinamica dell'inflazione e le relative implicazioni per le previsioni. Le conclusioni del seminario hanno fornito un utile contributo ai lavori sulle previsioni dell'inflazione in corso presso la BCE. Inoltre, un seminario sulle tecniche di previsione (evento organizzato ogni due anni dalla BCE) si è incentrato sull'incertezza delle previsioni in macroeconomia e finanza e, più specificatamente, sulle modalità per integrare le misure di incertezza nelle attività di previsione, una questione di notevole rilevanza per molte banche centrali.

Quanto alla priorità di ricerca relativa all'analisi sulla politica monetaria, in novembre si è tenuta presso la BCE una conferenza organizzata congiuntamente dalla Bank of Canada e dalla BCE sulla definizione di stabilità dei prezzi, in cui sono state trattate le opzioni teoriche e l'esperienza pratica nel contesto della definizione di tale concetto. Nello stesso mese un'altra conferenza sull'analisi del ruolo, delle sfide e delle implicazioni dei mercati monetari in una prospettiva di politica monetaria ha migliorato la comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In maggio si è tenuta una conferenza sulle implicazioni delle modifiche del sistema bancario e del finanziamento delle imprese per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

In giugno si è tenuta una conferenza congiunta con la Bank of England sui pagamenti e la stabilità finanziaria e monetaria, come parte dei lavori nell'ambito della ricerca sulla stabilità finanziaria, mentre in luglio si è svolta una conferenza su globalizzazione e macroeconomia nel contesto dei lavori sulle questioni internazionali.

Un meccanismo aggiuntivo di divulgazione della ricerca è rappresentato dalle serie di seminari, di cui due hanno rivestito particolare importanza: i *Joint Lunchtime Seminars*, organizzati congiuntamente con la Deutsche Bundesbank e il Centre for Financial Studies, nonché gli *Invited Speakers Seminars*. Queste due serie comprendono seminari settimanali in cui ricercatori esterni sono invitati a presentare i loro lavori recenti. La BCE organizza anche seminari di ricerca più specifici che non rientrano nell'ambito di queste due serie.

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

6.1 IL RISPETTO DEI DIVIETI CONCERNENTI IL FINANZIAMENTO MONETARIO E L'ACCESSO PRIVILEGIATO

Ai sensi dell'articolo 237, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle 27 BCN dell'UE e della BCE stessa, dei divieti derivanti dagli articoli 101 e 102 del Trattato e dai Regolamenti (CE) nn. 3603/93 e 3604/93 del Consiglio. L'articolo 101 proibisce alla BCE e alle BCN di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia a governi e a istituzioni o organismi della Comunità, nonché di acquistare strumenti di debito direttamente da questi. L'articolo 102 vieta qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra a governi e a istituzioni o organi delle Comunità un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Parallelamente al Consiglio direttivo, la Commissione europea verifica l'osservanza delle disposizioni sopra menzionate da parte degli Stati membri.

La BCE segue anche gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale e dai settori pubblici di altri Stati membri e organismi e istituzioni della Comunità effettuati dalle banche centrali dell'UE. Ai sensi del considerando del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, l'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non deve servire ad aggirare l'obiettivo sancito dall'articolo 101 del Trattato; tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Nel 2007 il Consiglio direttivo ha riscontrato due casi di non ottemperanza ai suddetti requisiti del Trattato e ai relativi Regolamenti del Consiglio.

In primo luogo, la Národná banka Slovenska ha acquistato sul mercato primario strumenti di debito emessi dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Nello specifico, il 6 febbraio 2007 la Národná banka Slovenska ha acquistato titoli denominati in dollari statunitensi emessi dalla BEI per un ammontare pari a 50 milioni

di dollari statunitensi per finalità di gestione delle riserve. Essendo la BEI un organismo comunitario, tali acquisti costituiscono una violazione del divieto di finanziamento monetario derivante dall'articolo 101 del Trattato e dal Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio. La Národná banka Slovenska ha venduto gli strumenti di debito emessi dalla BEI acquistati nel mercato primario il 22 maggio 2007 e ha preso immediati provvedimenti per evitare il ripetersi di tali evenienze nel futuro.

In secondo luogo, la Banka Slovenije ha violato la norma relativa al quantitativo massimo di monete metalliche detenibile dalle BCN e accreditate al settore pubblico. Il 15 febbraio 2007 l'ammontare delle monete metalliche detenute dalla Banka Slovenije emesse dal settore pubblico e accreditate nella contabilità nazionale a tale settore ha superato, su base media giornaliera, il limite del 10 per cento del valore delle monete in circolazione stabilito dall'articolo 6 del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio. In questa data, il valore delle monete detenute dalla Banka Slovenije e accreditate al settore pubblico ha raggiunto il 12,27 per cento del valore delle monete in circolazione. Questa violazione è stata dovuta all'ingente quantità di monete metalliche affluite alla Banka Slovenije nel corso della prima metà del febbraio 2007, a seguito della fase anticipata della distribuzione alle banche avvenuta nell'autunno 2006 prima dell'adozione dell'euro. La situazione è stata prontamente sanata e le previsioni del Trattato sono state rispettate da quella data.

6.2 LE FUNZIONI CONSULTIVE

L'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato richiede che la BCE sia consultata su ogni proposta di legge comunitaria o nazionale che rientra nella sua sfera di competenza²⁰. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet.

²⁰ Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultare la BCE, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato (GU C 191 del 29.7.1992, pag. 18).

Nel 2007 la BCE ha adottato 43 pareri di cui 8 in risposta a consultazioni da parte delle istituzioni dell'UE e 35 in risposta a consultazioni da parte di autorità nazionali, a fronte di un totale di 62 pareri emanati nel 2006. L'elenco dei pareri adottati nel 2007 e all'inizio del 2008 è allegato al presente Rapporto annuale.

Particolarmente degni di nota sono i pareri sintetizzati di seguito, emanati dalla BCE su richiesta del Consiglio UE.

In aggiunta ai pareri adottati conformemente all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, il 5 luglio 2007 la BCE ha emesso, in applicazione dell'articolo 48 del Trattato, un parere²¹ sull'apertura della conferenza intergovernativa (CIG) che ha elaborato il nuovo Trattato di Lisbona²². La BCE ha accolto con particolare favore il fatto che la stabilità dei prezzi e l'istituzione di un'unione economica e monetaria la cui valuta è l'euro venissero fatte figurare fra gli obiettivi dell'UE e che la politica monetaria fosse espressamente elencata fra le competenze esclusive dell'UE (cfr. la sezione 1.2 del capitolo 5). Il 2 agosto 2007, dopo la presentazione della proposta di trattato, il Presidente della BCE ha inviato una lettera alla Presidenza della CIG²³, nella quale formulava alcuni suggerimenti sulle parti relative allo status istituzionale della BCE e del SEBC.

A seguito dell'abrogazione da parte del Consiglio della deroga per Cipro e Malta, la BCE ha emanato un parere²⁴ unico sulle proposte di modifica della Commissione europea al Regolamento (CE) n. 974/98 relativo all'introduzione dell'euro e al Regolamento (CE) n. 2866/98 sui tassi di conversione tra l'euro e le valute degli Stati membri che adottano l'euro²⁵.

La BCE è stata consultata su una proposta di direttiva del Consiglio riguardante l'individuazione e la designazione delle infrastrutture critiche europee²⁶, destinata a migliorare il coordinamento degli interventi di fronte alla minaccia terroristica. La BCE ha evidenziato che le disposizioni nazionali

di recepimento della direttiva devono essere compatibili con i compiti delle banche centrali relativi alla vigilanza sui sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli e sulle stanze di compensazione; ha peraltro rilevato che andrebbero evitate duplicazioni rispetto alle iniziative già intraprese dalle banche centrali in quest'ambito. La BCE ha inoltre sottolineato la necessità di mantenere riservato l'elenco delle infrastrutture critiche europee.

In un parere su una proposta di regolamento del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 1338/2001 (sulla protezione dell'euro contro la falsificazione)²⁷, la BCE ha richiamato il fatto che il diritto penale può, eccezionalmente, rientrare nella sfera di competenza della Comunità, ove ciò sia necessario per assicurare l'efficacia del diritto comunitario. Essa ha inoltre evidenziato che di regola la BCE e le BCN dovrebbero ricevere campioni di banconote, anche se utilizzati come mezzo di prova in procedimenti penali, e che la proposta di regolamento dovrebbe riflettere più adeguatamente la funzione precipua di assicurare l'integrità delle banconote in euro assunta dalla BCE in conformità con l'articolo 106, paragrafo 1, del Trattato e con l'articolo 16 dello Statuto del SEBC. Riguardo alle procedure che la BCE e la Commissione dovrebbero stabilire relativamente all'obbligo di verificare che le banconote e le monete in euro ricevute siano sottoposte a controlli di autenticità, nel parere viene sostenuto che spetterebbe a tali istituzioni fissare i termini per l'attuazione a livello nazionale.

Nel suo parere su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 322/97 relativo alle statistiche comunitarie²⁸, la BCE ha accolto con favore sia il riconoscimento della necessità di una stretta collaborazione fra il Sistema

21 CON/2007/20 del 5 luglio 2007, GU C 160 del 13.7.2007, pag. 2.

22 Cfr. la sezione 1.2 del capitolo 5 per i dettagli.

23 La lettera è stata pubblicata sui siti Internet della CIG e della BCE.

24 CON/2007/19 del 5 luglio 2007, GU C 160 del 13.7.2007, pag. 1.

25 Cfr. la sezione 2 del capitolo 3.

26 CON/2007/11 del 13 aprile 2007, GU C 116 del 26.7.2007, pag. 1.

27 CON/2007/42 del 17 dicembre 2007, GU C 27 del 31.1.2008, pag. 1.

28 CON/2007/35 del 14 novembre 2007, GU C 291 del 5.12.2007, pag. 1.

statistico europeo e il SEBC nello sviluppo, produzione e diffusione di statistiche europee, sia le disposizioni relative allo scambio di dati riservati fra i due sistemi.

A giugno del 2007 una *task force* congiunta formata da rappresentanti della Commissione europea, del segretariato del Consiglio UE e della BCE ha emesso un rapporto sulla consultazione della BCE in merito a proposte di atti comunitari. La *task force* era stata istituita su suggerimento del Presidente della BCE. L'obiettivo del rapporto è far sì che tutte le parti coinvolte accelerino le procedure interne in modo che la BCE possa essere consultata e possa rendere i propri pareri nelle prime fasi del processo legislativo. Nel rapporto si riconosce l'obbligo di consultare la BCE sulle disposizioni di secondo livello (procedura Lamfalussy)²⁹ che rientrano nella sfera di competenza della BCE e viene precisata la competenza consultiva della BCE in materia di vigilanza prudenziale e di stabilità finanziaria. Il dibattito in seno alla *task force* ha portato a una posizione condivisa circa la necessità di cooperare per agevolare l'insieme dei processi legislativi comunitari. Il rapporto riflette i punti di intesa raggiunti dai membri della *task force* e non ha carattere formalmente vincolante per le loro istituzioni di appartenenza.

La BCE ha continuato a essere consultata dalle autorità nazionali su questioni attinenti alle BCN, in particolare su modifiche degli statuti delle BCN di Germania, Grecia, Ungheria e Austria³⁰. La BCE è stata inoltre consultata da Repubblica Ceca, Ungheria, Portogallo e Romania su questioni che potrebbero avere ripercussioni sull'indipendenza delle BCN come membri del SEBC³¹.

In materia di politica monetaria la BCE è stata consultata sul sistema della riserva obbligatoria da Lettonia, Malta, Polonia e Romania³², mentre Cipro, Polonia e Slovenia hanno richiesto pareri su questioni valutarie e strumenti di pagamento³³. La BCE è stata inoltre consultata da Austria, Germania, Ungheria e Romania su problematiche legate alle statistiche³⁴.

In tema di vigilanza, Bulgaria, Germania, Grecia, Italia, Austria, Polonia e Romania³⁵ hanno consultato la BCE su proposte legislative inerenti a riforme sostanziali degli assetti di vigilanza finanziaria e a problematiche di stabilità finanziaria. In quest'ambito la BCE è stata consultata su un disegno legislativo austriaco di modifica delle leggi nazionali relative al sistema bancario, alle casse di risparmio, all'autorità di vigilanza finanziaria e alla Österreichische Nationalbank, destinato a migliorare ulteriormente il quadro di riferimento per la vigilanza sulle istituzioni creditizie in Austria e a rafforzare il ruolo della BCN. Nel parere emesso la BCE ha ribadito, in linea con i precedenti pareri in materia, che la collaborazione (compresa la condivisione delle informazioni) fra autorità di vigilanza e banche centrali ha carattere fondamentale ai fini del controllo macroprudenziale, della sorveglianza sui sistemi di pagamento e della tutela di altre infrastrutture di mercato essenziali a una regolare conduzione della politica monetaria. La BCE ha sostenuto che, specie in una prospettiva di stabilità finanziaria, il coinvolgimento delle BCN nella gestione delle crisi nei mercati finanziari è imprescindibile.

Nel campo dei sistemi di pagamento e regolamento, la BCE è stata consultata da Paesi Bassi, Ungheria, Lettonia, Grecia, Slovenia, Romania e Spagna³⁶. Il Ministero delle Finanze dei Paesi Bassi ha sollecitato un parere della BCE su un progetto di legge riguardante la sorveglianza sistemica dei fornitori di servizi di compensazione e regolamento. La BCE ha

29 La procedura Lamfalussy è un processo articolato su quattro livelli per l'adozione della legislazione e delle regolamentazioni relative ai settori mobiliare, bancario e assicurativo. Per maggiori dettagli, cfr. il *Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets* del 15 febbraio 2001, consultabile sul sito Internet della Commissione europea. Cfr. anche il Rapporto annuale 2003 della BCE, pag. 118.

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 e CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 e CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 e CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 e CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 e CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/31, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23 e CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 e CON/2007/27.

riaffermato il suo punto di vista, secondo il quale, data l'interconnessione fra i sistemi di pagamento e i sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli, sussistono forti argomenti a favore di una sorveglianza da parte della BCN su entrambi. La BCE ha rinnovato la raccomandazione di assegnare esplicitamente la funzione di sorveglianza dei sistemi di pagamento, compresa la condotta di mercato, a De Nederlandsche Bank, in coerenza con la sua partecipazione all'Eurosistema. Ha inoltre evidenziato che, in veste di autorità di vigilanza prudenziale e sistemica, la BCN dovrebbe svolgere un ruolo nel valutare se le regole predisposte dalle entità di compensazione e regolamento limitano l'accesso dei partecipanti in base a criteri diversi dalle considerazioni di rischio.

Per quanto concerne il quadro giuridico per l'introduzione dell'euro, la BCE è stata consultata da Cipro³⁷. La Slovacchia ha consultato la BCE su un progetto legislativo, volto ad agevolare la futura introduzione dell'euro, che modifica la legge sulla Národná banka Slovenska e altre 27 leggi relative a questioni rientranti nelle competenze della BCE e rilevanti ai fini della convergenza legale con il Trattato e con lo Statuto del SEBC³⁸.

A partire dal 2008, le informazioni riguardanti i casi più rilevanti di inottemperanza al dovere di consultare la BCE su proposte legislative nazionali e comunitarie verranno incluse anche nel Rapporto annuale. Nel 2007 sono stati registrati sei di questi episodi. In un caso di mancata osservanza, le autorità polacche hanno omesso di chiedere l'opinione della BCE su un disegno di legge in materia di divulgazione di informazioni che avrebbe imposto a determinati soggetti l'obbligo di dichiarare le attività da essi svolte tra il 1944 e il 1990 qualificabili come collaborazione con i servizi di informazione e sicurezza nazionali. Alcune disposizioni del progetto di legge avrebbero potuto arrecare pregiudizio all'indipendenza della banca centrale e modificavano taluni aspetti dell'assetto istituzionale della BCN definiti dalla legge sulla Narodowy Bank Polski, con

implicazioni per i membri degli organi direttivi e del personale della BCN. Se consultata, la BCE avrebbe sollevato obiezioni sostanziali. Uno scambio di corrispondenza è intercorso fra la BCE e il Presidente del Sejm (il portavoce della Camera bassa del Parlamento polacco) riguardo all'obbligo di consultazione ma, nelle risposte ricevute, alla BCE veniva contestata la competenza a essere consultata sul disegno di legge sopra menzionato. Successivamente, specifiche disposizioni della legge sulla divulgazione delle informazioni che avevano rilevanza per il SEBC sono state annullate dalla Corte costituzionale polacca.

In un altro caso di inottemperanza, le autorità lettoni hanno omesso di consultare la BCE, come richiesto dalla normativa comunitaria, su un disegno di legge in materia valutaria. Il disegno di legge in questione, che è stato adottato il 18 dicembre 2007, modificava un regolamento del Consiglio dei ministri sulla trasposizione in lettone del nome della moneta unica dell'Unione europea, che era stato originariamente adottato il 26 luglio 2005 e in relazione al quale le autorità lettoni avevano già omesso di consultare la BCE. Sebbene l'originario regolamento prevedesse che il nome lettone della moneta unica fosse "eiro", la disposizione è stata ora modificata, di modo che negli atti giuridici lettoni deve essere impiegato il termine "euro". Al di fuori dell'ambito degli atti giuridici la moneta unica in Lettonia è ancora denominata "eiro". A seguito dell'adozione dell'originario regolamento nel 2005, la BCE il 1° settembre 2005 aveva scritto al Ministro delle Finanze lettone, indicando chiaramente che, in conformità alla giurisprudenza della Corte di Giustizia europea, gli Stati membri non potrebbero legiferare con riguardo a materie già disciplinate da normativa comunitaria direttamente applicabile, evidenziando altresì che la Comunità ha una competenza esclusiva nel disciplinare l'euro e la sua denominazione.

37 CON/2007/1.

38 CON/2007/43.

6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI INDEBITAMENTO E PRESTITO PER CONTO DELLA COMUNITÀ EUROPEA

Ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato e dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002, la BCE continua a essere competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e prestito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2007 la BCE non ha svolto alcun compito di gestione. Non esistevano saldi residui a fine 2006 e non sono state aperte nuove operazioni durante il 2007.

6.4 I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'Eurosistema

Nel corso del 2007 una gamma completa di servizi ha continuato a essere offerta in applicazione del quadro di riferimento introdotto nel 2005 per la gestione delle attività di riserva denominate in euro della clientela dell'Eurosistema e destinato a banche centrali, autorità monetarie e agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro, nonché a organizzazioni internazionali. Le prestazioni sono offerte, sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato, da singole banche centrali dell'Eurosistema (*Eurosystem service providers*), che agiscono come fornitori di servizi dedicati. La BCE svolge un ruolo di coordinamento generale, garantendo l'ordinato funzionamento dell'assetto. Il numero di clienti che ha intrattenuto una relazione commerciale con l'Eurosistema nel 2007 è rimasto stabile rispetto all'anno precedente. Per quanto concerne i servizi, si è registrato un incremento delle disponibilità liquide totali e/o delle consistenze in titoli detenute dai clienti. Un sondaggio condotto dall'Eurosistema nel 2007 ha confermato la generale soddisfazione della clientela riguardo alla gamma di servizi disponibili nell'ambito del quadro e alla loro qualità.



CAPITOLO 3

ADESIONE DI CIPRO E MALTA ALL'AREA DELL'EURO

I GLI ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI A CIPRO E MALTA

Il 10 luglio 2007 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione che consente a Cipro e a Malta di introdurre l'euro come valuta a partire dal 1° gennaio 2008, aumentando così il numero di paesi membri dell'area dell'euro da 13 a 15. La decisione del Consiglio si è basata sui rapporti sulla convergenza pubblicati dalla BCE e dalla Commissione europea nel maggio del 2007 e ha fatto seguito a una discussione del Consiglio dell'UE riunito nella composizione dei capi di Stato o di governo, a un parere del Parlamento europeo e ad una proposta della Commissione europea. In tale data il Consiglio Ecofin ha adottato un regolamento che fissa irrevocabilmente i tassi di cambio della sterlina cipriota e della lira maltese nei confronti dell'euro. Tali tassi sono stati fissati a 0,585274 sterline cipriote e a 0,429300 lire maltesi per un euro e corrispondono alle parità centrali concordate con decorrenza 2 maggio 2005, la data dell'adesione dei due paesi agli AEC II. Nel periodo della partecipazione agli AEC II, la sterlina cipriota si è mantenuta in prossimità

della sua parità centrale contro l'euro, nella fascia superiore del margine di fluttuazione, mentre la lira maltese non si è sostanzialmente discostata dalla parità centrale. Nel giorno in cui sono stati fissati i tassi di conversione con l'euro, entrambe le valute venivano scambiate a livelli molto prossimi o pari alle rispettive parità.

Nello scorso decennio, l'inflazione misurata sullo IAPC è stata relativamente contenuta sia a Cipro che a Malta, fluttuando per lo più tra il 2 e il 3 per cento (cfr. tavole 14 e 15). Questi andamenti relativamente favorevoli dell'inflazione dovrebbero essere considerati nel contesto di consolidati regimi di cambio a parità fissa. A Cipro, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata a livelli più elevati nel 2000 e nel 2003, rispecchiando principalmente i forti rincari dell'energia e dei beni alimentari nonché, in connessione con il processo di armonizzazione all'UE, gli aumenti graduali delle accise sull'energia e dell'IVA dal 10 al 15 per cento nel periodo 2002-2003. A Malta,

Tavola 14 Principali indicatori economici per Cipro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crescita del PIL in termini reali	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Contributi alla crescita del PIL</i>										
<i>in termini reali</i>										
<i>(in punti percentuali)</i>										
Domanda interna incluse le scorte	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Esportazioni nette	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
Inflazione misurata sullo IAPC ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Redditi per occupato	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
CLUP nominale per l'intera economia	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Saldo di conto corrente e conto capitale (in perc. del PIL) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Occupazione totale	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno ¹⁾)	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Rendimento a lungo termine dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno ¹⁾)	..	..	..	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Tasso di cambio nei confronti dell'euro ^{1), 3)}	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Media dei valori del periodo.

2) I dati per il 2007 sono medie di quattro trimestri fino al terzo trimestre 2007.

3) Lire cipriote per euro.

Tavola 15 Principali indicatori economici per Malta

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crescita del PIL in termini reali	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
Contributi alla crescita del PIL in termini reali (in punti percentuali)	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Domanda interna incluse le scorte	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Esportazioni nette	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
Inflazione misurata sullo IAPC ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Redditi per occupato	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
CLUP nominale per l'intera economia	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Saldo di conto corrente e conto capitale (in perc. del PIL) ²⁾	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Occupazione totale	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno ¹⁾)	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Rendimento a lungo termine dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno ¹⁾)	..	..	..	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Tasso di cambio nei confronti dell'euro ^{1), 3)}	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Media dei valori del periodo.

2) I dati per il 2007 sono medie mobili di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2007.

3) Lire maltesi per euro.

l'inflazione misurata sullo IAPC ha fatto registrare tassi leggermente più elevati nel 1997 e 1998, a causa soprattutto di incrementi relativamente forti dei prezzi degli alberghi, dei ristoranti e dei trasporti. Nella media del 2007, la crescita dello IAPC a Cipro è stata pari al 2,2 per cento; il tasso d'inflazione sui dodici mesi è, tuttavia, aumentato da livelli molto contenuti nella prima metà dell'anno fino a oltre il 3 per cento alla fine del 2007, prevalentemente per effetto degli andamenti dei prezzi dell'energia. A Malta, nel 2007 l'aumento medio dello IAPC, pari allo 0,7 per cento, è stato inferiore al 2006, riflettendo principalmente un notevole calo dei prezzi dell'energia dai livelli elevati dell'anno precedente, nonché una flessione dei prezzi dei servizi alberghieri. Nella seconda metà del 2007 i tassi d'inflazione sui dodici mesi sono saliti costantemente, fino a poco oltre il 3 per cento in dicembre. I prezzi degli alimentari hanno concorso all'aumento dell'inflazione nel corso del 2007 sia a Malta sia a Cipro. A

Malta, l'accelerazione dei prezzi, divenuta particolarmente evidente nell'ultimo trimestre dell'anno, è scaturita anche da aumenti dei prezzi dell'abbigliamento, delle calzature, degli alberghi e dei ristoranti.

Gli andamenti dell'inflazione nel corso dell'ultimo decennio dovrebbero essere considerati nel contesto di una solida espansione dell'attività economica a Cipro, mentre Malta ha registrato una crescita più debole. A Cipro, il PIL in termini reali è cresciuto del 5 per cento circa all'inizio di tale periodo, per poi moderarsi attorno al 2 per cento nel 2002 e 2003 a causa di un indebolimento della domanda di servizi connessi con il settore del turismo. Negli anni più recenti, il PIL in termini reali è ritornato a crescere a ritmi prossimi al 4 per cento, grazie al rinnovato vigore della domanda interna. A Malta, dopo un periodo di solida crescita economica fino al 2000, l'espansione del prodotto si è significativamente attenuata per effetto della

debolezza della domanda estera, di una maggiore concorrenza sui mercati di sbocco delle sue esportazioni e di operazioni di ristrutturazione nel settore manifatturiero. La crescita del PIL è poi risalita, collocandosi in media attorno al 3 per cento, sotto la spinta soprattutto dalla domanda interna. Per quanto riguarda l'evoluzione dei conti con l'estero, negli ultimi dieci anni Cipro e Malta hanno registrato disavanzi medi del conto corrente e del conto capitale pari a circa il 3,5 e 4 per cento del PIL, rispettivamente. Nel 2007 il disavanzo del conto corrente e del conto capitale è aumentato al 7,1 per cento del PIL a Cipro, mentre è sceso al 3,2 per cento a Malta.

Nell'ultimo decennio, le condizioni sul mercato del lavoro sono rimaste relativamente stabili in entrambi i paesi, con tassi di disoccupazione compresi tra il 3 e il 5 per cento a Cipro e attorno al 7 per cento a Malta. La crescita dell'occupazione è stata relativamente vigorosa a Cipro, salendo fino a quasi il 4 per cento tra il 2003 e 2005, mentre a Malta, in tale periodo, è risultata più moderata. Dopo la ripresa economica degli ultimi anni, tuttavia, nel corso del 2007 le condizioni sul mercato del lavoro si sono rafforzate in entrambi i paesi: i tassi di disoccupazione hanno evidenziato una tendenza calante sia a Cipro sia a Malta, collocandosi rispettivamente al 3,9 e al 5,8 per cento alla fine del 2007. In entrambi i paesi la flessibilità dei mercati del lavoro è favorita da consistenti flussi di lavoratori stranieri, inclusi quelli stagionali.

Negli ultimi anni la politica fiscale ha fornito un maggiore sostegno al perseguimento della stabilità dei prezzi sia a Cipro che a Malta, grazie a significativi miglioramenti delle rispettive posizioni di bilancio. Partendo da livelli elevati, nel 2004 il rapporto tra saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche e PIL ha iniziato a diminuire in entrambi i paesi. A Cipro tale rapporto è passato da un disavanzo del 6,5 per cento nel 2003 a un avanzo dell'1,5 per cento nel 2007, mentre a Malta il disavanzo è sceso dal 9,8 per cento nel 2003 all'1,6 per cento nel 2007. In entrambi i paesi tali miglioramenti sono stati determinati principalmente da fattori non ciclici, sebbene talune misure temporanee

abbiano svolto un ruolo importante negli ultimi anni. Negli ultimi anni, il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL, pur rimanendo elevato in tutti e due i paesi, è calato. A Cipro, tale rapporto è sceso da un massimo del 70,2 per cento nel 2004 al 60 per cento nel 2007, mentre a Malta, nello stesso periodo, è diminuito dal 72,7 al 62,9 per cento. A Malta sarà necessario un ulteriore sforzo di risanamento dei conti pubblici affinché il paese possa rispettare il proprio obiettivo di medio termine specificato nel Patto di stabilità e crescita. Inoltre, in entrambi i paesi dovrebbe essere creato un margine di manovra di finanza pubblica sufficiente a far fronte al probabile aumento della spesa pubblica connesso con l'atteso invecchiamento della popolazione.

La politica monetaria ha svolto un ruolo importante nel processo di convergenza di Cipro e di Malta. Entrambi i paesi hanno una consolidata tradizione di regimi di cambio a parità fissa, risalente agli anni sessanta. Inoltre, il mantenimento della stabilità dei prezzi come obiettivo primario della politica monetaria è stato iscritto nel 2002 sia nello statuto della Banca centrale di Cipro sia in quello della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. La sterlina cipriota è stata ancorata all'ECU dal 1992 e all'euro dal 1999, con un margine di oscillazione del $\pm 2,25$ per cento, poi ampliato a ± 15 per cento nel 2001 nel contesto della graduale liberalizzazione dei movimenti di capitali. La Banca centrale di Cipro non ha, tuttavia, utilizzato il più ampio margine e il tasso di cambio ha oscillato in un intervallo ristretto. La lira maltese è stata ancorata a un paniere di valute per la maggior parte del periodo successivo all'indipendenza di Malta del 1964, con ampi pesi assegnati all'ECU/euro, alla sterlina britannica e al dollaro statunitense. Poiché l'euro era la valuta con il maggior peso nel paniere (pari al 70 per cento), le fluttuazioni del tasso di cambio della lira maltese nei confronti dell'euro negli anni precedenti l'adesione agli AEC II sono state piuttosto limitate. Sia la sterlina cipriota sia la lira maltese hanno aderito agli AEC II il 2 maggio 2005, con un margine di oscillazione standard

di ± 15 per cento. All'epoca, inoltre, le autorità maltesi dichiararono, quale impegno unilaterale, l'intenzione di mantenere il tasso di cambio della lira maltese nei confronti dell'euro sulla parità centrale.

Nel 2007 le politiche monetarie delle banche centrali di Cipro e Malta hanno continuato a essere orientate alla stabilità dei prezzi. Entrambe hanno fornito sostegno all'ancoraggio delle rispettive valute mantenendo i propri tassi di riferimento al di sopra di quelli della BCE. La Banca centrale di Cipro ha mantenuto il suo tasso minimo di offerta invariato al 4,5 per cento per gran parte dell'anno, mentre la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ha aumentato il tasso centrale di intervento in due occasioni, in gennaio e maggio, per un totale di 50 punti base, al 4,25 per cento. L'allineamento dei tassi di riferimento con quelli della BCE è avvenuto il 21 dicembre 2007 a Cipro e il 28 dicembre 2007 a Malta, completando il processo di convergenza dei tassi di riferimento. I tassi di interesse del mercato monetario di Cipro e Malta hanno evidenziato andamenti sostanzialmente in linea con i rispettivi tassi di riferimento, portando al completamento della convergenza dei tassi di interesse di mercato nel dicembre 2007. I tassi a lungo termine si collocavano su livelli prossimi a quelli dell'area dell'euro già dagli inizi del 2006, rispecchiando la fiducia dei mercati sull'andamento delle economie di

entrambi i paesi e la credibilità delle rispettive politiche monetarie e del cambio.

Dopo l'adozione dell'euro, la sfida principale con cui si confrontano Cipro e Malta è quella di perseguire politiche economiche appropriate, atte ad assicurare un elevato grado di convergenza sostenibile. Per entrambi i paesi è particolarmente importante continuare l'opera di risanamento sostenibile e credibile dei conti pubblici, basato su misure strutturali, e migliorare i risultati di bilancio attraverso una significativa riduzione del rapporto tra debito e PIL. È altresì essenziale perseguire la moderazione salariale tenendo conto della crescita della produttività del lavoro, delle condizioni sul mercato del lavoro e degli andamenti nei paesi competitori. Rispetto a tali obiettivi, il rafforzamento della concorrenza sui mercati dei beni e dei servizi e un miglior funzionamento del mercato del lavoro sono elementi fondamentali in entrambi i paesi. A Cipro, ad esempio, il meccanismo d'indicizzazione dei salari e di alcune prestazioni sociali (indennità legate al costo della vita) dovrebbe essere riformato per ridurre i rischi connessi con le forze inerziali insite nelle dinamiche dei prezzi. A Malta, l'attenzione dovrà inoltre incentrarsi sull'abbattimento dei vincoli strutturali che ostacolano la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, promuovendo in particolare la partecipazione della forza lavoro.

Riquadro 10

LE IMPLICAZIONI STATISTICHE DELL'ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO A CIPRO E MALTA

Con l'ingresso di Cipro e Malta, il 1° gennaio 2008, si è presentata per la terza volta la necessità di modificare le serie statistiche relative all'area dell'euro al fine di tener conto dei nuovi paesi membri. La predisposizione delle statistiche per l'area dell'euro così ampliata è stata effettuata, ove necessario, in collaborazione con la Commissione europea.

L'ingresso di Cipro e Malta nell'area dell'euro significa che i residenti di tali paesi sono diventati residenti dell'area dell'euro. Ciò influisce su quelle informazioni statistiche per le quali gli aggregati dell'area dell'euro non risultano dalla semplice somma dei singoli dati nazionali, come le statistiche monetarie, di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale nei confronti

dell'estero, nonché i conti finanziari, in quanto è ora necessario consolidare le transazioni fra i residenti di Cipro e Malta e quelli del resto dell'area dell'euro.

Da gennaio del 2008 Cipro e Malta devono ottemperare all'insieme degli obblighi statistici della BCE, fornendo dati nazionali pienamente armonizzati e comparabili¹. Considerati i tempi necessari per la predisposizione delle nuove statistiche, le banche centrali di Cipro e Malta e la BCE hanno avviato i lavori preparatori con largo anticipo rispetto all'adesione dei due paesi all'UE. Dopo essere entrate a far parte del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hanno intensificato le attività volte a soddisfare i requisiti della BCE nell'ambito delle statistiche monetarie, bancarie, di bilancia dei pagamenti, delle finanze pubbliche, dei conti finanziari e di altre statistiche finanziarie. In alcuni ambiti statistici è stato sviluppato un piano d'azione insieme ai due paesi al fine di assicurare il graduale adempimento a tutti i requisiti statistici della BCE nel corso del 2008. Inoltre, le banche centrali di Cipro e Malta hanno portato a termine i preparativi necessari per l'integrazione degli enti creditizi ciprioti e maltesi nel regime di riserva obbligatoria della BCE e per il soddisfacimento dei necessari requisiti statistici.

Per quanto riguarda i soggetti segnalanti e le BCN degli altri paesi dell'area dell'euro, l'allargamento ha implicato che, da gennaio del 2008, essi devono riportare le transazioni (o flussi) e le posizioni nei confronti dei residenti ciprioti e maltesi fra quelle relative all'area dell'euro, e non più come transazioni e posizioni nei confronti di residenti esterni all'area.

In aggiunta, Cipro, Malta e gli altri paesi dell'area dell'euro hanno dovuto fornire dati storici con una disaggregazione geografica e settoriale sufficientemente dettagliata, risalenti almeno al 2004, anno di adesione di Cipro e Malta all'UE.

Per quanto riguarda la pubblicazione delle statistiche dell'area dell'euro, la BCE offre agli utenti accesso *online* a due banche dati, una contenente tutti i dati storici, dai primi disponibili, relativi all'area dell'euro nella sua composizione attuale (ossia, inclusi Cipro e Malta), l'altra contenente i dati relativi all'area nelle sue diverse composizioni, a partire dall'aggregato a undici paesi nel 1999.

¹ I requisiti delle statistiche della BCE sono sintetizzati nel documento: *Le statistiche della BCE: presentazione generale*, aprile 2006.

2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA BANCA CENTRALE DI CIPRO E DELLA BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA NELL'Eurosistema

Ai sensi dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la BCE ha esaminato gli statuti della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta e la pertinente normativa cipriota e maltese per verificarne la conformità con l'articolo 109 del Trattato stesso. Come dichiarato nel Rapporto sulla convergenza del maggio 2007 concernente Cipro e Malta, la BCE ha espresso una valutazione favorevole sulla compatibilità della legislazione cipriota e maltese con il Trattato e con lo Statuto del SEBC.

La BCE, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hanno predisposto una serie di provvedimenti finalizzati ad assicurare l'integrazione delle banche centrali cipriota e maltese nell'Eurosistema il 1° gennaio 2008. Il quadro giuridico dell'Eurosistema è stato adeguato a seguito della decisione di abrogare le deroghe nei confronti di Cipro e Malta, adottata dal Consiglio Ecofin il 10 luglio 2007¹. L'introduzione dell'euro a Cipro e Malta e l'integrazione delle rispettive banche centrali nell'Eurosistema hanno inoltre richiesto la modifica di alcune norme cipriote e maltesi.

In marzo 2007 lo statuto della Banca centrale di Cipro è stato allineato con le raccomandazioni contenute nei Rapporti sulla convergenza pubblicati dalla BCE nel 2004 e nel 2006. Cipro aveva consultato la BCE sulle proposte di modifica allo statuto della propria banca centrale in tre occasioni. La BCE ha adottato tre pareri in cui proponeva modifiche che hanno trovato riscontro nella versione finale dello statuto². Nel corso del 2007 la BCE è stata inoltre consultata in merito alle modifiche da apportare ad altri atti normativi ciprioti concernenti questioni monetarie³.

Malta ha consultato la BCE sulle proposte di modifica allo statuto della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta il 30 marzo 2006. La BCE ha adottato un parere⁴ in cui proponeva una serie di modifiche che sono state trasposte negli emendamenti allo statuto. La Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ha

inoltre consultato la BCE il 21 novembre 2006 in merito a ulteriori modifiche al proprio statuto volte a recepire le raccomandazioni contenute nel Rapporto sulla convergenza pubblicato dalla BCE nel 2006. La BCE ha adottato un parere⁵ sulle modifiche che ha trovato riscontro nella versione finale dello statuto della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Il 28 maggio 2007 la BCE è stata inoltre consultata sulle modifiche alla Direttiva n. 1 della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta concernente gli obblighi di riserva e ha adottato un parere in merito a tali emendamenti⁶.

La decisione del Consiglio Ecofin del 10 luglio 2007 ha comportato sia la modifica del regolamento (CE) n. 974/98 del Consiglio per consentire l'introduzione dell'euro a Cipro⁷ e Malta⁸ sia l'adozione del Regolamento (CE) n. 1135/2007 del Consiglio⁹ e del Regolamento (CE) n. 1134/2007 del Consiglio¹⁰, che modificano il Regolamento (CE) n. 2866/98, con cui è stato fissato il tasso di conversione irrevocabile rispettivamente tra l'euro e la lira cipriota e tra l'euro e la lira maltese. Il Consiglio ha consultato la BCE con riguardo ad entrambe le proposte di regolamento, sulle quali la BCE ha adottato un parere¹¹. La BCE è stata inoltre

1 Decisione 2007/503/CE del Consiglio, del 10 luglio 2007, a norma dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, relativa all'adozione della moneta unica da parte di Cipro il 1° gennaio 2008, GU L 186 del 18.7.2007, pag. 29, e Decisione 2007/504/CE del Consiglio, del 10 luglio 2007, a norma dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, relativa all'adozione della moneta unica da parte di Malta il 1° gennaio 2008, GU L 186 del 18.7.2007, pag. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 e CON/2006/50.

3 CON/2007/39 e CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2006/58.

6 CON/2007/16.

7 Regolamento (CE) n. 835/2007, del 10 luglio 2007, che modifica il regolamento (CE) n. 974/98 per quanto concerne l'introduzione dell'euro a Cipro, GU L 186 del 18.7.2007, pag. 1.

8 Regolamento (CE) n. 836/2007 del Consiglio, del 10 luglio 2007, che modifica il regolamento (CE) n. 974/98 per quanto concerne l'introduzione dell'euro a Malta, GU L 186 del 18.7.2007, pag. 3.

9 Regolamento (CE) n. 1135/2007 del Consiglio, del 10 luglio 2007, che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 per quanto concerne il tasso di conversione dell'euro per Cipro, GU L 256 del 2.10.2007, pag. 2.

10 Regolamento (CE) n. 1134/2007 del Consiglio, del 10 luglio 2007, che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 per quanto concerne il tasso di conversione dell'euro per Malta, GU L 256 del 2.10.2007, pag. 1.

11 CON/2007/19, GU C 160 del 13.7.2007, pag. 1.



consultata in merito alla normativa nazionale che definisce il quadro giuridico per l'adozione dell'euro quale moneta di Cipro e Malta¹².

Infine, per la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, l'accordo sugli AEC II¹⁷ è cessato.

Per quanto riguarda l'adeguamento della normativa per l'integrazione della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta nell'Eurosistema, la BCE ha adottato i provvedimenti necessari a consentire il versamento del capitale residuo e il trasferimento delle riserve in valuta estera da ciascuna delle due banche centrali alla BCE¹³. A norma dell'articolo 27.1 dello Statuto del SEBC, il Consiglio direttivo ha adottato raccomandazioni concernenti i revisori esterni dei conti annuali della Banca centrale di Cipro¹⁴ e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta¹⁵ a partire dall'esercizio finanziario 2008. La BCE ha inoltre rivisto il proprio quadro giuridico introducendo, ove necessario, le modifiche risultanti dall'integrazione della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta nell'Eurosistema. Ciò ha comportato un esame delle norme cipriote e maltesi di recepimento della regolamentazione dell'Eurosistema concernente la politica monetaria e Target2. Le controparti cipriote e maltesi hanno quindi potuto partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema dal 3 gennaio 2008. La BCE ha altresì adottato un regolamento in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della BCE in seguito all'introduzione dell'euro a Cipro e Malta¹⁶.

12 CON/2006/10 e CON/2007/1.

13 Decisione BCE/2007/22, del 31 dicembre 2007, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, GU L 28 dell'1.2.2008, pag. 36.

14 Raccomandazione BCE/2007/12, del 15 novembre 2007, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banca centrale di Cipro, GU C 277 del 20.11.2007, pag. 1.

15 Raccomandazione BCE/2007/17, del 29 novembre 2007, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, GU C 304 del 15.12.2007, pag. 1.

16 Regolamento BCE/2007/11, del 9 novembre 2007, in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro a Cipro e Malta, GU L 300 del 17.11.2007, pag. 44.

17 Accordo, del 14 dicembre 2007, tra la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che modifica l'accordo del 16 marzo 2006 tra la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che stabilisce le procedure operative di un meccanismo di cambio per la terza fase dell'unione economica e monetaria, GU C 319 del 29.12.2007, pag. 7.

3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA BANCA CENTRALE DI CIPRO E DELLA BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA NELL'Eurosistema

A seguito della decisione del Consiglio Ecofin del 10 luglio 2007 relativa all'adozione dell'euro da parte di Cipro e Malta il 1° gennaio 2008, la BCE ha predisposto misure di carattere tecnico finalizzate a una piena integrazione della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta nell'Eurosistema. In linea con le disposizioni del Trattato, le due banche centrali sono entrate a far parte dell'Eurosistema esattamente con gli stessi diritti e doveri delle BCN degli Stati membri dell'UE che avevano già adottato l'euro.

I preparativi tecnici per l'integrazione delle banche centrali di Cipro e Malta nell'Eurosistema sono stati condotti dalla BCE in stretta collaborazione con queste ultime e, ove necessario, tramite rapporti multilaterali con le tredici BCN dell'area dell'euro. Tali preparativi hanno riguardato un ampio insieme di questioni, in particolare nei campi della rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria, delle operazioni di politica monetaria, della gestione delle riserve in valuta estera e delle operazioni in cambi, dei sistemi di pagamento, delle statistiche e della produzione di banconote. Per quanto concerne gli aspetti operativi, i preparativi hanno compreso una verifica particolareggiata degli strumenti e delle procedure per l'attuazione delle operazioni di politica monetaria e in cambi.

3.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

L'introduzione dell'euro a Cipro e Malta, avvenuta il 1° gennaio 2008, ha comportato l'assoggettamento delle istituzioni creditizie insediate nei due paesi agli obblighi di riserva dell'Eurosistema a partire da quella data. Tuttavia, poiché il 1° gennaio 2008 coincideva circa con la metà del regolare periodo di mantenimento delle riserve dell'Eurosistema compreso tra il 12 dicembre 2007 e il 15 gennaio 2008, è stato necessario predisporre misure transitorie per l'applicazione dell'obbligo di riserva a Cipro e Malta durante tale periodo e per il calcolo dell'aggregato soggetto a riserva delle rispettive controparti. L'elenco

delle 215 istituzioni creditizie cipriote e delle 22 maltesi assoggettate all'obbligo di riserva dell'Eurosistema è stato pubblicato sul sito Internet della BCE per la prima volta il 31 dicembre 2007.

L'ingresso di Cipro e Malta nell'area dell'euro ha comportato un aumento dell'obbligo di riserva per il complesso dell'area inferiore all'1 per cento (1,1 miliardi e 0,4 miliardi di euro rispettivamente). I fattori autonomi di liquidità nel bilancio delle due banche centrali hanno ridotto il fabbisogno di liquidità del settore bancario dell'intera area, in media, di 2,7 miliardi di euro nel periodo compreso tra il 1° e il 15 gennaio 2008. Ai fini del calcolo di tale dato anche le operazioni di politica monetaria finalizzate all'assorbimento di liquidità effettuate dalla Banca centrale di Cipro e dalla Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta prima di entrare a far parte dell'area dell'euro, che erano tutte giunte a scadenza il 4 gennaio, sono considerate fattori autonomi. Tenendo conto sia dell'obbligo di riserva che dei fattori autonomi, l'ingresso di Cipro e Malta nell'area dell'euro ha pertanto ridotto il fabbisogno di liquidità complessivo del settore bancario dell'area di 1,2 miliardi di euro, equivalenti allo 0,3 per cento del fabbisogno aggregato.

In generale, tale avanzo di liquidità di 1,2 miliardi è stato regolarmente veicolato attraverso il mercato interbancario alle banche di altri paesi dell'area dell'euro cosicché potesse esservi usato per l'adempimento dell'obbligo di riserva. Tuttavia, fino al 15 gennaio le controparti cipriote hanno fatto ricorso alle operazioni di deposito presso la banca centrale per un valore medio giornaliero di circa 0,3 miliardi di euro.

La BCE ha tenuto conto dell'impatto sulle condizioni di liquidità dell'area dell'euro adattando gli importi aggiudicati nelle sue operazioni di rifinanziamento principale già a partire dall'operazione regolata il 28 dicembre e giunta a scadenza il 4 gennaio. Considerato l'avanzo di liquidità, le controparti di Cipro e Malta hanno presentato solo un numero trascurabile di richieste nelle operazioni di

rifinanziamento principale dell'inizio del 2008. Tuttavia, hanno partecipato alle operazioni di fine tuning finalizzate all'assorbimento di liquidità condotte il 2 e il 3 gennaio, depositando 0,3 e 0,5 miliardi di euro presso l'Eurosistema.

Al momento dell'ingresso nell'area dell'euro, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hanno altresì adottato il sistema di garanzie dell'Eurosistema e hanno segnalato attività situate nei rispettivi paesi idonee a essere utilizzate nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema dal 1° gennaio 2008 per 4,2 e 3,1 miliardi di euro rispettivamente.

Banka Slovenije e dalla Banque centrale du Luxembourg, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hanno concordato di unire le attività operative per la gestione della loro quota delle attività di riserva della BCE con la Banca di Grecia e la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland rispettivamente. In connessione al trasferimento di attività di riserva alla BCE, alla Banca centrale di Cipro e alla Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta è stato riconosciuto un credito denominato in euro nei confronti della BCE.

3.2 IL CONTRIBUTO AL CAPITALE, ALLE RISERVE E ALLE ATTIVITÀ DI RISERVA DELLA BCE

Al momento dell'adesione al SEBC, il 1° maggio 2004, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hanno versato il 7 per cento della quota da loro sottoscritta del capitale della BCE, come contributo ai costi operativi di quest'ultima. In conformità dell'articolo 49 dello Statuto del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno versato la parte restante della quota sottoscritta il 1° gennaio 2008. Le quote complessive sottoscritte ammontano rispettivamente a 7,2 e 3,6 miliardi di euro, equivalenti allo 0,1249 e allo 0,0622 per cento del capitale sottoscritto della BCE (pari a 5,761 miliardi di euro al 1° gennaio 2008).

All'inizio del 2008, in conformità agli articoli 30 e 49.1 dello Statuto del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hanno trasferito riserve in valuta (per 73,4 e 36,6 milioni di euro rispettivamente) alla BCE in proporzione a quelle già trasferite dalle altre BCN dell'area dell'euro, in base alla propria quota di capitale sottoscritto della BCE. Il 15 per cento del contributo totale è stato versato in oro e il restante 85 per cento in attività denominate in dollari statunitensi. Dopo il precedente stabilito nel 2007 dalla

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO A CIPRO E MALTA

A distanza di sei anni dalla positiva introduzione delle banconote e delle monete in euro simultaneamente in dodici paesi dell'area e un anno dopo l'ingresso della Slovenia nell'Eurosistema, il 1° gennaio 2008 le banconote e le monete in euro sono state introdotte con successo a Cipro e Malta. Dopo un periodo di doppia circolazione di un mese, la moneta unica è subentrata a tutti gli effetti alla sterlina cipriota e alla lira maltese.

Come nelle precedenti operazioni di cambio del segno monetario, la tempestività e l'accuratezza dei preparativi sono stati elementi essenziali a garantire la regolare introduzione delle banconote e delle monete in euro. Sia Cipro che Malta hanno stabilito i programmi per la sostituzione del contante con largo anticipo rispetto all'*€-Day*. Tali programmi si sono basati, fra l'altro, sul quadro giuridico di riferimento adottato nel luglio 2006 dal Consiglio direttivo in merito a taluni preparativi per la sostituzione del contante in euro e alla consegna anticipata di prima e seconda istanza delle banconote e delle monete in euro al di fuori dell'area dell'euro.

In seguito alla decisione adottata dal Consiglio Ecofin il 10 luglio 2007, con la quale Cipro e Malta hanno introdotto l'euro come valuta a corso legale dal 1° gennaio 2008, le banche centrali dei due paesi hanno potuto ricevere in prestito dall'Eurosistema le banconote necessarie per la preparazione al *changeover* e per coprire il fabbisogno di biglietti nel 2008.

Per coprire il fabbisogno di lancio della nuova valuta, l'Eurosistema ha fornito alla Banca centrale di Cipro un volume totale di 79,1 milioni di banconote in euro, per un valore nominale di 1.730,0 milioni di euro, prelevandole dalle proprie scorte, mentre la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ha ricevuto 72,0 milioni di banconote, per un valore nominale di 1.566,0 milioni di euro. Per ragioni attinenti alla vicinanza geografica e a vantaggi di natura logistica, la consegna dei biglietti per conto dell'Eurosistema è stata effettuata dalla

Banca di Grecia, dalla Banca d'Italia e dal Banco de Portugal.

Per l'approvvigionamento delle monete in euro, le autorità competenti dei due paesi hanno preferito ricorrere a procedure pubbliche di gara. Nel caso di Cipro, la Zecca finlandese ha coniato 395,0 milioni di monete, per un valore nominale di 100,3 milioni di euro, mentre la Zecca di Parigi ha coniato per Malta 200,0 milioni di monete, per un valore nominale di 56,1 milioni di euro.

La Banca centrale di Cipro ha avviato la consegna anticipata delle monete in euro alle istituzioni creditizie il 22 ottobre 2007 e quella delle banconote il 19 novembre 2007. Contemporaneamente è stata avviata anche la consegna anticipata di seconda istanza ai piccoli esercizi commerciali e ai produttori di dispositivi self-service. Al fine di assicurare un'ampia diffusione delle monete prima della sostituzione, dal 3 dicembre 2007 sono stati resi disponibili alle imprese e agli esercizi commerciali 40.000 kit di avvio, ciascuno del valore di 172 euro, mentre 250.000 mini kit, ciascuno del valore di 10 sterline cipriote, sono stati messi in vendita al pubblico.

A Malta la consegna anticipata delle monete in euro ha avuto inizio a fine settembre 2007, mentre quella dei biglietti a fine ottobre. La consegna anticipata di seconda istanza delle banconote e delle monete a imprese e a piccoli esercizi commerciali, compresa la distribuzione di kit d'avvio, ciascuno contenente monete per 131 euro, è iniziata il 1° dicembre 2007. Dal 10 dicembre il pubblico ha avuto la possibilità di acquistare 330.000 mini kit, ciascuno del valore di 11,65 euro.

In entrambi i paesi le operazioni di consegna anticipata di prima e seconda istanza, che hanno contribuito all'ampia diffusione del contante prima del lancio, sono state portate a termine nei tempi previsti e sono risultate essenziali per il regolare svolgimento delle procedure. La sostituzione del contante a Cipro e Malta è stata agevolata anche dalla rapida

trasformazione dei distributori automatici di contante (*automated teller machines*), che sono stati adeguati prima dell'*€-Day* oppure il 1° gennaio stesso. Inoltre, fin dal primo giorno i piccoli esercizi commerciali hanno dato il resto degli importi ricevuti nel corso delle transazioni esclusivamente in euro.

In entrambi i paesi il *changeover* ha assunto il carattere di un “big bang”, nel senso che le banconote e le monete in euro sono divenute la valuta ufficiale nel momento stesso in cui sono state introdotte sul mercato. La Banca centrale di Cipro e quella di Malta rimborseranno le banconote nelle rispettive valute nazionali per dieci anni e le monete per due anni.

A seguito dell'introduzione dell'euro a Cipro e Malta, le BCN nell'area hanno effettuato il servizio di cambio delle banconote denominate in sterlina cipriota e in lira maltese al valore di parità con l'euro dal primo giorno lavorativo del 2008 fino al 29 febbraio 2008, a titolo gratuito¹⁸. L'ammontare giornaliero massimo previsto era pari a 1.000 euro per ciascun soggetto o operazione.

LA CAMPAGNA INFORMATIVA SULL'INTRODUZIONE DELL'EURO

La BCE, di concerto con le banche centrali di Cipro e di Malta, ha elaborato e realizzato una vasta campagna informativa in preparazione del cambio del segno monetario in questi paesi il 1° gennaio 2008, con l'obiettivo di accrescere la familiarità del pubblico con le caratteristiche visive e di sicurezza delle banconote e delle monete in euro e con le modalità del *changeover*. Particolare attenzione è stata rivolta alle categorie dei gestori professionali del contante e dei cittadini ipovedenti, per i quali sono stati organizzati incontri di formazione e materiali informativi specifici.

Il logo “L'euro, la nostra moneta”, che è basato sul logo utilizzato nel 2002 per la campagna informativa sull'introduzione delle banconote e monete in euro, è comparso in tutte le attività

di comunicazione congiunte connesse al cambio del segno monetario a Cipro e Malta.

La campagna informativa congiunta sull'euro ha utilizzato diversi mezzi di comunicazione, quali attività di ricerca e pubblicazioni, programmi basati su comunicati stampa, pubbliche relazioni e collaborazioni, oltre a pagine dedicate sul sito Internet. Alla luce della ricerca qualitativa condotta nel 2006 a livello europeo, nelle comunicazioni sul contante in euro si è scelto di privilegiare l'elemento umano. Per suscitare l'interesse della popolazione, infatti, i materiali informativi hanno mostrato immagini di cittadini ciprioti e maltesi impegnati in situazioni che richiedono l'utilizzo del contante. La campagna ha tenuto conto anche dell'esperienza acquisita nella campagna informativa sull'euro in Slovenia, paese in cui l'efficacia dei vari mezzi di comunicazione utilizzati è stata confermata da un'indagine condotta nel febbraio 2007.

La BCE ha realizzato quasi 1,8 milioni di pubblicazioni in greco, maltese, inglese e turco, distribuite dalle banche centrali di Cipro e Malta. Le famiglie cipriote e maltesi hanno ricevuto 560.000 opuscoli informativi. Oltre a queste pubblicazioni, ogni famiglia di Cipro ha ricevuto una calcolatrice in euro e due *card* con le banconote in euro, mentre le famiglie maltesi hanno ricevuto due *card* per la conversione in euro. Si tratta di *card* tascabili che riportano due immagini visibili alternativamente quando vengono inclinate. A Malta la *card* riportava una tavola per la conversione degli importi in euro e lira maltese, e sul retro una banconota da 20 euro con le sue caratteristiche di sicurezza. A Cipro le *card* mostravano una riproduzione delle banconote da 20 e 50 euro con le relative caratteristiche di sicurezza.

¹⁸ L'articolo 52 dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali stabilisce che il Consiglio direttivo della BCE adotti tutte le misure necessarie ad assicurare che le banconote denominate in valute con tassi di cambio con l'euro irrevocabilmente fissati siano cambiate dalle BCN al loro rispettivo valore di parità. A tale riguardo, il 24 luglio 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un Indirizzo relativo al cambio di queste banconote.

Particolare attenzione è stata rivolta ai cittadini ipovedenti, adottando una *talking card* sull'euro, un prodotto innovativo basato sul principio delle *birthday card* musicali, contenente un chip elettronico con un messaggio preregistrato di tre minuti che descrive le principali caratteristiche dell'euro e le modalità di conversione a livello locale.

Numerose relazioni pubbliche e iniziative di comunicazione hanno suscitato ampio interesse sulla stampa: striscioni sull'euro esposti negli edifici delle banche centrali di Cipro e Malta, una conferenza sull'euro a Malta per stimolare il dialogo sugli aspetti economici e pratici dell'euro, una lezione per il mondo accademico a Cipro, oltre ai festeggiamenti per l'euro a Malta e Cipro, rispettivamente il 12 e 18 gennaio 2008. Per fornire informazioni di fonte autorevole più dettagliate sull'organizzazione, le responsabilità e le attività della BCE e dell'Eurosistema, nel settembre 2007 la BCE ha organizzato presso la sede di Francoforte un seminario di due giorni per i giornalisti ciprioti e maltesi.



CAPITOLO 4

LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce alla buona conduzione delle politiche delle autorità nazionali competenti in relazione alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario. Esso inoltre fornisce consulenza a queste autorità e alla Commissione europea in merito alla portata e all'applicazione della legislazione comunitaria in materia.

1.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

La BCE, in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee, BSC*) del SEBC, ha come obiettivo la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario¹. Le principali attività consistono nel monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria e nella valutazione della capacità del sistema finanziario di far fronte agli shock. Particolare attenzione è dedicata alle banche, poiché ancora oggi esse rappresentano i più importanti intermediari di fondi, nonché il principale canale potenziale di propagazione del rischio all'interno del sistema finanziario. Nel contempo, la crescente rilevanza dei mercati e delle istituzioni finanziarie e i collegamenti esistenti tra questi e le banche richiedono che le vulnerabilità presenti in tali componenti del sistema finanziario siano oggetto di monitoraggio da parte del SEBC.

ANDAMENTI CONGIUNTURALI

Le turbolenze verificatesi nei mercati finanziari nella seconda metà del 2007 hanno sollevato diverse questioni riguardanti la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. I principali sviluppi intervenuti, le loro dinamiche e gli insegnamenti ricavabili da tale episodio sono esaminati in questo Rapporto (cfr. la sezione 2 del capitolo 1) e in altre pubblicazioni della BCE, in particolare la *Financial Stability Review*. Nel complesso, malgrado le turbolenze, nel 2007 il sistema finanziario dell'area dell'euro è rimasto solido e resistente. Tuttavia, la capacità del sistema di far fronte agli shock è stata messa a dura prova durante la seconda metà dell'anno. Benché per tutto il 2007 il contesto macroeconomico abbia fornito un contributo

in larga parte positivo alla stabilità del sistema finanziario, in luglio e agosto si è verificato un repentino deterioramento delle condizioni del mercato finanziario. Tale episodio di turbolenza finanziaria, innescato da un brusco aumento dei tassi di inadempienza relativi ai mutui ipotecari *subprime* statunitensi, ha comportato una revisione al rialzo delle valutazioni della rischiosità del credito da parte degli operatori in diversi mercati e ha determinato infine forti disordini nel funzionamento dei principali mercati di raccolta.

Nel periodo precedente le turbolenze, il sistema finanziario dell'area dell'euro si trovava in una posizione solida, frutto di una fase pluriennale di forte redditività del settore bancario, protrattasi fino alla prima metà del 2007. Pertanto il sistema bancario ha potuto contare su ampie disponibilità con cui far fronte alle turbolenze. Il miglioramento della redditività delle grandi banche dell'area dell'euro nei primi sei mesi dell'anno è in gran parte riconducibile alla crescita vigorosa del reddito da commissioni; l'andamento del reddito netto da interessi ha invece continuato a subire pressioni al ribasso, in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti piatta e nonostante l'espansione robusta, anche se in fase di decelerazione, dei prestiti al settore privato. La redditività delle grandi banche dell'area dell'euro è stata inoltre favorita dal livello ancora contenuto degli accantonamenti a fronte del deterioramento della qualità del credito. Tuttavia, i livelli di redditività delle banche hanno risentito nella seconda metà dell'anno della revisione al rialzo delle valutazioni della rischiosità del credito e dell'inasprimento delle condizioni di mercato per l'approvvigionamento delle fonti di liquidità. Tale impatto negativo è stato dovuto in parte ai cambiamenti nella valutazione dei crediti *subprime* e dei prodotti di finanza strutturata nonché degli impegni a fronte di prestiti ad

1 Dalla fine del 2004 la BCE pubblica un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro intitolato "Financial Stability Review". Nel 2007 essa ha pubblicato anche le seste edizioni dei rapporti su "EU banking sector stability" e "EU banking structures". Queste pubblicazioni presentano i principali risultati dell'attività di monitoraggio delle strutture e della stabilità del settore bancario da parte del BSC e sono disponibili sul sito Internet della BCE.

elevato grado di leva. Le turbolenze nel mercato del credito hanno influito in particolar modo sui proventi da commissione delle banche, mentre gli intermediari che facevano ricorso a fonti di raccolta all'ingrosso hanno anche sperimentato difficoltà nell'accrescere le fonti di reddito netto da interessi.

Benché l'elevata redditività conseguita nella prima metà del 2007 abbia continuato a fornire un contributo positivo alla dotazione patrimoniale delle banche, il coefficiente di solvibilità è lievemente diminuito, poiché le attività ponderate per il rischio sono cresciute ad un tasso più elevato rispetto a quello registrato dalla componente patrimoniale. Ciononostante, i coefficienti di solvibilità sono rimasti nella prima metà del 2007 ampiamente al di sopra dei requisiti minimi regolamentari. Nonostante l'andamento sfavorevole della redditività nella seconda metà dell'anno, le turbolenze nei mercati finanziari non dovrebbero avere effetti diretti di rilievo sul coefficiente di solvibilità delle grandi banche dell'area dell'euro nel 2007, a dimostrazione del fatto che tali istituzioni mantengono un'adeguata capacità a far fronte agli shock.

Oltre alle possibili ripercussioni delle turbolenze sui mercati del credito, i rischi che si pongono in futuro per il sistema bancario dell'area dell'euro riguardano principalmente l'eventualità di andamenti avversi del ciclo del credito, con riflessi negativi sulla qualità dell'attivo delle banche e sugli accantonamenti a fronte di un deterioramento della qualità degli impieghi. Inoltre, la possibilità che il processo di riassorbimento degli squilibri mondiali si svolga in maniera disordinata continua a rappresentare nel medio periodo una fonte di rischi per la stabilità finanziaria internazionale.

Le condizioni finanziarie nel settore assicurativo dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare nella prima metà del 2007, consolidando i progressi registrati a partire dal 2004. Tale andamento positivo è stato favorito dall'ulteriore crescita dei premi, oltre che dal contenimento dei costi e dalla dinamica moderata delle perdite. Il rafforzamento del reddito da investimenti,



derivante dall'evoluzione positiva dei mercati azionari nei primi sei mesi dell'anno, ha anch'esso concorso al miglioramento della redditività. Alcuni rischi continuano tuttavia a gravare sul settore delle assicurazioni, rischi che potrebbero essersi riacutizzati. Fra i principali rischi fronteggiati dalle imprese del settore assicurativo continuano a figurare quelli collegati al mercato finanziario. Mentre l'esposizione delle società di assicurazione dell'area dell'euro ai mutui ipotecari *subprime* e ai prodotti di finanza strutturata appare contenuta, gli effetti secondari derivanti dalle perduranti difficoltà nelle condizioni dei mercati del credito potrebbero sollevare qualche preoccupazione. Ulteriori rischi potrebbero scaturire dall'accresciuta concorrenza, in particolare nel ramo danni del settore assicurativo, che potrebbe esercitare pressioni al ribasso sulla crescita dei premi.

L'industria mondiale dei fondi speculativi (*hedge fund*) ha continuato nel complesso a espandersi nel 2007, sebbene le dinamiche degli afflussi netti siano variate significativamente nel corso dell'anno. Tali afflussi sono stati assai cospicui nella prima metà dell'anno, nonostante il breve episodio di turbolenza nei mercati finanziari a cavallo fra febbraio e marzo. In seguito, tuttavia, gli afflussi netti degli investitori a favore del settore degli *hedge fund* sono stati influenzati

negativamente dalle turbolenze nei mercati del credito e dalle perdite diffuse registrate in agosto, che hanno avuto un impatto su tutte le strategie di investimento perseguite da tali fondi. Nondimeno, alla fine del terzo trimestre 2007 i rendimenti cumulati dall'insieme del settore degli *hedge fund* a partire da inizio anno restavano positivi.

ANDAMENTI STRUTTURALI

Gli andamenti strutturali del settore bancario, che hanno generalmente cicli molto lunghi, possono avere conseguenze di rilievo per la stabilità del sistema finanziario. Nel 2007 sono proseguite le principali tendenze di lungo periodo per quanto riguarda il consolidamento e l'intermediazione. La struttura dei mercati bancari continua a differire significativamente tra Stati membri dell'UE.

Il processo di consolidamento, evidenziato dalla riduzione del numero degli istituti di credito, è proseguito a livello aggregato, seppure a un ritmo calante. A fine 2006 il numero di istituti di credito nell'UE a 25 risultava diminuito del 2 per cento rispetto al 2005. Al contempo, l'intermediazione bancaria, misurata in base al totale delle attività bancarie, ha continuato a crescere a un ritmo superiore a quello del PIL nominale. Considerati congiuntamente, il declino del numero degli istituti di credito e l'aumento degli attivi bancari indicano una crescente importanza degli istituti di maggiori dimensioni.

La riduzione nel numero di istituti di credito è strettamente collegata all'attività, principalmente a livello nazionale, di fusione e acquisizione all'interno del settore bancario dell'UE. Al tempo stesso, nel 2007 è proseguita la tendenza alla diminuzione del numero di operazioni di fusione e acquisizione osservata a partire dal 2000. Le operazioni *cross-border* fra istituti di credito all'interno dell'UE e istituti esterni all'UE rappresentano un'eccezione a tale tendenza, avendo registrato un aumento, in particolare negli ultimi due anni. Il valore delle operazioni di fusione e acquisizione è tuttavia cresciuto nel 2007, soprattutto per effetto di alcune ingenti operazioni concluse in alcuni

Stati Membri. Con l'acquisizione di ABN Amro da parte del consorzio formato da Royal Bank of Scotland, Santander e Fortis, le operazioni transfrontaliere nell'UE hanno raggiunto una dimensione senza precedenti. Ciò mette in luce il rilievo assunto da un numero limitato di operazioni di grandi dimensioni che hanno avuto luogo ogni anno a partire dal 2004.

Per quanto riguarda i canali di distribuzione utilizzati nell'attività bancaria al dettaglio, è possibile individuare diversi sviluppi recenti. Le reti delle filiali vengono ridefinite in termini di ubicazione e servizi offerti, al fine di migliorare l'efficienza dal lato dei costi e l'integrazione all'interno dei nuovi canali distributivi adottati dagli istituti di credito. Inoltre, i canali elettronici stanno conoscendo un rapido sviluppo, non solo per l'offerta di servizi informativi e transattivi ma anche per la promozione e la vendita di prodotti bancari. Al fine di far fronte all'intensa concorrenza nel settore del credito al consumo, le banche stanno inoltre intensificando la cooperazione con parti terze, quali dettaglianti, società finanziarie e gruppi di promotori e di imprese di servizi finanziari. Tali sviluppi, e in particolare il crescente ricorso a canali elettronici, potrebbero comportare rischi di vario tipo: rischi operativi, reputazionali, di liquidità, legali e strategici. Tuttavia, non sono stati finora individuati seri fattori di preoccupazione per la stabilità finanziaria, poiché i canali elettronici rivestono ancora un'importanza limitata per gran parte degli istituti bancari.

1.2 ACCORDI IN MATERIA DI STABILITÀ FINANZIARIA

I principali sviluppi relativi agli accordi in materia di stabilità finanziaria nel 2007 attengono al seguito dato ai risultati dell'esercizio di simulazione di una crisi finanziaria a livello di UE condotto nell'aprile del 2006². Il gruppo

² L'esercizio è stato predisposto dal Comitato economico e finanziario allo scopo di mettere alla prova il Memorandum d'intesa per la cooperazione fra le autorità di vigilanza bancaria, le banche centrali e i ministeri finanziari in caso di crisi finanziaria. Per maggiori dettagli, cfr. il Rapporto annuale della BCE 2006, pag. 149.

di lavoro ad hoc sugli accordi in materia di stabilità finanziaria nell'UE (*Ad Hoc Working Group on EU Financial Stability Arrangements*) del Comitato economico e finanziario (CEF), che ha ricevuto il mandato di valutare alcune delle questioni principali emerse dall'esercizio e all'interno del quale è rappresentata anche la BCE, ha presentato nel settembre del 2007 il suo rapporto conclusivo, contenente varie raccomandazioni successivamente avallate dal CEF. Durante l'intero dibattito, la BCE ha sottolineato che la prevenzione delle crisi finanziarie dovrebbe costituire l'oggetto principale dei lavori, senza tuttavia trascurare gli aspetti pertinenti alla gestione e alla risoluzione di eventuali crisi. Nell'ambito di questa iniziativa, il BSC, in cooperazione con il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS), ha elaborato un quadro analitico di riferimento comune per la valutazione delle implicazioni sistemiche di una crisi finanziaria, allo scopo di fornire un linguaggio comune per la discussione fra le autorità degli Stati membri colpiti da una crisi finanziaria internazionale. Ciò consentirà alle autorità nazionali di affrontare con maggiore efficacia l'impatto di una crisi sulle economie e sui sistemi finanziari nazionali.

A seguito delle raccomandazioni formulate dal CEF, nell'ottobre del 2007 il Consiglio Ecofin ha concordato un piano d'azione strategico per il rafforzamento degli accordi UE in materia di stabilità finanziaria a livello sia comunitario sia nazionale. Quale prima tappa, il Consiglio ha adottato una serie di principi comuni per la gestione delle crisi finanziarie internazionali che saranno inclusi nel Memorandum d'intesa tra le banche centrali, le autorità di vigilanza e i ministri finanziari degli Stati membri dell'UE, la cui firma è prevista per la primavera del 2008 e che estenderà quello stipulato nel 2005. Nella sua nuova versione, il Memorandum conterrà anche il summenzionato quadro analitico di riferimento, nonché linee guida pragmatiche per la gestione delle crisi ispirate a una concezione comune delle misure da adottare nell'eventualità di una crisi internazionale. Il Consiglio Ecofin

ha inoltre sollecitato gli Stati membri che condividono preoccupazioni comuni in materia di stabilità finanziaria a elaborare e sottoscrivere "accordi specifici di cooperazione volontaria" che siano coerenti con il nuovo Memorandum a livello UE e tengano conto degli accordi stabiliti a livello transfrontaliero tra le autorità di vigilanza per la prevenzione delle crisi. La Commissione europea è stata invitata a valutare, in stretta cooperazione con gli Stati membri, la possibilità di apportare miglioramenti e, ove necessario, a proporre modifiche regolamentari con particolare riferimento allo scambio di informazioni, al trasferimento transfrontaliero di attività, alla liquidazione di gruppi bancari e ai dispositivi di tutela dei depositi. Attualmente, avvalendosi del contributo tecnico della BCE, la Commissione europea sta già riesaminando la Direttiva 2001/24/CE in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi, con l'obiettivo di presentare nel 2008 le proprie proposte per l'ulteriore rafforzamento degli accordi per la risoluzione e la gestione delle crisi dei gruppi bancari dell'UE.

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 ASPETTI GENERALI

Assicurare l'efficienza e l'efficacia dell'assetto regolamentare e di vigilanza per i servizi finanziari dell'UE è stata una delle priorità fondamentali degli ultimi anni. La procedura Lamfalussy³ per la regolamentazione e la vigilanza finanziarie, adottata nel 2002 per il settore dei valori mobiliari ed estesa nel 2005 ai settori bancario e assicurativo, è stata concepita per fornire una appropriata cornice istituzionale riguardo a tale aspetto.

I progressi compiuti nel campo della convergenza e della cooperazione nell'ambito della procedura Lamfalussy sono stati oggetto di attento monitoraggio. Una prima esaustiva revisione dell'assetto realizzato con la procedura Lamfalussy per la regolamentazione e la vigilanza nei vari settori finanziari è stata condotta nella seconda metà del 2007: le conclusioni di tale processo sono state adottate dal Consiglio Ecofin nella riunione del 4 dicembre 2007. Il processo di revisione si è avvalso delle valutazioni condotte da varie istituzioni e organismi dell'UE, fra cui la Commissione europea, l'*Inter-Institutional Monitoring Group*, il Comitato per i servizi finanziari (*Financial Services Committee*, FSC) e il Parlamento europeo. Il 30 novembre 2007 è stato pubblicato il contributo dell'Eurosistema, il quale ha sostenuto attivamente la procedura Lamfalussy dalla sua applicazione e ne ha seguito da vicino gli sviluppi in relazione al compito ad esso assegnato di contribuire ad una buona conduzione delle politiche riguardanti la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario.

Nel suo contributo, l'Eurosistema ha rilevato che l'evoluzione del mercato – in particolare i progressi dell'integrazione bancaria, la crescente importanza dei gruppi bancari dell'UE con operatività internazionale rilevante e il diffondersi della tendenza all'accentramento delle funzioni operative – mette in evidenza la necessità di rafforzare la convergenza e la cooperazione transfrontaliere nella vigilanza sulle banche dell'UE. Ciò consentirebbe alle

autorità di vigilanza di svolgere un monitoraggio efficace e di reagire prontamente ai rischi finanziari internazionali, assicurando al tempo stesso agli operatori di mercato modalità di interazione più efficienti con le autorità e parità di trattamento. Al fine di conseguire questi obiettivi si rendono necessari miglioramenti ad ogni fase del processo di regolamentazione e vigilanza. L'Eurosistema ritiene inoltre che occorra rafforzare il ruolo del CEBS all'interno dell'assetto istituzionale dell'UE e attribuire maggiore enfasi alle responsabilità dei membri del CEBS per quanto riguarda la promozione della convergenza e della cooperazione a livello europeo. Andrebbero al contempo specificati con maggiore chiarezza gli obiettivi delle politiche comunitarie. Quanto all'assetto regolamentare, l'Eurosistema considera necessario un ulteriore rafforzamento della convergenza della legislazione bancaria dell'UE. Se da un lato la principale priorità nell'ambito della cooperazione fra autorità di vigilanza del paese di origine e autorità del paese ospitante riguarda l'effettiva applicazione del nuovo quadro regolamentare istituito dalla Direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (*Capital Requirements Directive*, CRD)⁴, dall'altro andrebbe valutata l'opportunità di ulteriori chiarimenti su alcuni aspetti. In tale contesto, specifica attenzione andrebbe dedicata agli accordi di cooperazione fra autorità del paese di origine e autorità del paese ospitante relativamente alle filiali bancarie estere, in

3 La procedura Lamfalussy è composta da quattro livelli. Al Livello 1, i principi di base della legislazione sono elaborati attraverso il normale processo legislativo: una procedura di co-decisione che coinvolge il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE, su proposta della Commissione europea. Al Livello 2, le misure di attuazione della legislazione di Livello 1 sono adottate o emendate attraverso procedure più snelle. Il Livello 3 si riferisce al lavoro dei Comitati di Livello 3 al fine di rafforzare la cooperazione e la convergenza nella vigilanza. Il Livello 4 riguarda le misure intraprese dalla Commissione per assicurare il rispetto della legislazione europea. Per maggiori dettagli, cfr. il rapporto *Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*, 15 febbraio 2001, disponibile sul sito Internet della Commissione europea. Cfr. inoltre il Rapporto annuale della BCE 2003, p. 118.

4 La CRD si compone di due direttive (rifuse) del 14 giugno 2006: la Direttiva 2006/48/CE relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio e la Direttiva 2006/49/CE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

particolare nell'ottica di garantire un adeguato coinvolgimento dell'autorità del paese ospitante nel caso di filiali di dimensioni rilevanti. Al fine di promuovere la convergenza delle regole di vigilanza, l'Eurosistema sottolinea l'importanza di un rafforzamento dei processi decisionali del CEBS, che dovrebbe essere accompagnato da un'applicazione basata sul principio di "conformità o giustificazione" (*comply-or-explain*), di un'effettiva informativa al pubblico e dello svolgimento di analisi comparate (*peer review*). Infine, sono state recentemente introdotte diverse misure per la promozione della convergenza delle attività di vigilanza. Esse riguardano soprattutto la coerente applicazione delle norme e degli indirizzi del CEBS, il collegamento operativo (*operational networking*) fra i collegi di autorità di vigilanza competenti per i gruppi bancari dell'UE, la delega di compiti e la mediazione fra autorità di vigilanza, le iniziative per promuovere una cultura di vigilanza comune. L'Eurosistema ritiene importante che queste misure siano attuate efficacemente e ulteriormente sviluppate in un futuro prossimo.

2.2 IL SETTORE BANCARIO

La BCE, in cooperazione con il BSC, ha svolto dei lavori riguardanti la gestione del rischio di liquidità da parte delle banche. Un rapporto sulla gestione del rischio di liquidità per i gruppi bancari transfrontalieri nell'UE è stato finalizzato nel primo trimestre del 2007; esso ha consentito di fornire un contributo tempestivo al lavoro di regolamentazione condotto in quest'ambito dalla Commissione europea. Il rapporto è stato inoltre portato all'attenzione del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del CEBS come contributo al lavoro svolto da tali Comitati in questo campo.

Una versione più snella del rapporto è stata pubblicata nell'ottobre del 2007 come sezione monografica all'interno del rapporto della BCE dal titolo *EU banking structures*. Essa si sofferma in particolare sugli aspetti concernenti la regolamentazione in materia di liquidità e

gli sviluppi organizzativi della gestione del rischio di liquidità da parte delle banche *cross-border*, nonché sulle potenziali implicazioni sul piano della stabilità finanziaria. Le principali conclusioni cui giunge il rapporto sono sintetizzabili come segue. In primo luogo, le banche *cross-border* non ritengono che la frammentazione della regolamentazione in materia di rischio di liquidità all'interno dell'UE sia fonte di vincoli indebiti per la gestione transfrontaliera della liquidità intragruppo. Tuttavia, esse indicano che norme di altro tipo, relative agli accordi fra autorità del paese di origine e del paese ospitante e ai limiti sui grandi fidi, potrebbero rivelarsi di ostacolo alla gestione efficiente del rischio di liquidità. In secondo luogo, pur riconoscendo l'utilità delle iniziative intraprese dalle banche centrali per far fronte ai problemi riguardanti i flussi internazionali di liquidità e l'uso transfrontaliero di garanzie collaterali, le banche internazionali rilevano che potrebbero ancora rimanere degli ostacoli all'accentramento della liquidità e all'impiego transfrontaliero delle garanzie. In terzo luogo, benché rimangano delle differenze nella gestione del rischio di liquidità da parte delle banche *cross-border*, viene confermata la tendenza verso l'accentramento delle politiche e procedure di gestione della liquidità e il decentramento della sua gestione quotidiana. In quarto luogo, non sono ancora largamente diffusi metodi interni sofisticati di gestione del rischio di liquidità, ma le banche maggiori che vi fanno ricorso desidererebbero poterne fare uso anche a fini regolamentari. Dall'altro lato, le banche minori utilizzano attualmente i coefficienti di liquidità regolamentari anche ai fini della gestione interna. Infine, i principali sviluppi di mercato con ripercussioni per la gestione del rischio di liquidità delle banche sono risultati essere l'accorciamento dell'orizzonte temporale per gli obblighi di pagamento delle banche, il ricorso a fonti di raccolta basate sul mercato e potenzialmente più volatili e l'accresciuta domanda di garanzie collaterali di qualità elevata.

In prospettiva, la BCE, in cooperazione con il BSC, continuerà a svolgere lavori in questo

importante ambito. Il BSC condurrà al riguardo un'analisi delle prassi attualmente applicate dalle banche dell'UE in materia di prove di stress per il rischio di liquidità e programmi di emergenza per il reperimento di fondi.

La BCE sta inoltre esaminando i potenziali effetti prociclici della CRD. Ai sensi di tale direttiva, la Commissione europea, in cooperazione con gli Stati membri e tenendo conto del contributo della BCE, ha ricevuto il mandato di monitorare periodicamente se i requisiti patrimoniali minimi producano effetti significativi sul ciclo economico, e di proporre se del caso misure correttive. A tal fine, il BSC e il CEBS stanno elaborando congiuntamente un quadro analitico di riferimento per valutare il potenziale impatto prociclico generato dal nuovo schema di regolamentazione patrimoniale.

del rapporto sulle istituzioni ad alto grado di leva predisposto dal Forum per la stabilità finanziaria (FSF), è stata consensualmente ribadita a livello internazionale la preferenza per l'attuale approccio regolamentare indiretto, basato sull'attento monitoraggio degli *hedge fund* condotto dalle loro controparti – principalmente le banche – e dagli investitori. L'approccio indiretto, unitamente all'adozione delle migliori prassi da parte degli operatori di mercato, è sostenuto anche dalla BCE. Il FSF segue da vicino l'applicazione delle raccomandazioni da esso formulate nei confronti delle autorità di vigilanza, delle controparti, degli investitori e del settore degli *hedge fund* e ha già riferito ai governatori e ai ministri finanziari del G10 in merito ai progressi finora compiuti in quest'ambito.

2.3 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

La BCE ha contribuito ai lavori di regolamentazione dell'UE in materia di valori mobiliari mediante la partecipazione al Comitato europeo dei valori mobiliari. Essa ha inoltre preso parte in qualità di osservatore ai lavori dell'*European Securities Market Expert Group* (ESME), l'organo consultivo istituito dalla Commissione europea per il settore dei valori mobiliari.

In generale, nel 2007 l'attività delle autorità pubbliche è stata dedicata in particolare alla corretta attuazione da parte degli Stati membri della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari e di quella sulla trasparenza, nonché alla valutazione dell'opportunità di ulteriori interventi normativi.

Più specificamente, la BCE ha partecipato attivamente al dibattito condotto in seno ai consessi internazionali ed europei sulla possibilità di sottoporre a regolamentazione il settore degli *hedge fund*, in considerazione dell'importanza crescente che questi rivestono nel sistema finanziario e delle possibili implicazioni per la stabilità finanziaria. Alla luce

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema è fortemente interessato alla realizzazione dell'integrazione finanziaria in Europa, poiché un sistema finanziario ben integrato contribuisce alla trasmissione fluida ed efficace degli impulsi di politica monetaria all'area dell'euro e rileva ai fini del compito dell'Eurosistema di salvaguardia della stabilità finanziaria. L'integrazione finanziaria favorisce altresì l'efficiente operatività e il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento in titoli. Inoltre, tale integrazione, che rappresenta un obiettivo prioritario per l'UE, può concorrere a promuovere lo sviluppo del sistema finanziario, aumentando così il potenziale di crescita economica.

L'Eurosistema distingue fra quattro tipi di attività con cui contribuisce a potenziare l'integrazione finanziaria europea: a) l'azione di sensibilizzazione sull'importanza dell'integrazione finanziaria e il monitoraggio dello stato di avanzamento di tale processo; b) il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno alle iniziative di coordinamento di tale settore; c) la consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta; d) l'offerta di servizi di banca centrale che favoriscono l'integrazione finanziaria. La BCE ha continuato a operare in ciascuno di questi ambiti durante tutto il 2007.

L'AZIONE DI SENSIBILIZZAZIONE E MONITORAGGIO IN MATERIA DI INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Nel marzo 2007 la BCE ha emanato una nuova pubblicazione annuale dal titolo *Financial integration in Europe*, che mira in particolare a favorire ulteriori progressi nell'integrazione finanziaria europea e a sensibilizzare il pubblico in merito al ruolo di sostegno svolto dall'Eurosistema nell'ambito del processo di integrazione finanziaria. Il rapporto si compone di tre capitoli. Il primo presenta la valutazione condotta dalla BCE sullo stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Essa è fondata su una serie di indicatori quantitativi - elaborati in maggiore dettaglio nell'allegato statistico del rapporto

- relativi a diverse importanti componenti del sistema finanziario (quali i mercati monetario, obbligazionario, azionario e bancario e le infrastrutture di mercato), che sono pubblicati con cadenza semestrale sul sito Internet della BCE e annualmente all'interno del nuovo rapporto. Il secondo capitolo, intitolato "Special features", contiene un'analisi approfondita di temi specifici, selezionati in genere per la loro rilevanza ai fini del piano di integrazione finanziaria dell'UE e dell'attuazione dei compiti della BCE. Il secondo capitolo di questa prima edizione è dedicato ai seguenti argomenti: politica monetaria e integrazione finanziaria, potenziamento del quadro regolamentare UE per le banche con attività internazionale, il progetto dell'area unica per i pagamenti in euro (SEPA) e le sue implicazioni per l'integrazione finanziaria. Infine, il terzo capitolo fornisce una rassegna dei contributi forniti dall'Eurosistema nel corso dell'anno per il conseguimento di una maggiore integrazione e sviluppo dei mercati finanziari in Europa.

Nel 2007 la BCE ha inoltre continuato a partecipare attivamente al *network* di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa, gestito insieme al Center for Financial Studies dell'Università di Francoforte sul Meno. La serie di conferenze del *network*, cui partecipano esponenti del mondo accademico, operatori di mercato e responsabili delle politiche, è proseguita con il coinvolgimento attivo delle BCN. La nona conferenza del *network*, tenutasi a Dublino l'8 e il 9 ottobre 2007 e ospitata dalla Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, è stata dedicata alla gestione patrimoniale, alle società di *private equity*, ai flussi internazionali di capitali e al loro ruolo per l'integrazione e l'efficienza finanziaria. Nell'ambito del *network* ogni anno la BCE assegna a giovani ricercatori cinque borse di studio messe a disposizione dal programma "Lamfalussy Fellowships". Poiché l'integrazione finanziaria ha potenziali implicazioni per lo sviluppo del sistema finanziario e per la crescita economica, le attività della BCE in materia di integrazione finanziaria sono strettamente collegate all'analisi più

generale da essa condotta sui fattori di supporto al corretto funzionamento dei sistemi finanziari. I lavori in questo ambito sono proseguiti nel 2007, allo scopo di elaborare uno schema concettuale per la misurazione del grado di sviluppo del sistema finanziario.

RUOLO DI CATALIZZATORE DELLE ATTIVITÀ DEL SETTORE PRIVATO

L'avanzamento dell'integrazione finanziaria europea dipende in larga misura dalle iniziative del settore privato volte a sfruttare le opportunità esistenti per estendere l'operatività al di là dei confini nazionali. Tali iniziative godono del sostegno delle autorità pubbliche.

Nel 2007 l'Eurosistema ha continuato ad appoggiare il progetto di un'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA). Nel corso dell'anno si è raggiunta la fase più importante dell'attuazione del progetto, in vista del lancio della SEPA nel gennaio del 2008. L'Eurosistema ha intensificato le sue attività di catalizzatore intrattenendo un dialogo costante con le banche e le altre parti interessate e rafforzando il coordinamento con la Commissione europea. Nel luglio del 2007 l'Eurosistema ha reso nota la sua posizione in merito all'insieme delle questioni rilevanti attraverso il quinto rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA, che presenta lo stato degli strumenti e delle infrastrutture SEPA e le raccomandazioni in merito, il punto di vista dell'Eurosistema sulle misure di attuazione e di migrazione alla SEPA e le questioni relative all'assetto giuridico della SEPA e alla *governance* dei sistemi e delle strutture pertinenti. L'Eurosistema ha lavorato in strettissima collaborazione con la Commissione europea, specie per promuovere l'adozione della Direttiva sui servizi di pagamento (*Payment Services Directive*, PSD)⁵, approvata dal Parlamento europeo il 24 aprile 2007 e dal Consiglio UE il 15 ottobre 2007. La BCE e la Commissione hanno rilasciato una dichiarazione congiunta dove affermavano di considerare con favore l'adozione della PSD come un passo decisivo verso la realizzazione della SEPA. Per quanto riguarda il processo di attuazione, le

BCN sono direttamente coinvolte nei lavori degli organi nazionali competenti per il passaggio alla SEPA. A livello europeo, la BCE ha fornito un quadro analitico di riferimento per il raffronto fra i piani di attuazione nazionali. L'Eurosistema ha ospitato vari consessi intesi a facilitare l'aperta discussione con le banche, gli utenti e i fornitori delle infrastrutture, e ha dato il suo sostegno a iniziative analoghe intraprese dalle banche e dalla Commissione europea. L'Eurosistema ha inoltre informato l'insieme delle parti interessate mediante opuscoli e attraverso i siti Internet della BCE e delle BCN, e mantiene un elenco di *link* a tutte le fonti pertinenti di informazioni sulla SEPA.

Gli schemi per le carte di pagamento in euro operanti in Europa hanno dovuto conformarsi al relativo quadro di riferimento SEPA fin dall'inizio del 2008, mentre il 28 gennaio 2008 è stato inaugurato il sistema SEPA per i bonifici. Per marcare questo importante passo, la BCE, la Commissione europea e il Consiglio europeo per i pagamenti hanno organizzato il 28 gennaio un evento ufficiale di lancio della SEPA aperto ai soggetti coinvolti nella SEPA e alla stampa.

Fin dal suo inizio nel 2001, l'iniziativa *Short-Term European Paper* (STEP) gode del sostegno della BCE. Dopo il buon esito del lancio del mercato STEP nel luglio 2006, l'Eurosistema continua a partecipare a questa iniziativa in due ambiti principali. In primo luogo, fino al giugno del 2008 la BCE e nove BCN dell'area dell'euro seguiranno a fornire assistenza tecnica al Segretariato STEP per quanto riguarda il relativo marchio. Al Segretariato competerà tuttavia la responsabilità ultima per l'attribuzione e la revoca del marchio STEP. In secondo luogo, la BCE pubblica periodicamente sul proprio sito Internet le statistiche sui rendimenti e i volumi nel mercato STEP. Queste statistiche contribuiranno probabilmente in larga misura a promuovere l'integrazione di tale mercato

5 Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE (GU L 319 del 5.12.2007, pag. 1).



accrescendone la trasparenza. La BCE pubblica statistiche sulle consistenze in essere mensili dal settembre 2006 e dall'aprile 2007 ha iniziato a diffondere dati giornalieri sui rendimenti per alcuni fornitori selezionati di dati. A partire dal 2008 la pubblicazione di statistiche giornaliere dovrebbe essere estesa a tutti i fornitori di dati.

CONSULENZA SULL'ASSETTO REGOLAMENTARE E LEGISLATIVO DEL SISTEMA FINANZIARIO E REGOLAMENTAZIONE DIRETTA

L'Eurosistema contribuisce regolarmente all'elaborazione dell'assetto normativo e regolamentare dell'UE fornendo consulenza sui principali sviluppi e iniziative in atto in questo ambito.

Le attività relative al quadro di riferimento comunitario per la vigilanza finanziaria nel 2007 sono state focalizzate sulla revisione generale della procedura Lamfalussy, cui ha contribuito anche l'Eurosistema (cfr. sezione 2 di questo capitolo). Inoltre, nell'ambito del ruolo consultivo che le spetta in conformità con l'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, la BCE fornisce periodicamente il proprio parere sulla legislazione di secondo livello proposta dalla Commissione (cfr. anche sezione 2).

La BCE ha proseguito i lavori sull'integrazione dei mercati europei del credito ipotecario, in aggiunta al contributo fornito dall'Eurosistema alla fine del 2005 sul Libro verde in materia pubblicato dalla Commissione europea. La BCE presta particolare attenzione ai progressi

nell'integrazione e nello sviluppo di tali mercati per diversi motivi. I mercati ipotecari rilevano ai fini della trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro e possono avere implicazioni importanti per la stabilità finanziaria. I titoli di debito ipotecario svolgono inoltre un ruolo nell'attuazione della politica monetaria attraverso il sistema di garanzie idonee dell'Eurosistema. Sulla base delle consultazioni condotte sul Libro verde, il 18 dicembre 2007 la Commissione europea ha pubblicato un Libro bianco sul medesimo argomento. La BCE contribuisce ai lavori in quest'area tramite la sua partecipazione a vari gruppi di esperti della Commissione e all'*European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG). Il 7 maggio 2007 quest'ultimo ha diffuso un rapporto sugli impedimenti giuridici alle operazioni transfrontaliere di cartolarizzazione nell'UE⁶.

La BCE ha fornito la propria consulenza sulle questioni relative all'integrazione dei sistemi di regolamento titoli e dei sistemi di pagamento. In particolare, è stata coinvolta da vicino nei lavori per la predisposizione di un codice di condotta per la compensazione e il regolamento. Tale codice intende essenzialmente consentire agli utilizzatori la libera scelta del prestatore di servizi preferito ad ogni fase del processo transattivo. A tal fine, esso fornisce prescrizioni in tre ambiti: trasparenza dei prezzi; accesso e interoperabilità; separazione dei servizi e della contabilità. Poiché il codice costituisce uno

6 Cfr. il sito Internet dell'EFMLG all'indirizzo www.efmlg.org.

strumento di autodisciplina, è stato istituito un meccanismo rigoroso di monitoraggio per garantire che tutte le misure siano attuate correttamente e tempestivamente. In linea di principio, il meccanismo si basa sull'opera di revisori esterni e su un gruppo di monitoraggio *ad hoc* costituito dalla Commissione europea, dal *Committee of European Securities Regulators* e dalla BCE. Dal momento che il fine ultimo del codice di condotta è quello di assicurare la libertà di scelta, esso va integrato dalla rimozione completa delle "barriere Giovannini" (così chiamate dal nome del gruppo che nel 2001 le ha individuate) che si frappongono a una compensazione e a un regolamento efficienti e che originano dall'eterogeneità degli standard tecnici e delle prassi operative, dall'incertezza giuridica e dalle diverse procedure fiscali. Della rimozione della prima serie di barriere si occupa il *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group* (CESAME), mentre le barriere di natura fiscale sono attualmente all'esame del *Fiscal Compliance Expert Group* e quelle giuridiche del *Legal Certainty Group*. La BCE ha continuato a partecipare al CESAME e al *Legal Certainty Group*. Infine, la BCE ha contribuito ulteriormente a varie iniziative svolte in quest'ambito a livello mondiale (per esempio da Unidroit), allo scopo di garantire che le azioni dell'UE nell'ambito della compensazione e del regolamento titoli siano complementari e coerenti con gli approcci elaborati dagli organismi internazionali.

L'articolo 65, paragrafo 1, della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari prevede che la Commissione europea presenti una relazione al Parlamento e al Consiglio dell'UE sull'eventuale estensione del campo di applicazione delle disposizioni della direttiva riguardanti gli obblighi di trasparenza alle operazioni relative a strumenti finanziari diversi dalle azioni, e in particolare alle obbligazioni. Gli operatori di mercato e le istanze regolamentari hanno ampiamente dibattuto le implicazioni di una maggiore trasparenza delle contrattazioni per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni, specie per le obbligazioni societarie. La BCE è del parere che non vi siano prove del fatto che

la limitata trasparenza post-negoziata nel mercato obbligazionario sia attualmente fonte di problemi per il mercato. Al tempo stesso, non vi sono nemmeno elementi per ritenere che essa sia indicativa dell'efficiente funzionamento del mercato. In occasione dell'udienza pubblica della Commissione tenutasi l'11 settembre 2007 e degli incontri dell'ESME nel corso del 2007 la BCE ha pertanto proposto che questa lacuna derivante dalla mancanza di esperienza a livello europeo sia colmata mediante un esperimento controllato, guidato dal mercato, da svolgersi nei segmenti sia al dettaglio sia all'ingrosso al fine di valutare l'effetto dell'introduzione graduale della trasparenza post-negoziata nei mercati di determinate obbligazioni

FORNITURA DI SERVIZI DI BANCA CENTRALE CHE PROMUOVONO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Il buon esito dell'introduzione di Target2 il 19 novembre 2007 ha impresso nuovo slancio al processo di integrazione finanziaria europea. Target2 offre per la prima volta un'infrastruttura tecnica comune che consente la fornitura di un servizio armonizzato e garantisce la parità di trattamento per le banche di tutta Europa. Ai pagamenti sia interni sia transfrontalieri è applicata un'unica struttura tariffaria. Target2 offre inoltre una serie armonizzata di servizi di regolamento in contante in moneta della banca centrale per tutti i sistemi periferici. Le nuove funzionalità di Target2 consentono alle banche con operatività internazionale di consolidare i propri processi interni, come quelli di tesoreria e di *back-office*, e di integrare ulteriormente la gestione della liquidità in euro. Inoltre, gli utenti di Target2 godono di un accesso uniforme a un sistema esauriente *online* di informazioni e di misure di controllo della liquidità (cfr. sezione 2.2. del capitolo 2).

Oltre a ciò, al fine di poter sfruttare appieno i vantaggi di Target2, l'Eurosistema ha continuato ad esplorare, in stretta collaborazione con gli operatori di mercato, la possibilità di fornire un nuovo servizio, denominato *Target2-Securities* (T2S), che offra un'infrastruttura tecnica comune per il regolamento in euro in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli da parte

dei depositari centrali e che consenta di trattare su un'unica piattaforma tecnica il regolamento sia in titoli sia in contante (cfr. sezione 2.3 del capitolo 2).

Infine, nell'area della gestione delle garanzie, verrà sviluppata parallelamente, e in stretta cooperazione con gli operatori di mercato, una piattaforma unica condivisibile (CCBM2) (cfr. sezione 2.4 del capitolo 2).

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO

La sorveglianza sui sistemi di pagamento è uno dei principali compiti dell'Eurosistema. Attraverso di essa, in particolare nel caso di sistemi di pagamento di importanza sistemica⁷, l'Eurosistema contribuisce alla sicurezza e all'efficienza delle infrastrutture finanziarie e, di conseguenza, all'efficienza dei flussi di pagamento a fronte di beni, servizi e attività finanziarie all'interno dell'economia. Considerato lo stretto collegamento fra i sistemi di pagamento e quelli di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli, le banche centrali in generale e l'Eurosistema in particolare nutrono inoltre un vivo interesse per queste ultime attività. Il fine complessivamente perseguito dall'Eurosistema è quello di minimizzare il rischio sistemico.

È essenziale che nella loro attività di promozione della solidità e dell'efficienza dei sistemi di pagamento e di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli le banche centrali dispongano di informazioni esaurienti sui sistemi stessi. Per questo motivo, la BCE pubblica una descrizione completa dei principali sistemi di pagamento e di regolamento in titoli degli Stati membri dell'UE, che viene aggiornata con cadenza regolare a intervalli di qualche anno. La quarta edizione di tale rapporto, noto come "Blue Book", è stata diffusa il 14 agosto 2007.

La BCE pubblica inoltre con cadenza annuale le statistiche sui pagamenti e la negoziazione, compensazione e regolamento in titoli. In passato, tali statistiche erano allegate al "Blue Book", ma a partire dalle serie relative al 2006 diffuse il 16 novembre tale prassi è stata abbandonata, in favore della pubblicazione completa delle relative serie temporali sul sito Internet della BCE all'interno dello Statistical Data Warehouse <http://sdw.ecb.europa.eu/>, dal quale possono essere scaricate.

4.1 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE IN EURO

L'azione di sorveglianza dell'Eurosistema si estende all'insieme dei principali sistemi di pagamento e alle infrastrutture per il trattamento e/o regolamento delle operazioni in euro, compresi quelli gestiti dallo stesso Eurosistema, e per tutti questi sistemi si fonda sui medesimi principi, ossia i *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica elaborati dal* Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) del G10 e fatti propri dal Consiglio direttivo nel 2001. Essi sono integrati dalle aspettative in materia di continuità operativa dei sistemi di pagamento di importanza sistemica (*systemically important payment systems*, SIPS), adottati dal Consiglio direttivo nel 2006.

Sulla base dei Principi fondamentali e delle aspettative in materia di continuità operativa, l'Eurosistema ha elaborato nel 2007 una metodologia comune per la valutazione dei sistemi di pagamento in euro di importanza sistemica o rilevanza preminente condotta ai fini della sorveglianza. Tale metodologia intende fornire alle autorità di sorveglianza dell'Eurosistema linee guida chiare ed esaurienti per questo tipo di valutazione e per la predisposizione di rapporti in materia di sorveglianza. Essa rappresenta inoltre una fonte di informazioni aggiuntive per i gestori dei sistemi di pagamento per quanto riguarda le preoccupazioni delle autorità di sorveglianza in materia di sicurezza ed efficienza, fornisce agli operatori incentivi addizionali per continuare nell'azione di riduzione o contenimento dei vari rischi potenziali per i rispettivi sistemi e, in definitiva, contribuisce ad assicurare l'ordinato funzionamento dei sistemi stessi. A conclusione della procedura di consultazione pubblica indotta sulla metodologia comune di valutazione a fini di sorveglianza, il 12 novembre 2007 sono state

⁷ Si ritiene che un sistema di pagamento abbia importanza sistemica allorché una sua disfunzione ha il potenziale di propagarsi o innescare ulteriori turbative presso gli operatori partecipanti e, in ultima istanza, all'interno del sistema finanziario più in generale.

pubblicate le versioni definitive dei documenti *Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important payment systems against the Core Principles*⁸ e *Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS*.

È necessario che la BCE e le BCN dell'area dell'euro mantengano il controllo ultimo sull'euro. Pertanto, sia in un'ottica generale di *policy*, sia dal punto di vista del rischio sistemico, l'Eurosistema non può permettere, per principio, che infrastrutture di pagamento situate all'esterno dell'area dell'euro acquisiscano un ruolo preminente per i pagamenti in euro, specie laddove ciò mettesse a repentaglio il controllo dell'Eurosistema sulla moneta unica. Il 19 luglio 2007 la BCE ha pubblicato il documento *Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*, contenente una serie di principi formulati dall'Eurosistema in merito all'ubicazione e all'attività delle infrastrutture per il regolamento delle operazioni di pagamento in euro. Tali principi non costituiscono una nuova politica dell'Eurosistema, ma specificano in maggiore dettaglio la sua posizione, già delineata nel 1998 in una dichiarazione ufficiale sui sistemi di pagamento e di regolamento in euro situati al di fuori dell'area dell'euro e nel 2001 nell'orientamento di politica dell'Eurosistema relativamente al consolidamento dell'attività di compensazione con controparte centrale. Essi si applicano a qualunque infrastruttura di pagamento esistente o *in fieri* per il regolamento delle operazioni nella moneta unica ubicata al di fuori dell'area dell'euro.

TARGET

Conformemente con il quadro di riferimento e gli obiettivi della sorveglianza sul sistema Target, la BCE e le BCN conducono un'attività di controllo sui sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement, RTGS*) che partecipano o sono collegati a Target e sul meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism, EPM*), sia periodicamente, sia in occasione di cambiamenti che interessino

tali sistemi. Nella prospettiva dell'introduzione di Target2 nel novembre del 2007, le modifiche apportate a Target sono state di modesta entità, per cui la sorveglianza sul sistema si è incentrata sulle attività ordinarie, quali la segnalazione e la risoluzione degli incidenti.

Prima del suo lancio il 19 novembre 2007, Target2 è stato oggetto di un esame esaustivo, concluso nel terzo trimestre dell'anno. Esso ha messo in luce varie questioni relative ai singoli Principi fondamentali, che verranno affrontate sulla base di un piano d'azione stilato dagli operatori di Target2 e concordato con le autorità di sorveglianza. Alcuni aspetti del nuovo sistema potranno tuttavia essere approfonditi soltanto dopo aver acquisito una certa esperienza operativa. In linea con le politiche vigenti dell'Eurosistema, i risultati della valutazione di Target2 condotta a fini di sorveglianza dovrebbero essere pubblicati nel corso del 2008.

EURO 1

Euro 1 è il maggiore sistema di pagamento privato per i trasferimenti di fondi in euro operante nell'area dell'euro. Esso è gestito da EBA CLEARING, la società di compensazione dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association, EBA*). Euro 1 opera su base netta multilaterale: le posizioni di fine giornata dei partecipanti sono regolate in ultima istanza in moneta della banca centrale attraverso il sistema Target. Poiché nel 2007 il sistema Euro 1 non è stato interessato da alcun cambiamento di rilievo, l'attività di sorveglianza della BCE è stata dedicata principalmente al monitoraggio del regolare funzionamento del sistema. Secondo la valutazione della BCE, nel 2007 non vi sono stati elementi che abbiano influito negativamente sulla conformità del sistema Euro 1 con i *Principi fondamentali*.

8 Si ritiene che un sistema di pagamento sia di importanza preminente allorché esso occupa un ruolo preminente nel trattamento e nel regolamento dei pagamenti al dettaglio e una sua disfunzione potrebbe avere importanti effetti economici e pregiudicare la fiducia del pubblico nei sistemi di pagamento e nella moneta più in generale.

IL SISTEMA *CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT*

Il sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS) è stato creato nel 2002 per fornire servizi di regolamento multivaluta delle operazioni in cambi. Gestito da CLS Bank International ("CLS Bank"), esso tratta attualmente 15 importanti valute mondiali e permette di eliminare la quasi totalità del rischio di regolamento nelle operazioni in cambi effettuando il regolamento dei due lati di una transazione valutaria simultaneamente, ossia in base al principio di pagamento contro pagamento (*payment-versus-payment*, PvP) e unicamente in caso di disponibilità sufficiente di fondi.

CLS è sottoposto alla regolamentazione del Federal Reserve System, il quale costituisce inoltre la principale autorità di sorveglianza sul sistema, avendo quest'ultimo sede negli Stati Uniti. In tale veste il Federal Reserve System collabora con le banche centrali di tutte le valute regolabili mediante CLS, compresa la BCE. Nel quadro di questo accordo di collaborazione in materia di sorveglianza, alla BCE (in stretta cooperazione con le BCN dell'area dell'euro) spetta la responsabilità principale per la sorveglianza sul regolamento delle operazioni in euro. Nel 2007 CLS ha predisposto un'autovalutazione sulla base dei *Principi fondamentali*.

Nel 2007 CLS Bank è stata autorizzata dal Federal Reserve System a espandere la propria attività al regolamento delle istruzioni di pagamento monovaluta (non PvP) collegate con i contratti di cambio a termine senza obbligo di consegna (*non-deliverable forward*, NDF) nonché a fungere da stanza di compensazione centrale per tutte le istruzioni di pagamento collegate con le posizioni in derivati di credito *over-the-counter* (OTC) calcolate o riscontrate da DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse. L'Eurosistema ha acconsentito a che CLS Bank includesse fra i servizi offerti il regolamento degli NDF e dei derivati di credito OTC in euro a condizione di continuare a rispettare sia i *Principi fondamentali*, sia quelli dell'Eurosistema sull'ubicazione e l'operatività

delle infrastrutture di regolamento delle operazioni di pagamento denominate in euro.

Per l'Eurosistema è di importanza fondamentale che CLS continui a essere sicuro ed efficiente e a conformarsi ai principi dell'Eurosistema stesso poiché, in termini di importi, esso costituisce il maggiore sistema di pagamento per le operazioni nella moneta unica al di fuori dell'area dell'euro. Nel dicembre 2007 CLS ha regolato in media 381.436 operazioni valutarie al giorno, per un valore medio giornaliero equivalente a 2.900 miliardi di euro⁹. Con una quota del 20 per cento dei regolamenti totali, l'euro ha continuato a essere la valuta maggiormente trattata dal sistema dopo il dollaro statunitense (45 per cento). Il valore medio giornaliero delle operazioni regolate nella moneta unica tramite CLS era pari a 564 miliardi di euro.

Nel 2007 la BRI ha pubblicato a fini di consultazione il rapporto *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, cui ha contribuito anche l'Eurosistema. Il documento presenta i risultati dell'indagine condotta nel 2006 presso i principali operatori dei mercati valutari dalle banche centrali delle monete trattate da CLS, mirata a raccogliere informazioni sulle dimensioni, la durata e il grado di concentrazione e di controllo delle esposizioni al rischio di regolamento nelle operazioni in cambi. Esso rileva come sia necessaria un'azione ulteriore da parte dei singoli istituti, dei gruppi del settore e delle banche centrali per far fronte ai rischi sistemici per la stabilità finanziaria derivanti dalle esposizioni al rischio di regolamento nelle operazioni in cambi. La versione definitiva del rapporto sarà pubblicata nel 2008.

CONTINUITÀ OPERATIVA

In occasione della conferenza della BCE sulla continuità operativa delle infrastrutture di mercato tenuta nel settembre 2006 gli operatori avevano domandato all'Eurosistema/SEBC di

⁹ Ciascuna operazione in cambi si compone di due transazioni, una per ogni valuta coinvolta. Pertanto, nel dicembre 2007 CLS ha regolato 190.718 operazioni, per un valore giornaliero equivalente in media a circa 1.500 miliardi di euro.

organizzare degli esercizi di continuità operativa a livello di più paesi e sistemi. Dando seguito a tale richiesta, nel 2007 l'Eurosistema/SEBC ha elaborato un assetto e una metodologia per l'impostazione di siffatti esercizi e ha condotto le prime verifiche di comunicazione interna in caso di crisi. Per il 2008 sono in programma esercizi di continuità operativa più elaborati. Inoltre, il SEBC ha lavorato alla stesura di una proposta sulle modalità con cui le banche centrali dell'UE possono condividere le informazioni pubbliche sulla continuità operativa con gli operatori di mercato e scambiare informazioni riservate tra loro. In tale contesto, il SEBC ha effettuato una serie di indagini volte a raccogliere informazioni di vario tipo, ad esempio relativamente alle norme e alle iniziative nazionali e internazionali e agli esercizi di continuità operativa condotti dai vari paesi. Le informazioni di natura non confidenziale saranno messe a disposizione del pubblico in una sezione apposita dei siti Internet delle varie banche centrali. Nel caso della BCE, tale sezione dovrebbe essere pronta nel primo trimestre del 2008.

SWIFT

La sorveglianza su SWIFT è incentrata sugli obiettivi di sicurezza, affidabilità, continuità operativa e capacità di tenuta dell'infrastruttura. Al fine di verificare che SWIFT persegua tali obiettivi, le autorità di sorveglianza valutano periodicamente se siano stati predisposti assetti adeguati in termini di *governance*, strutture, processi, procedure di gestione del rischio e controlli, atti a consentire a SWIFT di gestire efficacemente i rischi che potrebbe generare per la stabilità finanziaria e la solidità delle infrastrutture finanziarie. Nel contesto della sua partecipazione alla sorveglianza cooperativa su SWIFT, nel 2006 la BCE ha iniziato a lavorare con le banche centrali del G10 al fine di istituire una serie di principi di alto livello per la valutazione di tale sistema, prendendo in considerazione la struttura, i processi, i controlli e le procedure da esso utilizzati. Nel giugno del 2007 sono state finalizzate al riguardo le seguenti cinque aspettative, successivamente integrate nella metodologia di valutazione del rischio adottata dal gruppo di sorveglianza.

- 1 Individuazione e gestione dei rischi: SWIFT individua e gestisce i rischi operativi e finanziari relativi ai servizi critici offerti e garantisce l'efficacia dei propri processi di gestione del rischio.
- 2 Sicurezza delle informazioni: SWIFT applica politiche e procedure idonee e dedica risorse adeguate a garantire la confidenzialità e l'integrità delle informazioni e la disponibilità dei servizi critici offerti.
- 3 Affidabilità e capacità di tenuta: Proporzionalmente al ruolo che occupa nel sistema finanziario internazionale, SWIFT applica politiche e procedure idonee e dedica risorse adeguate a garantire la disponibilità, l'affidabilità e la tenuta dei servizi critici offerti e per assicurare che la gestione della continuità operativa e i piani di *disaster recovery* favoriscano il ripristino tempestivo dei servizi critici offerti nel caso di una loro interruzione.
- 4 Pianificazione tecnologica: SWIFT dispone di metodologie affidabili per la pianificazione dell'intero ciclo vitale delle tecnologie in uso e per la scelta degli standard tecnologici.
- 5 Comunicazione con gli utenti: SWIFT si ispira ai criteri di trasparenza nei confronti degli utenti e fornisce loro informazioni sufficienti affinché possano comprendere pienamente quali siano il loro ruolo e le loro responsabilità nella gestione dei rischi collegati all'utilizzo di SWIFT.

SWIFT sta portando a termine un esercizio di autovalutazione basato su questi principi e riferirà alle banche centrali in merito alla propria capacità di rispondere alle aspettative delle autorità di sorveglianza. I cinque principi formano un quadro di riferimento per l'organizzazione delle attività delle autorità di sorveglianza e per la predisposizione dei piani di sorveglianza basati sul rischio. Una presentazione dettagliata dei principi e delle considerazioni alla base di tale quadro di riferimento è stata pubblicata nel giugno del 2007 all'interno della *"Financial*

Stability Review” della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

4.2 I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

L'attività di sorveglianza dell'Eurosistema si estende anche ai sistemi e agli strumenti di pagamento al dettaglio. Nel 2007 la BCE ha continuato a vigilare sull'ordinato funzionamento di STEP2, la prima stanza di compensazione automatizzata paneuropea per i pagamenti di massa in euro, amministrata e gestita da EBA CLEARING.

Nell'ambito dell'attività di monitoraggio degli sviluppi nel settore dei pagamenti al dettaglio, la BCE ha condotto insieme alla Federal Reserve Bank di Kansas City uno studio comparativo sul ruolo svolto negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei dagli istituti non bancari per quanto riguarda i pagamenti al dettaglio.

4.3 GLI SCHEMI DI PAGAMENTO CON CARTA

Coerentemente con il suo compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento nell'area dell'euro, l'Eurosistema ha elaborato un quadro di riferimento per la sorveglianza sugli schemi di pagamento con carta che trattano i pagamenti in euro. Scopo di tale quadro di riferimento è di contribuire al mantenimento della fiducia del pubblico nei pagamenti tramite carta e promuovere condizioni di parità concorrenziale per tutti gli schemi di questo tipo operanti nell'area dell'euro.

Una consultazione pubblica ha avuto luogo sulla base del rapporto *Draft oversight framework for card payment schemes – requirements*. Essa ha portato alla predisposizione di una versione riveduta del documento, che tiene conto dei commenti pervenuti. Il rapporto definisce l'ambito cui intende riferirsi l'attività di sorveglianza dell'Eurosistema sugli schemi di pagamento con carta e propone una serie di principi che, se applicati, potrebbero favorire

la solidità di tali schemi. I principi in parola si fondano su un'analisi dei rischi condotta dall'Eurosistema. L'assetto definito dal documento si applicherà a tutti gli schemi di pagamento tramite carte, siano esse di debito o di credito.

La versione definitiva dei principi per la sorveglianza sugli schemi di pagamento con carta è stata approvata dal Consiglio direttivo nel gennaio del 2008 ed entrerà in vigore nel corso del 2008.

4.4 COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

L'Eurosistema è particolarmente interessato all'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli poiché eventuali disfunzioni nei servizi di compensazione, regolamento o custodia del *collateral* potrebbero pregiudicare l'attuazione della politica monetaria, l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e il mantenimento della stabilità finanziaria.

In veste di utente dei sistemi di regolamento in titoli (SRT), l'Eurosistema verifica la conformità degli SRT nell'area dell'euro, nonché dei collegamenti fra tali SRT, ai requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC (*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, noti come gli “standard utente dell'Eurosistema”)¹⁰.

I collegamenti fra SRT sono considerati idonei ai fini delle operazioni di credito dell'Eurosistema se rispondono ai nove standard utente dell'Eurosistema. L'Eurosistema stesso esamina i collegamenti nuovi e le modifiche apportate a quelli esistenti a fronte degli standard utente. Nel 2007 tre collegamenti idonei hanno subito modifiche e sono stati oggetto di una valutazione dall'esito positivo. È stato inoltre sottoposto

¹⁰ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, gennaio 1998.

a valutazione l'uso di cinque collegamenti "indiretti", che coinvolgono cioè più di due SRT, senza che venissero individuati rischi specifici. Di conseguenza, tutti i cinque collegamenti indiretti oggetto di esame sono stati ritenuti idonei dal Consiglio direttivo ai fini del sistema di collateralizzazione delle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Durante la fase preparatoria dell'entrata di Cipro e Malta nell'area dell'euro il 1° gennaio 2008, il Consiglio direttivo ha esaminato gli SRT di questi paesi, concludendo che entrambi i sistemi erano sostanzialmente conformi agli standard utente e pertanto idonei a essere utilizzati nelle operazioni di politica monetaria e in quelle di credito infragiornaliero dell'Eurosistema.

Nel marzo del 2007 il CSPR ha pubblicato il rapporto *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, cui ha contribuito anche la BCE. Il documento, frutto di una serie di interviste condotte presso le banche commerciali, prende in considerazione i sei temi seguenti: i rischi causati dai ritardi nella documentazione e nella conferma delle transazioni, le implicazioni dell'uso del *collateral* per ridurre il rischio di credito, il ricorso alle controparti centrali per contenere il rischio di controparte, i rischi insiti nell'attività di *prime brokerage*, i rischi derivanti dalla invalidità della clausola di novazione prevista nei contratti e le disfunzioni del mercato che potrebbero verificarsi in caso di inadempienza di una o più grandi controparti.

ELABORAZIONE DI STANDARD PER LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UNIONE EUROPEA

Nel 2001 il Consiglio direttivo ha approvato un quadro di cooperazione fra il SEBC e il CESR in materia di sistemi di compensazione e regolamento titoli. Nel 2004 un gruppo di lavoro misto SEBC-CESR ha stilato la bozza di un rapporto dal titolo *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, allo scopo di adattare al contesto comunitario le raccomandazioni CSPR-IOSCO per gli SRT. Nell'anno seguente il gruppo di lavoro ha

proseguito le attività in questo campo, allo scopo di elaborare una "metodologia di valutazione" che fornisca una guida per l'efficace attuazione degli standard. In questo periodo esso ha inoltre lavorato in parallelo all'adattamento delle raccomandazioni CSPR-IOSCO per le controparti centrali. Relativamente a varie questioni ancora aperte non sono stati effettuati progressi dalla fine del 2005. Tuttavia, nel settembre del 2007 la Commissione europea ha impresso nuovo slancio al dibattito nelle riunioni del Consiglio Ecofin, del CEF e del CSF. A seguito del dibattito, il Consiglio Ecofin ha riconosciuto "che la tutela degli investitori e la sicurezza prudenziale del settore della post-negoziazione, inclusi gli aspetti connessi con la gestione dei rischi, sono questioni rilevanti di cui discutere e che sarebbe opportuno considerare un intervento concreto, ad esempio la fissazione di norme o di misure di regolamentazione, quale integrazione del codice di condotta sui rischi e sulla stabilità finanziaria". Esso ha inoltre chiesto al CSF "di approfondire i lavori in materia di portata, base giuridica e contenuti delle norme tenendo in debita considerazione l'importanza di garantire la parità di condizioni e, insieme alla Commissione, di proporre l'azione futura in materia da sottoporre al Consiglio all'inizio della primavera 2008"¹¹. A tali lavori partecipa anche la BCE.

¹¹ Conclusioni in materia di compensazione e regolamento, 2822^a sessione del Consiglio Economia e finanza, Lussemburgo, 9 ottobre 2007.



CAPITOLO 5

LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI

I LE TEMATICHE EUROPEE

Nel 2007 la BCE ha continuato a tenere contatti regolari con istituzioni e sedi europee, in particolare con il Parlamento europeo, il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo e la Commissione europea (cfr. capitolo 6). Il Presidente della BCE ha partecipato sia alle riunioni del Consiglio Ecofin, ogni qualvolta venivano discusse tematiche inerenti gli obiettivi e i compiti del SEBC, sia a quelle dell'Eurogruppo. Il Presidente dell'Eurogruppo e il Commissario per gli affari economici e monetari hanno preso parte alle riunioni del Consiglio direttivo quando lo hanno ritenuto opportuno.

I.1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nel 2007 il quadro macroeconomico favorevole ha contribuito al miglioramento dei saldi di bilancio in gran parte dei paesi, determinando in diversi casi l'abrogazione delle procedure per i disavanzi eccessivi. Tra la fine del 2006 e la fine del 2007 il numero di Stati membri interessati da tali procedure è sceso da undici a sei. Nel gennaio 2007 il Consiglio Ecofin ha posto fine alla procedura per i disavanzi eccessivi riguardante la Francia e in giugno a quelle nei confronti di Germania, Grecia e Malta. Per quest'ultimo paese ciò ha rimosso un serio ostacolo all'adozione dell'euro nel 2008. Infine, in ottobre il Consiglio ha chiuso la procedura nei confronti del Regno Unito. Una volta corretti i disavanzi eccessivi, gli Stati membri devono ora proseguire gli sforzi di risanamento strutturale dei bilanci in linea con quanto disposto nel Patto di stabilità e crescita per raggiungere i propri obiettivi di medio termine. Ciò contribuirà inoltre a evitare che il valore di riferimento del 3 per cento per il rapporto tra disavanzo e PIL sia nuovamente oltrepassato a seguito di normali variazioni cicliche dell'attività economica. Alla fine del 2007 due Stati appartenenti all'area dell'euro (Italia e Portogallo) e quattro esterni all'area (Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria) erano ancora soggetti a procedure per i disavanzi eccessivi.

L'evoluzione dei conti pubblici nella Repubblica Ceca ha destato preoccupazioni. Nel luglio 2007 il Consiglio Ecofin, su raccomandazione della Commissione europea, ha deciso che le misure adottate da tale paese si stavano dimostrando inadeguate a far scendere il disavanzo al di sotto del 3 per cento entro il 2008. In particolare, l'aggiornamento del programma di convergenza della Repubblica Ceca pubblicato in marzo indicava che il limite del 3 per cento sarebbe stato superato non soltanto nel 2008, ma anche nel 2009. Nell'ottobre 2007 il Consiglio ha di nuovo raccomandato alla Repubblica Ceca – ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 7, del Trattato – di portare il disavanzo al di sotto della soglia entro il 2008, con un miglioramento strutturale del saldo di bilancio pari allo 0,75 per cento tra il 2007 e il 2008. In base alle previsioni elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2007, l'obiettivo di riduzione del disavanzo al di sotto del 3 per cento sarà conseguito nel 2008.

Non sono stati adottati ulteriori provvedimenti nell'ambito delle procedure per i disavanzi eccessivi nei confronti di Italia (che, secondo la raccomandazione del Consiglio Ecofin, avrebbe dovuto correggere il proprio disavanzo eccessivo entro il 2007), Polonia (2007), Portogallo (2008), Slovacchia (2007) e Ungheria (2009) poiché, in generale, nuove statistiche e proiezioni hanno segnalato progressi nella correzione dei disavanzi eccessivi in linea con le più recenti raccomandazioni del Consiglio.

Nell'ottobre 2007 il Consiglio Ecofin ha discusso l'efficacia del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita sulla base delle proposte della Commissione incluse nella comunicazione di accompagnamento al rapporto *Public Finances in EMU – 2007*. Secondo le conclusioni dei ministri, tutti i paesi che non avevano ancora raggiunto il proprio obiettivo di medio termine avrebbero dovuto accelerare il ritmo della riduzione del disavanzo e del debito destinando a questo scopo le entrate superiori alle attese. I ministri hanno altresì ribadito l'importanza sia di quadri di bilancio nazionali pluriennali basati su regole sia di un adeguato coinvolgimento dei parlamenti nazionali. Hanno

inoltre richiesto agli Stati membri di specificare nei programmi di stabilità e convergenza come il proprio obiettivo di medio termine verrebbe raggiunto, indicando anche in che misura questo comporterebbe l'adozione di provvedimenti aggiuntivi. Alla Commissione è stato chiesto di dedicare ulteriore impegno alla misurazione delle posizioni di bilancio "di fondo". Per quanto riguarda la sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche, il Consiglio Ecofin ha invitato la Commissione a formulare proposte da discutere nel 2008 su come includere nella definizione degli obiettivi di medio termine l'onere per i bilanci pubblici prodotto dall'invecchiamento della popolazione.

LA STRATEGIA DI LISBONA

La strategia di Lisbona (l'ampio programma di riforme dell'UE in campo economico, sociale e ambientale) è rimasta al centro delle discussioni di politica economica dell'Unione. Il Consiglio UE ha mantenuto invariati gli Orientamenti integrati adottati nel 2005 per un ciclo di tre anni, auspicando maggiore attenzione verso la fase attuativa della strategia in modo da conseguire la finalità generale di una crescita più sostenuta e di un maggior numero di posti di lavoro¹. Nel contempo, nella primavera 2007 ha aggiunto raccomandazioni specifiche per ciascuno Stato membro e un indirizzo orizzontale rivolto ai paesi dell'area dell'euro. Nell'autunno 2007 gli Stati membri hanno presentato il secondo rapporto sullo stato di attuazione del programma nazionale di riforma per il periodo 2005-08. Tale documento descrive i progressi compiuti dai singoli Stati nell'attuazione delle rispettive strategie di riforma strutturale, che sono intese a: garantire la sostenibilità e la qualità delle finanze pubbliche; migliorare il quadro normativo per le imprese; investire in ricerca, sviluppo e innovazione; promuovere la partecipazione alle forze di lavoro e accrescere la flessibilità del mercato del lavoro (cfr. anche il capitolo 1). I rapporti sono stati esaminati dal Consiglio Ecofin e dalla Commissione europea, che nel dicembre 2007 ha pubblicato la sua "Relazione strategica". L'esame ha preparato il terreno per l'adozione nel 2008 di una nuova serie di Orientamenti integrati per il nuovo ciclo triennale 2008-10. Allo stesso tempo,

il Programma comunitario di Lisbona – aggiornato alla fine del 2007 – ha indicato una serie di priorità fondamentali per gli interventi a livello comunitario nel periodo 2008-10, in linea con le quattro aree prioritarie di riforma individuate dal Consiglio europeo nella primavera del 2006 (conoscenza e innovazione; potenziale economico; mercati del lavoro; energia).

La BCE ha ribadito più volte l'importanza di introdurre riforme strutturali e accoglie con favore la volontà della Commissione e degli Stati membri di attuare la strategia di Lisbona rinnovata a livello sia dell'UE sia nazionale. È particolarmente importante che i paesi dell'area introducano riforme di ampio respiro, poiché sono responsabili congiuntamente dell'ordinato funzionamento dell'UEM.

1.2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

IL TRATTATO DI LISBONA

Il 13 dicembre 2007 i capi di Stato o di governo dei paesi membri della UE hanno firmato il Trattato di Lisbona che modifica il Trattato sull'Unione europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea. Il nuovo testo è ora sottoposto alla ratifica dei 27 Stati membri dell'UE. L'intento è che entri in vigore il 1° gennaio 2009 o, se per allora il processo di ratifica non sarà stato completato, il primo giorno del mese successivo a quello della ratifica da parte dell'ultimo Stato membro.

Il nuovo Trattato modifica sia il Trattato che istituisce la Comunità europea sia il Trattato sull'Unione europea. Entrambi i Trattati continueranno a costituire la base per il funzionamento dell'UE. In virtù delle nuove disposizioni l'Unione, che sarà dotata di personalità giuridica, sostituisce e succede alla Comunità. La BCE accoglie con favore

¹ In conformità con la valutazione intermedia della strategia di Lisbona, realizzata nel 2005, gli Orientamenti integrati sono definiti per un periodo di tre anni e successivamente aggiornati con cadenza annuale durante tale periodo (cfr. il Rapporto annuale della BCE 2005, pagg. 146-147).



questa semplificazione del quadro giuridico e istituzionale dell'UE.

La BCE ha ritenuto fondamentale che la stabilità dei prezzi restasse non soltanto l'obiettivo principale proprio e del SEBC, ma fosse anche inclusa tra gli obiettivi dell'UE. Con il nuovo Trattato, questi ultimi comprendono sia la stabilità dei prezzi sia un'unione economica e monetaria avente l'euro come moneta.

La BCE, attualmente un organismo comunitario, diventa un'istituzione dell'Unione. La BCE ha ritenuto che, per continuare ad assolvere con successo i compiti affidatili, fosse indispensabile salvaguardare le proprie caratteristiche istituzionali specifiche oltre che quelle del SEBC. Il nuovo testo le salvaguarda confermando i compiti e la composizione del SEBC, l'indipendenza della BCE e delle BCN, la personalità giuridica, i poteri regolamentari e l'indipendenza finanziaria della BCE. Ai sensi del Trattato di Lisbona, i membri del Comitato esecutivo della BCE sono nominati dal Consiglio europeo a maggioranza qualificata e non più di comune accordo dagli Stati membri a livello dei capi di Stato o di governo. Su richiesta della BCE, nei trattati viene introdotto il termine "Eurosistema".

Il nuovo testo introduce inoltre diverse innovazioni nell'ambito della governance economica. Fra queste è incluso il riconoscimento del cosiddetto "Eurogruppo", che mantiene il suo attuale status informale e il cui presidente resta in carica per due anni e mezzo. Viene inoltre rafforzato il ruolo dei paesi appartenenti all'area dell'euro. La decisione sulla possibilità per uno Stato membro di adottare la moneta unica verrà ancora presa dal Consiglio UE sulla base di una proposta della Commissione, ma sarà preceduta da una raccomandazione dei paesi dell'area. Analogamente, le decisioni

sulla non conformità degli Stati membri appartenenti all'area dell'euro in rapporto alla procedura per i disavanzi eccessivi e agli indirizzi di massima per la politica economica saranno adottate soltanto dai paesi dell'area e senza lo Stato membro interessato. Infine, una nuova disposizione consente ai paesi dell'area dell'euro di approvare a maggioranza qualificata nuovi provvedimenti intesi a rafforzare il coordinamento e la sorveglianza della disciplina di bilancio e di definire orientamenti specifici in materia di politica economica per gli Stati membri appartenenti all'area.

Ritenendo che il nuovo Trattato confermi in linea di massima il vigente quadro di riferimento per l'UEM, la BCE salterebbe con favore il positivo completamento del processo di ratifica.

I RAPPORTI SULLA CONVERGENZA

Dando seguito a una richiesta di Cipro e di Malta, la BCE e la Commissione europea hanno predisposto, ai sensi dell'articolo 122 del Trattato, i rispettivi rapporti sulla convergenza concernenti i progressi compiuti da tali paesi verso il soddisfacimento delle condizioni necessarie per l'ingresso nell'area dell'euro. Sulla base dei due rapporti, pubblicati il 16 maggio 2007, e di una proposta della Commissione, il 10 luglio 2007 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione che consentiva a Cipro e a Malta di introdurre l'euro come propria valuta a partire dal 1° gennaio 2008 (cfr. capitolo 3).

1.3 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E LE RELAZIONI CON GLI STESSI

La BCE ha continuato a collaborare con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione all'UE con l'obiettivo di garantire un processo ordinato di integrazione monetaria nell'Unione una volta soddisfatte le condizioni istituzionali ed economiche. Ciò è avvenuto in parallelo con il dialogo istituzionale complessivo tra l'UE e questi paesi.

I negoziati per l'adesione della Croazia sono stati avviati nell'ottobre 2005. L'apertura dei negoziati dei singoli capitoli dell'*acquis communautaire* ha avuto inizio nel giugno 2006. Durante il 2007 le trattative si sono svolte in maniera regolare e alla fine dell'anno era già stata negoziata una buona parte dei 35 capitoli previsti. La BCE ha continuato a intensificare le relazioni bilaterali con la Banca nazionale croata, inviando propri esponenti a Zagabria in aprile e ospitando il governatore croato a Francoforte in occasione del dialogo annuale di pre-adesione ad alto livello in ottobre.

Dopo l'avvio dei negoziati per l'adesione della Turchia nell'ottobre 2005, la Commissione europea ha iniziato a negoziare i singoli capitoli dell'*acquis communautaire* a giugno dell'anno successivo. Nel dicembre 2006 il Consiglio europeo ha deciso di sospendere i negoziati di otto dei 35 capitoli per l'assenza di progressi nell'estensione dell'unione doganale agli Stati membri. Cinque capitoli (politica industriale e delle imprese, statistiche, controllo finanziario, reti transeuropee, salute e tutela dei consumatori) sono stati aperti nel corso del 2007. Le istituzioni dell'UE continuano a vagliare la compatibilità dell'ordinamento giuridico turco con l'*acquis communautaire* e sono in corso i preparativi per una possibile apertura dei restanti capitoli. La BCE ha proseguito il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche in corso da tempo con la banca centrale della Repubblica di Turchia, organizzando fra l'altro una visita del Presidente della BCE ad Ankara il 1° giugno 2007 in occasione del 75° anniversario della fondazione della banca centrale turca. La discussione ha riguardato i recenti andamenti macroeconomici e finanziari nel paese, la politica monetaria della banca centrale della Repubblica di Turchia e la situazione economica e monetaria nell'area dell'euro. Nel corso del 2007 è stata inoltre fornita assistenza tecnica, su richiesta della banca centrale turca, ad esempio in materia di finanziamento interno e sistemi di pagamento.

L'ex Repubblica Iugoslava di Macedonia si è vista riconoscere lo *status* di candidato all'adesione nel dicembre 2005. Il Consiglio

europeo ha tuttavia deciso di subordinare l'avvio dei negoziati al soddisfacimento di una serie di requisiti, compresa l'efficace attuazione dell'Accordo di stabilizzazione e associazione firmato con l'UE, e non è stata ancora specificata una data esatta. La Commissione segue da vicino i progressi conseguiti e, pur riconoscendo che sono stati compiuti dei passi nella giusta direzione, ha indicato una lista di vari ambiti di riforma nei quali è necessario intensificare gli sforzi. Sono stati approfonditi i contatti fra la BCE e la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia a livello di esperti.

2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

2.1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Considerato il ritmo veloce di integrazione economica e finanziaria, il contesto economico internazionale svolge un ruolo sempre più importante per la conduzione della politica economica nell'area dell'euro. Di conseguenza, l'Eurosistema segue da vicino e analizza le politiche macroeconomiche e gli andamenti di fondo dei paesi non appartenenti all'area. Esso riveste inoltre un ruolo importante nelle attività di sorveglianza multilaterale internazionale delle politiche macroeconomiche, che si svolgono principalmente in occasione delle riunioni presso gli organismi internazionali quali la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), oltre che negli incontri dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G7 e del G20. In queste istituzioni e gruppi informali, alla BCE è stato riconosciuto lo *status* di membro effettivo (ad esempio presso il G20) o quello di osservatore (ad esempio presso l'FMI). La BCE prende in esame gli andamenti internazionali al fine di contribuire al perseguimento di un contesto macroeconomico stabile e di politiche macroeconomiche e finanziarie rigorose.

Nel 2007 il contesto economico internazionale è stato ancora dominato da ampi squilibri di conto corrente a livello mondiale, sebbene in presenza di qualche aggiustamento negli Stati Uniti e nei paesi esportatori di petrolio². Il disavanzo di parte corrente statunitense è sceso lievemente, al 5,7 per cento del PIL (dal 6,2 per cento del 2006), riflettendo soprattutto una più equilibrata configurazione della crescita della domanda mondiale e sviluppi favorevoli nei mercati valutari. Allo stesso tempo, tuttavia, tale correzione non si è direttamente rispecchiata nelle posizioni di parte corrente delle economie asiatiche, che hanno continuato a accumulare ampi avanzi. Questi si sono portati, in media, a circa il 6,1 per cento del PIL, dal 5,3 per cento

del 2006. In particolare, l'avanzo di parte corrente di Cina e Giappone è salito, rispettivamente, all'11,7 e al 4,5 per cento. Quello delle economie esportatrici di petrolio – un'altra controparte importante del disavanzo corrente statunitense – è, invece, sceso all'11,9 per cento del PIL (dal 16,1 per cento nel 2006). Alcune economie asiatiche e quelle esportatrici di petrolio hanno continuato ad accumulare quantitativi considerevoli di riserve valutarie. La crescita delle riserve è stata particolarmente significativa in Cina, le cui attività in valuta estera hanno superato di gran lunga i 1000 miliardi di dollari statunitensi. È corrispondentemente cresciuta l'importanza dei fondi di ricchezza sovrani sui mercati finanziari mondiali.

In diverse occasioni, l'Eurosistema ha continuato a porre l'accento sui rischi e le distorsioni connessi con il perdurare degli squilibri internazionali, confermando il suo pieno sostegno a un approccio collaborativo, in base al quale tutte le economie interessate dovrebbero attuare le politiche necessarie a garantire una correzione ordinata degli squilibri. Una correzione graduale e ordinata, infatti, consentirebbe di sostenere e rafforzare le prospettive di crescita e stabilità a livello mondiale. Su scala internazionale, ciò comporta: l'adozione di politiche volte ad aumentare il risparmio del settore privato e di quello pubblico nei paesi in disavanzo; la realizzazione di ulteriori riforme strutturali nelle economie mature con un potenziale di crescita relativamente basso; la crescita della domanda interna e una migliore allocazione del capitale nelle economie di mercato emergenti. Poiché i cambi dovrebbero riflettere i fondamentali economici, la flessibilità valutaria nei principali paesi e regioni che ne sono privi rimane prioritaria. Ciò è auspicabile in Cina dove, alla luce del crescente avanzo di parte corrente e dell'inflazione interna, permane la necessità di consentire un apprezzamento accelerato del tasso di cambio effettivo. Benché vari sviluppi e decisioni sul piano delle politiche siano andati

² In questa sezione le stime per il 2007 si basano sulle proiezioni contenute nel *World Economic Outlook* dell'FMI del settembre 2007.

complessivamente nella giusta direzione durante il 2007, per ridurre in misura significativa gli attuali squilibri internazionali saranno necessari ulteriori aggiustamenti.

Le condizioni sui mercati mondiali del credito si sono deteriorate nella seconda metà del 2007, in un contesto in cui la ridefinizione del prezzo del rischio di credito connessa alle tensioni sul mercato statunitense dei mutui ipotecari di bassa qualità ha fatto impennare i rendimenti e turbato le condizioni di liquidità in alcuni segmenti del mercato interbancario. Anche le economie emergenti hanno risentito di questi sviluppi, ma in misura molto inferiore rispetto a precedenti episodi di turbolenza sui mercati finanziari internazionali. La tenuta dei paesi emergenti riflette in parte il migliorato quadro di riferimento per le loro politiche economiche. Un'ulteriore spiegazione risiede nel fatto che la turbolenza finanziaria ha avuto origine nei mercati degli strumenti di credito innovativi, meno diffusi nelle economie emergenti che in quelle mature con sistemi finanziari sviluppati.

Infine, anche l'area dell'euro è soggetta alla sorveglianza internazionale sulle politiche economiche. Nel 2007 sia l'FMI sia il Comitato d'esame delle situazioni economiche e dei problemi di sviluppo dell'OCSE hanno condotto le loro analisi periodiche delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dell'area, a completamento di quelle condotte nei singoli paesi partecipanti. Le consultazioni ex articolo IV dell'FMI e l'analisi da parte del Comitato d'esame dell'OCSE hanno fornito l'occasione di un utile dibattito fra le due organizzazioni internazionali, la BCE, la presidenza dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Sulla scorta di questo dibattito, sia l'FMI sia l'OCSE hanno predisposto un rapporto valutativo delle politiche economiche dell'area dell'euro³. Inoltre, l'area dell'euro ha partecipato alla prima consultazione multilaterale organizzata dall'FMI, che è stata dedicata agli squilibri globali (per maggiori informazioni, cfr. la prossima sezione).

L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE

Nel corso dell'anno sono proseguite le attività di riforma dell'FMI. Il risultato di maggior rilievo è costituito da una nuova decisione sulla sorveglianza bilaterale⁴. Altri ambiti importanti di riforma del Fondo hanno riguardato la *governance* (distribuzione delle quote e dei diritti di voto), la definizione di un nuovo modello reddituale e di spesa, e il ruolo dell'FMI nelle economie di mercato emergenti. L'accordo su queste questioni viene ricercato attraverso discussioni sia all'interno dell'FMI sia in altri consessi, quali il G7 e il G20. Il SEBC segue tali discussioni e fornisce il proprio contributo ove opportuno.

Il miglioramento della sorveglianza è stato uno dei principali traguardi raggiunti recentemente dall'FMI. A metà del 2007 è stata adottata una nuova Decisione sulla sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri. Tale Decisione sostituisce la precedente, introdotta trent'anni prima; essa è volta a migliorare la chiarezza, la franchezza, l'equità di trattamento nelle attività di sorveglianza, e a rendere l'FMI maggiormente responsabile del proprio operato. La nuova Decisione cerca di prestare maggiore attenzione agli effetti di *spillover* internazionali, assumendo come principio fondatore della sorveglianza il concetto di stabilità esterna. Quest'ultima viene definita con riferimento al tasso di cambio, la cui analisi diventa quindi una componente essenziale del processo di sorveglianza. Nel caso dell'area dell'euro, la presenza di una moneta unica comporta una valutazione della stabilità esterna a livello di intera area. Tuttavia, la sorveglianza bilaterale a livello nazionale, che si concentra sulle politiche interne dei singoli Stati membri, resta importante anche in questo contesto. L'FMI si sta adoperando per un'efficace attuazione della

3 "Euro area policies: 2007 Article IV consultation - staff report", FMI, luglio 2007, e "Economic survey of the euro area", OCSE, gennaio 2007.

4 Il Comitato esecutivo dell'FMI ha adottato il 15 giugno 2007 la Decisione "Bilateral Surveillance over Members' Policies", in sostituzione della precedente Decisione del 1977, intitolata "Surveillance over Exchange Rate Policies".

nuova Decisione, tenendo conto delle difficoltà tecniche e concettuali.

La prima consultazione multilaterale si è sostanzialmente conclusa ed è entrata in una fase di monitoraggio dei risultati. Le consultazioni multilaterali rappresentano un nuovo strumento di sorveglianza, in virtù del quale le principali parti coinvolte in problemi di rilevanza sistemica o regionale si riuniscono in via riservata per procedere a un dialogo aperto volto a sollecitare adeguati interventi di politica economica. La prima consultazione multilaterale è stata dedicata agli squilibri globali; vi hanno partecipato l'Arabia Saudita, le autorità dell'area dell'euro, la Cina, il Giappone e gli Stati Uniti. Ha rappresentato un'utile piattaforma per lo scambio di vedute sulle cause e le soluzioni degli squilibri. L'accento è stato ora spostato dal dialogo all'attuazione delle politiche; l'FMI sta seguendo i progressi e comunica gli esiti in rapporti bilaterali e multilaterali.

Sono stati compiuti progressi anche su altri elementi della strategia a medio termine. Con riferimento alla riforma delle quote e dei diritti di voto, le discussioni hanno riguardato: una nuova formula per l'assegnazione delle quote, una seconda serie di aumenti ad hoc delle stesse per un gruppo più ampio di paesi e un aumento dei diritti di voto di base dei paesi membri. La riforma si prefigge un duplice obiettivo: riallineare le quote dei paesi al peso relativo e al ruolo dei membri nell'economia mondiale e rafforzare la rappresentanza e la partecipazione dei paesi a basso reddito nell'FMI. Un accordo sui principali elementi del pacchetto dovrebbe essere raggiunto entro gli incontri primaverili del 2008. Sono inoltre allo studio proposte volte a consolidare la posizione finanziaria dell'FMI. Dal lato delle entrate, si attendono proposte specifiche che saranno basate sulle raccomandazioni contenute nel rapporto del *Committee of Eminent Persons* (un comitato incaricato di studiare soluzioni sostenibili di lungo termine per il finanziamento dell'FMI). Dal lato delle uscite, il nuovo quadro di riferimento sarà ispirato a una valutazione del mandato fondamentale del Fondo e a

un'accurata definizione delle sue priorità. Tale quadro prevede sostanziali riduzioni di bilancio. Infine, prosegue l'attività connessa all'impegno dell'FMI nei confronti delle economie di mercato emergenti. Il Fondo ha migliorato la propria attività di assistenza a questi paesi, individuando le loro vulnerabilità e avanzando proposte per una migliore gestione del loro debito; sono altresì proseguite le riflessioni sulla possibilità di introdurre un nuovo strumento di liquidità come strumento di prevenzione delle crisi.

Oltre che delle riforme dell'FMI, la comunità finanziaria internazionale ha continuato a occuparsi della promozione di meccanismi per la prevenzione e la gestione ordinata delle crisi. In tale contesto, sono stati realizzati progressi nell'attuazione dei Principi per il conseguimento della stabilità nei flussi di capitali e per un'equa ristrutturazione del debito nei mercati emergenti, avallati dal G20 nel 2004. Questi principi, volontari e basati su regole di mercato, intendono fornire delle linee guida per il comportamento degli emittenti sovrani e dei relativi creditori privati in materia di condivisione delle informazioni, dialogo e stretta cooperazione. Sono stati sostenuti da un numero crescente di istituzioni finanziarie e di paesi emittenti, che hanno manifestato un particolare interesse nel promuoverne l'effettiva realizzazione. Compiti di orientamento sulla loro attuazione ed evoluzione futura sono stati affidati a un *Group of Trustees* costituito nel 2006, in cui siedono alcuni dei protagonisti della finanza internazionale. Nella sua riunione più recente, che ha avuto luogo a Washington nell'ottobre 2007, il gruppo ha preso in esame i progressi compiuti nell'attuazione dei principi nel contesto dell'architettura finanziaria internazionale.

Nel corso del 2007 sono state adottate diverse altre iniziative relative ai mercati finanziari. Richiamandosi all'esempio fornito dal settore privato con i predetti Principi, un gruppo di importanti *hedge fund* con sede a Londra ha elaborato un codice di condotta per il proprio settore. Tale codice, a carattere volontario, è

volto a migliorare la trasparenza e la gestione del rischio. Inoltre, il G8 ha approvato un piano di azione per lo sviluppo dei mercati obbligazionari locali nelle economie di mercato emergenti e nei paesi in via di sviluppo. Nel piano si individua la necessità di esaminare in maggiore dettaglio una serie di questioni fondamentali sul piano delle politiche, quali: il rafforzamento delle infrastrutture di mercato e delle politiche di gestione del debito pubblico, l'ampliamento e la diversificazione della base di investitori, lo sviluppo dei mercati dei derivati e degli *swap*, il miglioramento delle banche dati e la promozione di iniziative regionali. L'obiettivo è quello di rendere i mercati obbligazionari locali più spessi e di aumentarne l'efficienza, di modo che essi possano pienamente esplicare il proprio ruolo nell'intermediazione finanziaria, concorrendo alla stabilità finanziaria e a una crescita economica sostenuta. Infine, evidenziando un crescente interesse per il ruolo e il funzionamento dei fondi di ricchezza sovrani, il Comitato monetario e finanziario internazionale ha chiesto all'FMI di avviare un dialogo con i gestori di riserve e attività sovrane. La prima tavola rotonda è stata organizzata nel novembre 2007.

2.2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI AL DI FUORI DELL'UE

Nel contesto delle sue attività internazionali, l'Eurosistema ha continuato a sviluppare i contatti con le banche centrali dei paesi al di fuori dell'UE, principalmente attraverso l'organizzazione di seminari e *workshop*. Inoltre, la cooperazione tecnica è diventata uno strumento importante per il rafforzamento delle istituzioni e il miglioramento del grado di aderenza agli standard europei e internazionali presso le istituzioni esterne all'UE.

Nell'ottobre 2007 l'Eurosistema ha tenuto a Mosca il quarto Seminario bilaterale ad alto livello con la banca centrale della Federazione russa (Banca di Russia). Il seminario ha costituito l'occasione per uno scambio di vedute sulle sfide attuali per la politica monetaria e del cambio



russa, oltre che sul processo di finanziarizzazione ed i suoi effetti sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria sia in Russia sia in altre economie di mercato mature ed emergenti. Inoltre, dopo aver preso in esame le sfide e le prospettive dell'allargamento dell'UE e dell'area dell'euro, la discussione si è concentrata sulle implicazioni per la Russia. È prevista l'organizzazione periodica di ulteriori eventi analoghi, il prossimo dei quali avrà luogo a Vienna nella primavera 2009.

Dando seguito a quanto discusso durante il seminario ad alto livello Eurosistema/Banca di Russia tenutosi a Dresda nell'ottobre 2006, il 14 giugno 2007 la Banca di Russia ha ospitato a Tula un *workshop* di esperti sulle prospettive di crescita a lungo termine per l'economia del paese. Esponenti della banca centrale e altri esperti del governo e della comunità finanziaria russi hanno avuto l'opportunità di scambiare con gli economisti dell'Eurosistema le proprie opinioni sulle determinanti della crescita e le prospettive dell'economia russa. Le presentazioni sono state dedicate ad argomenti quali, tra gli altri, "Le sfide di lungo periodo per l'economia russa: dipendenza dal prezzo del petrolio e *Dutch disease*" e "La previsione della crescita del PIL in Russia e il ruolo delle politiche economiche".

Prosegue la cooperazione tecnica con la Banca di Russia. Ad esempio, nell'ottobre 2007 la BCE ha ospitato due visite di studio ad alto livello sulle tematiche delle operazioni di mercato e della finanza interna. La Banca di Russia, la BCE e la BCN dell'area dell'euro hanno anche operato di stretto concerto, dando seguito al programma di formazione su vasta scala in materia di vigilanza bancaria attuato tra il 2003 e il 2005. Un

nuovo programma di cooperazione tra banche centrali, finanziato dalla Commissione europea, dovrebbe avere inizio il 1° aprile 2008 per poi giungere a conclusione nel dicembre 2010. Esso è inteso a migliorare la capacità di controllo interno della Banca di Russia mediante il trasferimento delle conoscenze e dell'esperienza dell'UE nell'ambito dei controlli interni basati sul rischio. Un'ulteriore finalità consiste nella graduale introduzione in Russia dei principi di vigilanza bancaria di Basilea II, da perseguire attraverso consultazioni e la condivisione dell'esperienza dell'UE nell'attuazione della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale. La consulenza in materia di sistemi di pagamento è stata estesa alla Comunità di Stati indipendenti mediante un seminario ospitato dalla Banca nazionale del Kazakistan nel settembre 2007.

Il quarto seminario ad alto livello dell'Eurosistema con i governatori delle banche centrali dei partner euro-mediterranei dell'UE ha avuto luogo a Valencia il 28 marzo 2007, mentre il quinto sarà tenuto al Cairo il 26 novembre 2008. A Valencia la discussione si è concentrata, fra l'altro, sulla politica di bilancio nei paesi del Mediterraneo e sugli scambi commerciali euro-mediterranei. Esponenti della BCE si sono recati in visita presso alcune banche centrali dei paesi del Magreb quali, ad esempio, la Banca d'Algeria (febbraio 2007), la Bank Al-Maghrib (novembre 2007) e la Banca centrale di Tunisia (novembre 2007).

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con le banche centrali e le agenzie monetarie degli Stati membri del Consiglio di Cooperazione degli Stati arabi del Golfo (CCG)⁵. La BCE ha inoltre fornito la propria consulenza al CCG nelle aree dei sistemi di pagamento e delle banconote. Assieme alla Deutsche Bundesbank, ha organizzato a Mainz, nei giorni 11-12 marzo 2008, un seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali e le autorità monetarie del CCG. Il 25 novembre 2007 la BCE e quattro BCN dell'area dell'euro (Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banque de France e Banca d'Italia) hanno completato un programma di

cooperazione biennale con la Banca centrale d'Egitto, finanziato dalla Commissione europea. Il programma ha assistito la banca centrale nel suo piano articolato di riforme, concentrandosi sull'introduzione di un approccio alla vigilanza bancaria basato sul rischio e sul miglioramento delle capacità in materia di vigilanza. A questo scopo sono stati elaborati sei progetti (vigilanza cartolare, ispezioni e controlli, vigilanza macroprudenziale, questioni legali e definizione di standard, formazione e tecnologie informatiche) nei quali le quattro BCN hanno svolto il ruolo di mentore e hanno cooperato di stretto concerto con un responsabile della banca centrale egiziana nel ruolo di *team leader*.

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con i paesi dei Balcani occidentali. Nei giorni 1-2 ottobre 2007 si è tenuta a Francoforte la seconda conferenza economica sulla regione, che ha esteso l'ambito di interesse a tutti i paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale. Esperti di alto livello delle banche centrali degli Stati membri dell'UE e dei paesi dell'Europa sud-orientale, rappresentanti della Commissione europea e di organizzazioni internazionali ed esponenti del mondo accademico hanno affrontato alcuni aspetti e le principali sfide della convergenza reale nella regione.

La BCE, assieme a otto BCN (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Banca di Grecia, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e Banka Slovenije), ha assistito la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina nella redazione di un rapporto di valutazione dei bisogni in relazione ai progressi da realizzare in particolari aree di attività di banca centrale in vista dell'adesione all'UE. La valutazione, che ha concluso una missione iniziata il 1° marzo 2007, è stata consegnata ufficialmente dall'Eurosistema il 12 settembre 2007. Essa contiene raccomandazioni sugli ambiti nei quali la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina deve impegnarsi nei prossimi anni per raggiungere standard in linea con quelli

5 Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman, Qatar.

del SEBC. L'iniziativa è stata finanziata dalla Commissione europea attraverso il programma di assistenza comunitaria per la ricostruzione, lo sviluppo e la stabilizzazione (*Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation*, CARDS) e coordinato dalla BCE.



CAPITOLO 6

LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO

Negli ultimi decenni l'indipendenza delle banche centrali si è rivelata una componente fondamentale della politica monetaria delle economie industriali ed emergenti. La decisione di rendere le banche centrali indipendenti è saldamente radicata nella teoria economica e nell'evidenza empirica, le quali dimostrano che tale assetto favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel contempo, il dovere delle autorità pubbliche di rendere conto del proprio operato ai cittadini - dai quali, essenzialmente, promana il loro mandato - è un principio fondamentale delle società democratiche. Nel caso di una banca centrale indipendente, la responsabilità per il proprio operato può essere intesa come l'obbligo di spiegare il modo in cui ha fatto uso dei poteri ad essa conferiti e giustificare le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti.

La BCE ha sempre riconosciuto pienamente l'importanza fondamentale di rendere conto delle proprie decisioni e a questo scopo ha mantenuto un dialogo permanente con i cittadini dell'UE e il Parlamento europeo. La BCE va al di là degli obblighi di comunicazione disposti dal Trattato, pubblicando, ad esempio, bollettini a cadenza mensile anziché trimestrale come richiesto. Inoltre, ogni mese dopo la prima riunione del Consiglio direttivo si svolge una conferenza stampa. L'osservanza del principio della responsabilità del proprio operato è ulteriormente testimoniata dall'elevato numero di pubblicazioni e di discorsi pronunciati dai membri del Consiglio direttivo durante il 2007, nei quali si forniscono spiegazioni circa le decisioni assunte dalla BCE.

A livello istituzionale, il Parlamento europeo, quale organo che trae la sua legittimità direttamente dai cittadini dell'UE, svolge un ruolo essenziale per quanto attiene alla responsabilità della BCE per il proprio operato. Secondo quanto previsto dal Trattato, nel 2007 il Presidente ha presentato il Rapporto annuale 2006 della BCE alla sessione plenaria del Parlamento europeo. Inoltre, il Presidente ha continuato a riferire con regolarità, in occasione delle audizioni trimestrali presso

la Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari, circa le decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e gli altri compiti a essa attribuiti. Il Presidente è stato invitato a un'audizione supplementare presso la stessa Commissione per spiegare le operazioni condotte dalla BCE nel mercato monetario in risposta alle turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari nella seconda metà del 2007 e discutere i potenziali insegnamenti da trarre per il quadro di riferimento in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria. Il Presidente è altresì intervenuto a una riunione congiunta del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali per scambiare opinioni sulla convergenza economica nell'area dell'euro.

Anche altri membri del Comitato esecutivo sono stati invitati a tenere audizioni presso il Parlamento europeo in diverse occasioni. Il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2006 della BCE alla Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari, mentre Gertrude Tumpel-Gugerell è intervenuta due volte presso la medesima Commissione per fornire informazioni sui recenti sviluppi in materia di servizi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e sul progetto *Target2-Securities* dell'Eurosistema.

Come negli anni precedenti, una delegazione della Commissione per i problemi economici e monetari ha effettuato una visita presso la BCE per uno scambio di opinioni con i membri del Comitato esecutivo. La BCE ha inoltre continuato a rispondere volontariamente alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari su questioni attinenti al proprio ambito di competenza.

2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Durante gli scambi di opinioni tra il Parlamento europeo e la BCE è stata affrontata un'ampia serie di problematiche. Le questioni fondamentali sollevate dal Parlamento europeo durante questi incontri sono esaminate nei paragrafi seguenti.

QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'UE IN MATERIA DI REGOLAMENTAZIONE, VIGILANZA E STABILITÀ FINANZIARIA

Il Parlamento europeo e la BCE hanno continuato lo stretto dialogo in materia di integrazione e stabilità nel settore finanziario. Nella risoluzione sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010, il Parlamento, pur riconoscendo che gli *hedge fund* possono rappresentare un'ulteriore fonte di liquidità e diversificazione sul mercato e offrire opportunità per migliorare l'efficienza della gestione societaria, condivideva il timore di alcune banche centrali e autorità di vigilanza sul fatto che tali fondi sono una potenziale fonte di rischio sistemico. Il Parlamento ha pertanto esortato a intensificare la cooperazione tra le autorità di vigilanza al fine di promuovere le raccomandazioni del Forum per la stabilità finanziaria e ha chiesto agli investitori, alle principali banche e alle autorità pubbliche di valutare i potenziali rischi di controparte che gli *hedge fund* comportano. Il Parlamento europeo ha inoltre rilevato l'alto grado di concentrazione nel settore delle società di *rating* e ha sottolineato la necessità di una maggiore trasparenza per quanto riguarda i metodi operativi di tali entità. In materia di vigilanza finanziaria, il Parlamento ha espresso preoccupazione per il fatto che l'attuale contesto di riferimento possa non stare al passo con la dinamica del mercato finanziario e ha sottolineato che esso deve essere sufficientemente finanziato, coordinato e giuridicamente predisposto per fornire risposte adeguate e rapide in caso di crisi sistemiche transfrontaliere di considerevole entità. Ha pertanto ritenuto opportuno lasciare agli accordi relativamente recenti di Livello 2 e Livello 3 dell'approccio Lamfalussy¹ il tempo di sedimentarsi e, contemporaneamente, esaminare l'auspicabilità e la fattibilità di un'esecuzione a livello dell'UE della vigilanza prudenziale, se necessario in futuro.

Il Presidente della BCE ha sottolineato che la rivalutazione dei rischi avvenuta nella seconda parte del 2007 rifletteva il concretizzarsi di alcune delle vulnerabilità precedentemente identificate dalla BCE e da altre banche centrali e ha ravvisato la necessità di aumentare la trasparenza e migliorare la gestione dei rischi per quanto riguarda prodotti finanziari complessi. Il Presidente ha riconosciuto che il numero contenuto di società di *rating* internazionali rappresentava un vero nodo da sciogliere per il funzionamento della finanza a livello mondiale. Al contempo, ha evidenziato che gli investitori non devono considerare il parere delle società di *rating* come un surrogato delle proprie analisi creditizie e della *due diligence*. Quanto agli *hedge fund*, ha sottolineato il ruolo positivo da essi svolto nell'aumentare l'efficienza e la liquidità dei mercati finanziari, riconoscendo tuttavia che possono anche rappresentare una fonte di rischio per la stabilità del sistema finanziario. Il Presidente ha pertanto auspicato una rapida attuazione delle raccomandazioni del Forum per la stabilità finanziaria e ha sostenuto la proposta che il settore degli *hedge fund* miri alle pratiche migliori e che *benchmark* settoriali sarebbero uno strumento adeguato per perseguire tale obiettivo. Egli ha inoltre rilevato l'esigenza di un miglioramento sostanziale nella comprensione dei soggetti non regolamentati, quali i *conduits* e le società veicolo, e ha invitato a proseguire l'esame approfondito dei soggetti in questione. Infine, il Presidente ha sottolineato che il potenziale dell'approccio Lamfalussy andrebbe sfruttato nella massima misura possibile prima di prendere in considerazione modifiche istituzionali di ampia portata (cfr. capitolo 4).

¹ La procedura Lamfalussy è composta da quattro livelli. Al Livello 1, i principi di base della legislazione sono elaborati attraverso il normale processo legislativo: una procedura di codecisione che coinvolge il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE, su proposta della Commissione europea. Al Livello 2, le misure di attuazione della legislazione di Livello 1 sono adottate o emendate attraverso procedure più snelle. Il Livello 3 si riferisce al lavoro dei Comitati di Livello 3 al fine di rafforzare la cooperazione e la convergenza nella vigilanza. Il Livello 4 riguarda le misure intraprese dalla Commissione per assicurare il rispetto della legislazione europea. Per maggiori dettagli, cfr. il rapporto *Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*, 15 febbraio 2001, disponibile sul sito Internet della Commissione europea. Cfr. inoltre il Rapporto annuale della BCE 2003, p. 118.



FINANZE PUBBLICHE

La conduzione delle politiche di bilancio ha occupato un posto di primo piano nelle discussioni tra il Parlamento europeo e la BCE. Nella risoluzione sul rapporto della Commissione europea “Le finanze pubbliche nell’UEM – 2006”, il Parlamento ha sostenuto un’applicazione rigorosa del Patto di stabilità e crescita e ha esortato gli Stati membri a compiere nuovi sforzi per sfruttare la fase di crescita economica al fine di predisporre i conti pubblici ad affrontare le sfide del futuro, segnatamente l’invecchiamento della popolazione. Nella risoluzione sulla relazione annuale 2006 sull’area dell’euro della Commissione, il Parlamento europeo ha pertanto accolto con soddisfazione gli orientamenti per le politiche di bilancio adottati dall’Eurogruppo in aprile 2007, in cui si richiamava l’impegno ad adoperarsi per rafforzare le finanze pubbliche nelle fasi di congiuntura favorevole, destinando le entrate straordinarie alla riduzione del debito e del disavanzo.

Il Presidente della BCE ha sottolineato che i periodi positivi andrebbero sfruttati per correggere rapidamente gli squilibri di bilancio residui nei paesi dell’area dell’euro e per accelerare l’aggiustamento verso i rispettivi obiettivi di medio termine. In tale contesto, ha esortato tutti i paesi dell’area a onorare l’impegno assunto all’interno dell’Eurogruppo di raggiungere gli obiettivi di bilancio di medio termine quanto prima e non più tardi del 2010 (cfr. la sezione 1.1 del capitolo 5).

SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

La BCE ha continuato a informare il Parlamento europeo circa le attività in corso nel campo dei sistemi di pagamento e dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Gertrude Tumpel-Gugerell è comparsa due volte presso la Commissione per i problemi economici e monetari per informare sui progressi compiuti nella realizzazione di un’infrastruttura a livello dell’Eurosistema per la fornitura di servizi di regolamento delle operazioni in titoli in moneta di banca centrale, chiamata *Target2-Securities*. La BCE ha inoltre accolto con soddisfazione l’adozione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio dell’UE della direttiva sui servizi di pagamento nel 2007, in quanto fornisce la base giuridica per la creazione dell’area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA) (cfr. la sezione 3 del capitolo 4).

Nella risoluzione adottata di propria iniziativa sul Rapporto annuale 2006 della BCE, il Parlamento europeo ha espresso pieno sostegno agli sforzi compiuti dalla BCE al fine di promuovere l’integrazione finanziaria agendo da catalizzatore delle iniziative del settore privato, come la SEPA. Il Parlamento ha inoltre rilevato che il progetto *Target2-Securities* potrebbe avere il potenziale per incrementare l’integrazione, l’efficienza e la sicurezza dell’infrastruttura europea di regolamento delle transazioni in titoli. Nel contempo, ha ritenuto essenziale

la realizzazione di un sistema di *governance* adeguato. Nella risoluzione sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010, il Parlamento ha richiesto ulteriori progressi nella rimozione degli ostacoli identificati nel rapporto del gruppo Giovannini sui sistemi di compensazione e regolamento transfrontalieri (cfr. la sezione 2 del capitolo 2).



CAPITOLO 7

L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione condotta dalla Banca centrale europea mira a promuovere una migliore comprensione da parte del pubblico delle proprie decisioni. Essa è parte integrante della politica monetaria della BCE e delle altre funzioni da essa esercitate. I due principi fondamentali cui si ispirano le attività di comunicazione della BCE sono l'apertura e la trasparenza. Entrambi contribuiscono all'efficacia, all'efficienza e alla credibilità della politica monetaria della Banca centrale europea. Essi sostengono inoltre l'impegno della BCE a rendere pienamente conto delle proprie azioni, come spiegato più in dettaglio nel capitolo 6.

Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare tempestivamente, regolarmente e in modo approfondito le valutazioni e le decisioni di politica monetaria rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale. Le decisioni di politica monetaria vengono illustrate nel corso della conferenza stampa che si tiene subito dopo la riunione del Consiglio direttivo in cui sono state assunte. In tale occasione il Presidente rilascia una dettagliata dichiarazione introduttiva, spiegando le decisioni del Consiglio direttivo, e, insieme al Vicepresidente, rimane a disposizione dei mezzi di informazione per rispondere alle loro domande. Dal dicembre 2004, inoltre, le decisioni del Consiglio direttivo diverse da quelle di politica monetaria sono pubblicate mensilmente sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

Gli atti giuridici della BCE e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema sono resi disponibili in tutte le lingue ufficiali dell'UE¹. Anche il Rapporto annuale della BCE e i numeri trimestrali del Bollettino mensile sono diffusi in versione integrale nelle lingue ufficiali dell'UE². Il Rapporto sulla convergenza è pubblicato in versione integrale o sintetica in tutte le lingue ufficiali dell'UE³. Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini, la BCE pubblica anche altri documenti oltre quelli statuari in alcune o in tutte le lingue ufficiali, in particolare i

comunicati stampa sulle decisioni di politica monetaria, le proiezioni macroeconomiche⁴, gli indirizzi di *policy* e il materiale informativo rilevante per il pubblico. La preparazione, la pubblicazione e la diffusione dei documenti principali della BCE nelle lingue nazionali sono svolte in stretta collaborazione con le singole BCN.

1 Ad eccezione dell'irlandese, per cui è in vigore una deroga a livello dell'UE.

2 Ad eccezione dell'irlandese (per deroga a livello dell'UE) e del maltese (per accordo con la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, dopo la revoca nel maggio 2007 della deroga provvisoria dell'UE).

3 Cfr. nota 2.

4 Si tratta delle proiezioni degli esperti della BCE dal settembre 2004 e di quelle degli esperti dell'Eurosistema dal dicembre 2000.

2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE

La BCE deve rivolgersi a un pubblico variegato: dagli esperti finanziari, ai mezzi di informazione, alle autorità politiche, ai cittadini, ciascuno avente un diverso livello di conoscenze in materia economica e finanziaria. Al fine di spiegare il proprio mandato e le proprie decisioni, si avvale perciò di un ampio ventaglio di strumenti e di attività di comunicazione, che vengono costantemente affinati affinché siano il più possibile efficaci, in considerazione dei diversi destinatari a cui si rivolgono.

La BCE pubblica una serie di studi e rapporti, come il Rapporto annuale (che presenta un resoconto delle attività svolte nel corso dell'anno precedente), contribuendo così all'assolvimento del principio di responsabilità per il proprio operato. Il Bollettino mensile fornisce aggiornamenti regolari sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE e spiega in dettaglio i motivi sottostanti alle sue decisioni, mentre la *Financial Stability Review* valuta la stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro con riferimento alla sua capacità di assorbire shock avversi.

Tutti i membri del Consiglio direttivo contribuiscono direttamente a migliorare la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico dei compiti e delle politiche dell'Eurosistema attraverso audizioni al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali, pronunciando discorsi pubblici e rilasciando interviste ai mezzi di informazione. Nel 2007 il Presidente della BCE è comparso sette volte dinanzi al Parlamento europeo; da questo anno si è anche cominciato a trasmettere tali audizioni sul sito Internet della BCE.

Nel 2007 i membri del Comitato esecutivo hanno tenuto circa 220 discorsi a un pubblico variegato, hanno rilasciato numerose interviste e pubblicato articoli in riviste specializzate e giornali.

Nello stesso anno la BCE ha organizzato 15 seminari per i mezzi di comunicazione nazionali e internazionali, tre dei quali in collaborazione



con la Commissione europea e quattro in collaborazione con le BCN dell'UE.

La BCE ha continuato a contribuire alla diffusione dei risultati delle proprie ricerche con la pubblicazione di *Working Paper* e di *Occasional Paper*, nonché con l'organizzazione di conferenze accademiche, seminari e *workshop* (cfr. la sezione 5 del capitolo 2).

Le BCN dell'area dell'euro svolgono un ruolo di primo piano nell'assicurare, a livello nazionale, la diffusione di informazioni e messaggi dell'Eurosistema ai cittadini e ai soggetti interessati. Le BCN si rivolgono a destinatari sia a livello regionale che nazionale, utilizzando le rispettive lingue e tenendo conto dei diversi contesti di riferimento.

Nel 2007 la BCE, insieme alla Banca Centrale di Cipro e alla Banca Centrale di Malta, ha organizzato campagne di informazione per l'introduzione dell'euro nei rispettivi paesi il 1° gennaio 2008. Il logo "L'EURO la NOSTRA moneta", basato su quello utilizzato per la campagna di informazione per l'introduzione delle banconote e delle monete in euro nel 2002, è stato impiegato in tutte le attività di comunicazione comuni per la sostituzione del contante a Cipro e Malta. Le campagne hanno seguito il profilo della strategia di comunicazione sviluppata per l'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro il 1° gennaio 2007. Esse hanno perseguito l'obiettivo di aiutare i gestori professionali del contante e il grande pubblico ad acquisire dimestichezza con l'aspetto visivo e le caratteristiche di sicurezza delle banconote e delle monete in euro, nonché con le procedure di sostituzione del contante (cfr. la sezione 4 del capitolo 3).

Nel 2007 la BCE ha accolto presso la propria sede a Francoforte circa 13.500 visitatori, la maggior parte dei quali costituita da studenti

universitari e professionisti del settore finanziario, che hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di conferenze e presentazioni tenute da esperti della BCE.

Tutti i documenti pubblicati e le varie attività svolte sono presentate sul sito Internet della BCE, che nel 2007 ha ricevuto 15 milioni di visite (con 15 milioni di documenti scaricati). In particolare, il pacchetto informativo dal titolo *La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*⁵, destinato ai più giovani fra gli studenti delle scuole secondarie e ai loro insegnanti e prodotto dalla BCE in collaborazione con le BCN dell'area dell'euro in tutte le lingue ufficiali dell'UE, ha ottenuto un elevato grado di attenzione da parte degli utenti. Il pacchetto è costituito da un audiovisivo della durata di otto minuti, da opuscoli per gli studenti e da una guida didattica per gli insegnanti. I protagonisti dell'audiovisivo sono due studenti della scuola secondaria che vanno alla scoperta del concetto di stabilità dei prezzi. Gli opuscoli forniscono una panoramica sull'argomento di facile comprensione, mentre la guida fornisce maggiori dettagli per gli insegnanti.

Nel 2007 sono state gestite circa 60.000 richieste di informazioni sui diversi aspetti delle attività della BCE.

La BCE organizza annualmente il programma *Cultural Days*, finalizzato a far conoscere le diversità culturali degli Stati membri dell'UE ai dipendenti della BCE e del SEBC, alla comunità finanziaria internazionale di Francoforte nonché ai residenti di questa città e della regione circostante. L'iniziativa valorizza ogni anno la ricchezza culturale di un singolo paese, promuovendo in tal modo una maggior conoscenza delle nazioni appartenenti all'UE. Nel 2007 il programma *Cultural Days* ha riguardato la Grecia, dopo aver interessato negli anni precedenti Austria, Ungheria, Polonia e Portogallo. Il programma, svoltosi fra il 24 ottobre e il 13 novembre, è stato organizzato in stretta collaborazione con la Banca di Grecia.

⁵ Si può accedere al pacchetto informativo sul sito Internet della BCE al seguente indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.it.html>



CAPITOLO 8

L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO

I GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE

I.1 L'Eurosistema e il sistema europeo di banche centrali



L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Esso comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri che hanno adottato l'euro (15 dal 1° gennaio 2008). Il termine "Eurosistema" è stato adottato dal Consiglio direttivo al fine di agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro ed è inteso a sottolineare l'identità comune, il lavoro di squadra e la cooperazione fra tutti i membri di tale struttura. Il Trattato di Lisbona incorpora il termine "Eurosistema" (cfr. la sezione 1.2 del capitolo 5).

Il SEBC si compone della BCE e delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE (27 dal 1° gennaio 2007), compresi quelli che non hanno ancora adottato l'euro.

La BCE è il perno dell'Eurosistema e del SEBC e assicura lo svolgimento dei rispettivi compiti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN. Essa è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale.

Ciascuna BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione del rispettivo paese. In quanto parte integrante dell'Eurosistema, le BCN dell'area dell'euro svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Contribuiscono inoltre ai lavori dell'Eurosistema e del SEBC attraverso la partecipazione dei propri rappresentanti ai diversi comitati dell'Eurosistema/SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). Esse possono espletare, sotto la propria responsabilità, funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema, sempre che il Consiglio direttivo

non reputi che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro è istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento dei suddetti organi è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni¹. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le BCN dell'area dell'euro contribuiscono congiuntamente, sul piano sia strategico che operativo, a conseguire gli obiettivi comuni dell'Eurosistema, nel dovuto rispetto del principio di decentramento, secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC.

con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2007 due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland a Dublino e l'altra presso la Oesterreichische Nationalbank a Vienna.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e su altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio direttivo.

1.2 IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Il Consiglio direttivo comprende i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. In base al Trattato le sue principali responsabilità sono le seguenti:

- adottare gli indirizzi e prendere le decisioni necessari ad assicurare lo svolgimento dei compiti affidati all'Eurosistema;
- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro, ivi comprese, ove opportuno, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché fissare i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Il Consiglio direttivo si riunisce di norma due volte al mese presso la sede della BCE a Francoforte sul Meno, in Germania. Nel corso della prima riunione esso si occupa, fra le altre cose, di condurre una valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e di prendere le relative decisioni, mentre la seconda riunione è normalmente dedicata alle questioni connesse

¹ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80, 18.3.2004, pag. 33; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230, 30.6.2004, pag. 61; la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999 relativa al Regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314, 8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Michael C. Bonello² (dal 1° gennaio 2008)

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta /
Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

Mitja Gaspari (dal 1° gennaio al 31 marzo 2007)

Governatore della Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland

Marko Kranjec (dal 16 luglio 2007)

Governatore della Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Governatore della Oesterreichische
Nationalbank

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands
Bank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du
Luxembourg

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides² (dal 1° gennaio 2008)

Governatore della Banca centrale di Cipro

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van
België/Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant (dal 1° aprile al 15 luglio 2007)

Governatore *ad interim* della Banka Slovenije

Jürgen Stark

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente di De Nederlandsche Bank

Terza fila (da sinistra):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Seconda fila (da sinistra):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Prima fila (da sinistra)

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides

² I governatori delle banche centrali di Malta e Cipro hanno partecipato agli incontri del Consiglio direttivo nel 2007 in veste di "invitato speciale" in seguito alla decisione, presa dal Consiglio Ecofin il 10 luglio 2007, di abrogare le rispettive deroghe con decorrenza dal 1° gennaio 2008.

1.3 IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri, nominati di comune accordo dai Capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che di regola si riunisce una volta la settimana, sono:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo,

impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- gestire gli affari correnti della BCE;
- esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

Un Comitato di gestione fornisce assistenza al Comitato esecutivo in materia di gestione della BCE, nella pianificazione delle attività e nella predisposizione del bilancio annuale. Il Comitato di gestione è composto da un membro del Comitato esecutivo, che agisce in veste di presidente, e da diversi dirigenti di elevato livello.

Seconda fila (da sinistra):

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi,

Prima fila (da sinistra):

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

José Manuel González-Páramo

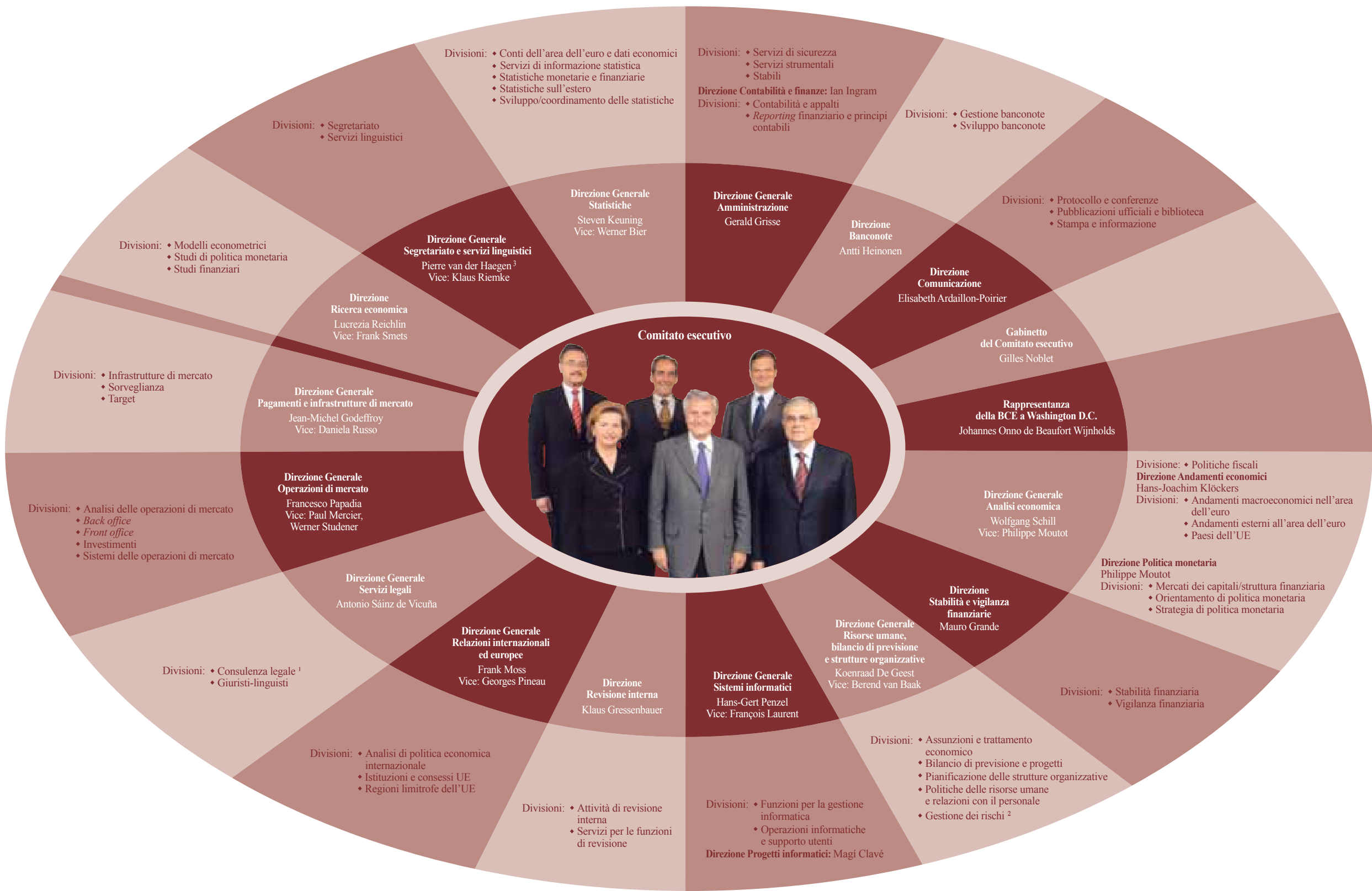
Membro del Comitato esecutivo della BCE

Jürgen Stark

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE



Comitato esecutivo

Seconda fila (da sinistra): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi
Prima fila (da sinistra): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Include la funzione di protezione dei dati.
² Risponde direttamente al Comitato esecutivo.
³ Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

1.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE. Esso svolge i compiti in precedenza propri dell'IME, che devono essere tuttora assolti

dalla BCE in ragione del fatto che non tutti gli Stati membri hanno adottato l'euro. Nel 2007 il Consiglio generale si è riunito cinque volte. Dal gennaio 2007 i governatori della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e della Banca Națională a României sono divenuti membri del Consiglio generale.

Terza fila (da sinistra):

Erkki Liikanen,
András Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

Seconda fila (da sinistra):

John Hurley,
Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Isărescu

Prima fila (da sinistra):

Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides, Yves Mersch



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Leszek Balcerowicz

Presidente della Narodowy Bank Polski
(fino al 10 gennaio 2007)

Nils Bernstein

Governatore della Danmarks
Nationalbank

Michael C. Bonello

Governatore della Central Bank of Malta

Christodoulos Christodoulou

Governatore della Banca centrale di Cipro
(fino al 3 maggio 2007)

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

Mitja Gaspari

Governatore della Banka Slovenije
(fino al 31 marzo 2007)

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland

Stefan Ingves

Governatore della Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Governatore della Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Governatore della Българска народна банка
(Banca nazionale di Bulgaria)

Zsigmond Járai

Governatore della Magyar Nemzeti Bank
(fino al 1° marzo 2007)

Mervyn King

Governatore della Bank of England

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije
(dal 16 luglio 2007)

Klaus Liebscher

Governatore della Oesterreichische
Nationalbank

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands
Bank

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro
(dal 4 maggio 2007)

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

Governatore *ad interim* della Banka Slovenije
(dal 1° aprile al 15 luglio 2007)

Ilmārs Rimšēvičs

Governatore della Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas

Slawomir Skrzypek

Presidente della Narodowy Bank Polski
(dall'11 gennaio 2007)

András Simor

Governatore della Magyar Nemzeti Bank
(dal 2 marzo 2007)

Ivan Šramko

Governatore della Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

Governatore della Česká národní banka

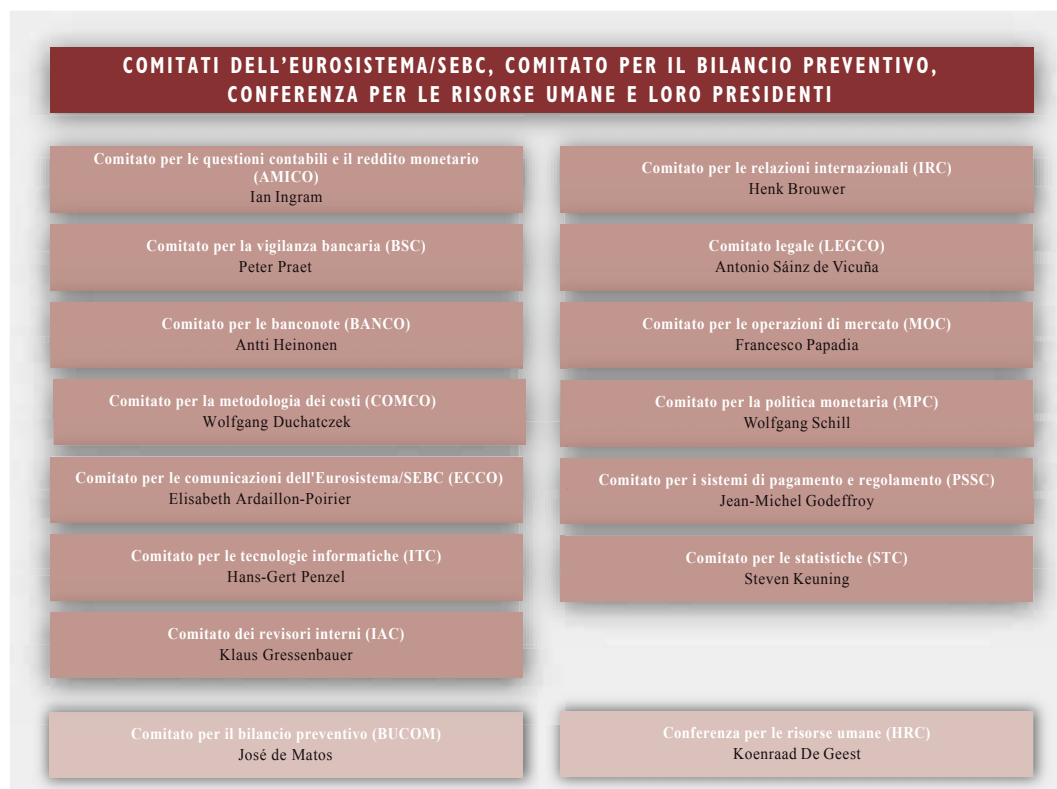
Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente di De Nederlandsche Bank

1.5 I COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO, LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E LO *STEERING COMMITTEE* PER L'INFORMATICA DELL'EUROSISTEMA



I Comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un importante ruolo di supporto degli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei loro compiti. Su richiesta sia del Consiglio direttivo sia del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione ai Comitati è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Tuttavia, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro partecipano alle riunioni ogniqualvolta vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Ove appropriato, possono essere invitati anche i rappresentanti di altri organismi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Nel luglio 2007 è stato costituito il Comitato per la metodologia dei costi (*Committee on Cost Methodology*, COMCO) come Comitato dell'Eurosistema/SEBC ai sensi dell'articolo 9.1 del Regolamento interno della BCE, portando a 13 il numero di comitati dell'Eurosistema/SEBC istituiti ai sensi di tale articolo.

Il Comitato per il bilancio preventivo, creato ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio della BCE. Nel 2005 è stata istituita la Conferenza per le risorse umane, ai sensi dell'articolo 9a del Regolamento interno, quale forum per lo scambio di esperienze, competenze e informazioni tra banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nell'ambito della gestione delle risorse umane.

Nell'agosto 2007 il Consiglio direttivo ha istituito lo *Steering Committee* per l'informatica nell'Eurosistema (*Eurosystem IT Steering Committee*, EISC) con il mandato di apportare costanti miglioramenti nell'utilizzo dell'informatica all'interno dell'Eurosistema. Le responsabilità dell'EISC riguardano in particolare l'organizzazione informatica dell'Eurosistema, ricomprendendo ambiti quali lo sviluppo e il mantenimento di politiche per l'architettura e la sicurezza informatica, l'individuazione

delle esigenze informatiche, la gestione e identificazione delle priorità dell'insieme dei progetti informatici, la pianificazione, realizzazione e il controllo dei progetti informatici e il monitoraggio delle operazioni e dei sistemi informatici. L'EISC dovrebbe accrescere l'efficienza e l'efficacia del processo decisionale del Consiglio direttivo sui progetti informatici e sulle operazioni informatiche dell'Eurosistema/SEBC valutando le proposte dei comitati del SEBC o delle banche centrali dell'Eurosistema prima della discussione in seno al Consiglio direttivo e presentando rapporti su tali proposte al Consiglio direttivo stesso. L'EISC rende conto al Consiglio direttivo tramite il Comitato esecutivo.

1.6 LA GOVERNANCE INTERNA

Oltre agli organi decisionali, il sistema di *governance* interna della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, tre codici di condotta e norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli: quello dei revisori esterni, incaricati di verificare il bilancio della BCE (articolo 27.1 dello Statuto del SEBC), e quello della Corte dei conti europea, che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). Il rapporto annuale della Corte dei conti europea e la risposta della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE e sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Al fine di rafforzare la massima garanzia data al pubblico sull'indipendenza dei revisori esterni della BCE viene applicato il principio della rotazione della società di revisione³.

³ KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft è stato il revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari 2003-2007. A seguito della conclusione di una asta pubblica d'appalto e in linea con la prassi, concordata con la BCE, di rotazione delle società di revisione, il mandato di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari 2008-2012 verrà conferito a nuovo revisore esterno.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda sull'approccio funzionale per cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della gestione dei propri rischi, controlli, efficacia ed efficienza. Le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità in osservanza della tolleranza al rischio fissata *ex ante* dal Consiglio esecutivo. È stato ad esempio predisposto un sistema di regole e procedure – noto come “muraglia cinese” – per impedire che le informazioni riservate provenienti dalle aree responsabili della politica monetaria giungano ai settori cui spetta la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE. Nel 2007 la BCE ha migliorato il suo approccio alla gestione dei rischi operativi creando un'apposita struttura protettiva che consente una gestione coerente dei rischi operativi, strutturata e integrata riunendo una serie di politiche, procedure e strumenti di controllo dei rischi. Inoltre, la Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative supervisiona l'insieme dei rischi e la struttura di controllo interno e presenta proposte per migliorare l'efficacia dell'identificazione, della valutazione e del trattamento dei rischi nella BCE.

Indipendentemente dalla struttura di controllo interno e dal monitoraggio dei rischi della BCE, la Direzione Revisione interna svolge incarichi di revisione su mandato diretto del Comitato esecutivo. In conformità con il mandato definito dallo Statuto dei revisori della BCE⁴, essa fornisce una garanzia e servizi di consulenza indipendenti e obiettivi, apportando un approccio sistematico alla valutazione e al miglioramento dell'efficacia dei processi di *gestione dei rischi*, di controllo e di *governance*. La Direzione Revisione interna aderisce agli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* elaborati dall'Institute of Internal Auditors.

Uno dei Comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato dei revisori interni, composto dai responsabili delle funzioni di *audit* interno

presso la BCE e le BCN, è responsabile del coordinamento delle attività ispettive sui progetti e sistemi operativi congiunti dell'Eurosistema/SEBC.

Al fine di rafforzare la *governance*, il Consiglio direttivo ha deciso di istituire a partire da aprile 2007 un Comitato di *audit* della BCE, composto da tre suoi membri e presieduto da John Hurley (Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

CODICI DI CONDOTTA

La BCE ha adottato tre codici di condotta. Il primo trova applicazione per i membri del Consiglio direttivo e ne contempla le responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento⁵. Esso fornisce indirizzi e principi etici per i membri del Consiglio direttivo e i loro supplenti nello svolgimento delle funzioni di competenza di tale organo decisionale. Il Consiglio direttivo ha inoltre nominato un consulente incaricato di fornire assistenza ai suoi membri in merito ad alcuni aspetti di condotta professionale. Il secondo è il Codice di condotta della BCE, che fornisce indirizzi e parametri di comportamento per il personale della BCE e per i membri del Comitato esecutivo, che nello svolgimento dei loro compiti sono tenuti a conformarsi a elevati standard professionali e deontologici⁶. Conformemente alle regole del Codice di condotta in materia di *insider trading*, al personale della BCE e ai membri del Comitato esecutivo è vietato trarre vantaggio da informazioni riservate nella conduzione di operazioni finanziarie private, a proprio rischio e per proprio conto, ovvero a rischio e per

4 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale Statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

5 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9; il suo emendamento GU C 10 el 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

6 Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea in conformità dell'articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.

conto di terzi⁷. Il terzo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo. Esso completa gli altri due codici dettagliando ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo⁸. Un Consulente per la deontologia nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione uniforme di tale regolamento.

MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno adottato un regolamento⁹ allo scopo di potenziare la lotta contro frodi, corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee. Con tale regolamento si istituivano inoltre le indagini interne condotte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) su casi sospetti di frode presso le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie comunitari.

Il regolamento prevedeva che ciascuno di questi enti adottasse le decisioni necessarie affinché l'OLAF fosse in grado di condurre indagini al loro interno. A tal fine, nel giugno del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione¹⁰, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'OLAF in seno alla BCE.

ACCESSO DEL PUBBLICO AI DOCUMENTI DELLA BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE¹¹, adottata nel marzo del 2004, è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni comunitari in merito all'accesso del pubblico ai rispettivi documenti. La decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie proprie dell'espletamento delle funzioni della BCE¹².

Nel 2007 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

7 Cfr. la sezione 1.2 delle norme sul personale della BCE, recante le norme in materia di condotta professionale e segreto professionale, GU C 92 del 16.4.2004, pag. 31 e il sito Internet della BCE.

8 Cfr. il Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo, GU C 230 del 23.9.2006, pag. 46 e il sito Internet della BCE.

9 Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31.5.1999, pag. 1.

10 Decisione BCE/2004/11 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56. La decisione è stata adottata in risposta alla sentenza della Corte europea di giustizia resa il 10 luglio 2003 nella causa Commissione delle Comunità europee contro BCE (I-7147).

11 GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

12 In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, una sezione Archives è stata aggiunta nel sito Internet della BCE per fornire accesso alla documentazione storica.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LE RISORSE UMANE

Nel 2007 la BCE ha rafforzato il proprio quadro di politiche in materia di risorse umane per sottolineare l'importanza dei suoi valori e dei principi di base per le risorse umane¹³. Tale quadro è inoltre uno strumento per spiegare perché sono state scelte specifiche politiche per le risorse umane e come sono interconnesse. Nell'ambito di tale quadro, le politiche attinenti alla gestione delle risorse umane ricadono in quattro ambiti principali.

LA CULTURA AZIENDALE

La BCE si avvale di personale proveniente dai 27 Stati membri dell'UE e ha integrato la gestione della diversità nella sua prassi in materia di risorse umane per garantire che le competenze individuali dei dipendenti siano riconosciute e utilizzate appieno per il raggiungimento degli obiettivi della Banca. La gestione della diversità della BCE è basata sulla strategia della diversità lanciata nel 2006 e mira ad assicurare che tutti i membri del personale siano trattati con rispetto e che le loro prestazioni siano valutate in base al merito.

I sei valori comuni della BCE (competenza, efficacia ed efficienza, integrità, spirito di squadra, trasparenza e responsabilità per il proprio operato, lavorare per l'Europa) sono stati ulteriormente assimilati nelle politiche in materia di risorse umane al fine di tradurli in comportamento quotidiano e miglioramento delle prestazioni.

EVOLUZIONE DEL PERSONALE

Con l'introduzione nel 2006 dei principi generali di mobilità, che incoraggiano i membri del personale ad assumere una diversa posizione lavorativa ogni cinque anni di servizio, si è dato notevole sostegno alla mobilità interna. La mobilità è considerata un'opportunità per il personale di ampliare le proprie competenze e sviluppare le proprie capacità e un mezzo per la BCE di diffondere la consapevolezza tra il personale e accrescere le sinergie tra aree operative. A tale riguardo, la politica di assunzione interna, che dà risalto a competenze ampie, intende agevolare ulteriormente la

mobilità interna del personale. Nel 2007 è stata lanciata una "finestra di mobilità" per favorire scambi tra membri del personale nonché trasferimenti interni temporanei, ad esempio per coprire l'assenza di colleghi. In totale, 152 dipendenti, inclusi 31 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente nel 2007 per coprire altre posizioni, sia su base temporanea sia a lungo termine.

Il programma di esperienza lavorativa esterna della BCE facilita il distacco di personale presso le 27 BCN dell'UE o importanti organizzazioni internazionali (ad esempio il FMI e la BRI) per periodi da due a dodici mesi. Nel 2007 sono stati distaccati 23 dipendenti nell'ambito di tale programma. Inoltre, la BCE ha concesso periodi di congedo non retribuito, per una durata massima di tre anni, a 36 membri del personale. Molti di loro (19) hanno assunto impieghi presso BCN, organizzazioni internazionali o società private. Altri hanno utilizzato questi periodi di congedo non retribuito a fini di studio.

Oltre a promuovere la mobilità, anche attraverso la rotazione dei dirigenti, la strategia per le risorse umane ha continuato a vertere sullo sviluppo della dirigenza della BCE e, in particolare, sul rafforzamento delle capacità di gestione tramite corsi di formazione e programmi di preparazione individuale. La formazione dei dirigenti si è incentrata sul miglioramento delle capacità di *leadership*, sulla gestione delle prestazioni e dei cambiamenti organizzativi e sulla "dignità sul lavoro" come pilastro essenziale della strategia della diversità della BCE.

I dirigenti hanno inoltre partecipato a un esercizio obbligatorio di *feedback* incrociato annuale in cui i diretti collaboratori, i parigrado e contatti esterni individuano le aree di sviluppo personale dei dirigenti. Sulla base dei risultati ottenuti da tale esercizio di *feedback* incrociato si possono predisporre programmi di preparazione individuale.

¹³ Principi di base per le risorse umane sono: necessità organizzativa, gestione del personale decentralizzata, merito, diversità, condizioni d'impiego interessanti e impegno reciproco.

La continua acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale rimane una pietra angolare della strategia per le risorse umane della BCE. Come principio di base, l'apprendimento e lo sviluppo sono una responsabilità condivisa da personale e istituzione. Da un lato, la BCE fornisce le risorse finanziarie e il quadro formativo e i dirigenti definiscono le esigenze di formazione del personale per la posizione ricoperta al momento. Dall'altro lato, il personale deve fare quanto necessario per apprendere, crescere professionalmente e assicurare che le proprie competenze siano mantenute al massimo livello. Oltre a svariate possibilità di formazione interna, i dipendenti hanno continuato a usufruire di opportunità di formazione esterna per far fronte a esigenze formative individuali a maggiore carattere tecnico e hanno inoltre beneficiato di programmi del SEBC oppure offerti dalle BCN.

Nel quadro della sua politica di formazione secondaria, la BCE ha prestato il proprio sostegno a 22 dipendenti desiderosi di acquisire una qualifica che ne avrebbe incrementato le competenze professionali al di là dei requisiti richiesti dalla posizione ricoperta al momento.

ASSUNZIONI

Le assunzioni per coprire posizioni permanenti sono state effettuate sulla base di contratti a termine di cinque anni per i dirigenti e di tre anni per le altre posizioni. I contratti a tempo determinato offerti per posizioni permanenti possono essere convertiti in contratti a tempo

indeterminato sulla base di una procedura di revisione che tiene conto di considerazioni organizzative e delle prestazioni individuali. Nel 2007 la BCE ha offerto 27 contratti a tempo determinato convertibili a candidati esterni. Ha inoltre assegnato 56 contratti a tempo determinato non convertibili per coprire assenze di personale superiori a un anno e 114 contratti a breve termine per coprire assenze inferiori a un anno quali congedi parentali o aspettative non retribuite. La seguente tabella sintetizza l'evoluzione del personale della BCE nel 2007.

L'offerta di contratti a breve termine a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali consente alla BCE e a tali organizzazioni di beneficiare dell'esperienza reciproca. L'assunzione a breve termine di personale delle BCN consente inoltre di alimentare lo spirito di squadra in seno al SEBC.

Nel settembre 2007 è stato stipulato il secondo gruppo di contratti accordati su base biennale non convertibile nel quadro del Graduate Programme della BCE, rivolto a dottori di ricerca con ampia formazione.

Le opportunità di tirocini interni offerti dalla BCE si sono focalizzate su studenti e laureati aventi una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione.

Inoltre, la BCE ha offerto cinque borse di ricerca nell'ambito del *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aperto a economisti di spicco, e altre cinque nel contesto del *Lamfalussy Fellowship Programme*, dedicato a giovani ricercatori.

CONDIZIONI DI IMPIEGO

La BCE ha dato avvio a un ambizioso progetto che mira a introdurre un sistema di pianificazione delle risorse d'impresa. Quando diventerà operativo, il sistema basato sulla piattaforma SAP chiamato "ISIS" (*Integrated data, Streamlined processes, Information, sharing* – dati integrati, processi razionalizzati, informazioni condivise) avrà un impatto significativo su una serie di compiti attinenti alla gestione. Oltre a semplificare vari processi

Evoluzione del personale

	2007	2006
Personale con contratto BCE <i>full-time equivalent</i> ¹⁾	1.375	1.342
Contratti a breve termine offerti a esperti di BCN e/o organizzazioni internazionali	106	93
Nuovi partecipanti al <i>Graduate Programme</i>	10	6
Tirocini	145	173

Fonte: BCE.

1) Il numero di addetti riconosciuti in servizio al 31 dicembre 2007 era di 1.348. Questa discrepanza è principalmente dovuta al fatto che sono stati stipulati contratti a tempo determinato per sostituire dipendenti assenti per un periodo superiore a 12 mesi.

amministrativi, il sistema consentirà a personale e dirigenti di effettuare una serie di attività in “modalità self-service”, contribuendo così ad accrescere l'efficienza all'interno dell'organizzazione.

Tenendo conto dei più recenti sviluppi in materia di aspettativa di vita, la BCE ha avviato una revisione del piano pensionistico offerto al proprio personale. I risultati di tale revisione dovrebbero trovare applicazione all'inizio del 2009.

Al fine di migliorare l'equilibrio tra vita professionale e privata e per sviluppare ulteriormente la capacità di tenuta della BCE, il Comitato esecutivo ha deciso di lanciare un progetto pilota teso a introdurre progressivamente il telelavoro. Una volta conclusa la fase pilota verranno valutati attentamente i vantaggi e gli svantaggi per prendere una decisione in merito a un'estensione del programma.

LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E IL SEGUITO DATO ALLA DICHIARAZIONE SULLA MISSIONE DELL'EUROSISTEMA

Nel 2005 è stata istituita la Conferenza per le risorse umane (*Human Resources Conference*, HRC) al fine di promuovere ulteriormente la cooperazione e lo spirito di squadra tra banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nel campo

della gestione delle risorse umane. Nel 2007 le attività dell'HRC hanno coperto diversi aspetti della formazione e dello sviluppo del personale, fra cui le opportunità per attività formative del SEBC e lo sviluppo di misure per accrescere la mobilità in seno al SEBC.

Nell'intento di condividere esperienze e procedere verso l'istituzione delle migliori prassi, sono stati organizzati seminari e presentazioni su argomenti quali le procedure di assunzione e di selezione, gli *assessment centre*, la mobilità interna e le politiche per i percorsi di carriera del personale. Si è inoltre tenuta una conferenza sulla conduzione dei cambiamenti organizzativi ed è stata lanciata una nuova *task force* sull'informazione della gestione delle risorse umane nel SEBC.

2.2 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Nel 2007 le attività relative alla realizzazione della nuova sede della BCE hanno rispettato la programmazione prevista. La fase di progettazione definitiva è iniziata il 20 febbraio 2007 e i relativi risultati sono stati illustrati al pubblico l'8 ottobre 2007. Il progetto è stato



presentato alle autorità della Città di Francoforte il 22 ottobre 2007 al fine di ottenere le necessarie autorizzazioni amministrative.

Il progetto definitivo della nuova sede è stato ulteriormente approfondito senza apportare sostanziali modifiche all'aspetto generale del complesso edilizio. Sono state condotte indagini *in loco* sulle componenti edilizie e sui materiali originali utilizzati nella Grossmarkthalle al fine di individuare metodi di restauro appropriati. Sono stati studiati in maggiore dettaglio, specialmente sotto i profili di sicurezza e di prevenzione incendi, i particolari della costruzione prevista all'interno della Grossmarkthalle, e i relativi elementi strutturali delle aree funzionali.

Sono stati definiti i criteri per l'allestimento degli interni della nuova sede, incluse le specifiche dei materiali e i trattamenti delle superfici. Sono stati costruiti modelli per testare la funzionalità e la qualità dei materiali scelti per i principali elementi edilizi. Un plastico di due piani in grandezza naturale, che riproduce la facciata di una sezione centrale della torre-uffici sud e l'adiacente atrio, è stato installato sul futuro sito della BCE per valutarne i dettagli tecnici, funzionali e architettonici.

Nel 2007 il piano di utilizzo del suolo è stato ulteriormente sviluppato dal dipartimento urbanistico del Comune di Francoforte in cooperazione con la BCE, al fine di garantire la sostenibilità della crescita urbana. La comunità locale e varie autorità sono state coinvolte nello sviluppo del piano, per assicurarne sia la legittimità sia la trasparenza. Il 13 novembre 2007 il piano urbanistico è stato pubblicato in "Amtsblatt", la gazzetta ufficiale della Città di Francoforte, rendendolo legalmente vincolante.

Nell'agosto 2007 la BCE ha indetto una gara d'appalto internazionale per l'assegnazione dei lavori di costruzione della nuova sede a un "General Contractor". Il bando di gara è stato pubblicato sia sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea sia sul sito Internet della BCE. L'appalto dovrebbe essere affidato

nell'ottobre 2008 e i lavori di costruzione dovrebbero iniziare nel quarto trimestre del 2008. I lavori preliminari sul futuro sito della BCE inizieranno nel primo trimestre del 2008. La nuova sede dovrebbe essere terminata entro la fine del 2011.

Nel 2008 la Città di Francoforte indirà un concorso per la progettazione di uno spazio commemorativo e informativo per ricordare la deportazione di cittadini ebrei dalla Grossmarkthalle.

2.3 L'UFFICIO DI COORDINAMENTO DEGLI ACQUISTI DELL'Eurosistema

Nel luglio 2007 il Consiglio direttivo ha deciso di istituire un ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema (*Eurosystem Procurement Coordination Office*, EPCO) al fine di migliorare la cooperazione all'interno dell'Eurosistema in materia di acquisti. I principali compiti dell'EPCO sono di facilitare l'adozione e lo scambio delle migliori prassi all'interno dell'Eurosistema, di sviluppare un'infrastruttura (competenze, strumenti funzionali e processi informatici) che consenta la messa in comune del potere d'acquisto, nonché di coordinare l'agenda di acquisti dell'Eurosistema. Le Banche Centrali dell'Eurosistema partecipano su base volontaria. Nel dicembre 2007 la Banque centrale du Luxembourg è stata prescelta come banca ospitante l'EPCO per il periodo dal 1° gennaio 2008 al 31 dicembre 2012.

3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC

Il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC è un forum consultivo cui partecipano la BCE e i rappresentanti del personale provenienti dalle banche centrali del SEBC e dalle federazioni sindacali europee¹⁴. Il suo obiettivo è di fornire informazioni e favorire il dibattito sulle questioni che possono avere maggiore impatto sulle condizioni del lavoro nelle banche centrali del SEBC.

Gli incontri di Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si sono svolti in luglio e dicembre 2007. Oltre che sulle problematiche connesse alla produzione e alla circolazione delle banconote, ai sistemi di pagamento (Target2, Target2-Securities e CCBM2) e alla vigilanza finanziaria, il dibattito si è incentrato sull'attuazione delle misure concernenti la missione, gli intenti strategici e i principi organizzativi dell'Eurosistema nonché sulle relative implicazioni nel lavoro quotidiano del personale dell'Eurosistema. I rappresentanti del personale sono stati inoltre informati dei lavori in corso da parte dell'HRC.

La BCE ha continuato a pubblicare una *newsletter* semestrale per tenere informati i rappresentanti del personale dei più recenti sviluppi riguardanti tali tematiche.

L'attuazione delle misure concordate nel 2006 tra la BCE e le federazioni sindacali europee per migliorare ulteriormente il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC è stata avviata nel 2007 e continuerà nel 2008.

¹⁴ Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI – Europa) Finance e European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 IL BILANCIO DELLA BCE

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2007

I ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2007 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti del Rapporto annuale.

2 OBIETTIVI E COMPITI

Gli obiettivi e i compiti assegnati alla BCE sono definiti nello Statuto del SEBC (articoli 2 e 3). Un quadro degli obiettivi è contenuto nella Prefazione del Presidente al Rapporto annuale.

3 RISORSE FONDAMENTALI, RISCHI E PROCESSI

GOVERNANCE DELLA BCE

L'argomento viene trattato nel capitolo 8.

MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO

I membri del Comitato esecutivo vengono scelti tra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario; sono nominati di comune accordo dai governi degli Stati membri a livello di capi di Stato o di governo, su raccomandazione del Consiglio dell'UE previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE.

Le condizioni e le modalità di impiego dei membri del Comitato esecutivo sono stabilite dal Consiglio direttivo su proposta di un comitato comprendente tre membri nominati dal Consiglio direttivo e tre membri designati dal Consiglio dell'UE.

Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono riportati nella nota 29, *Spese per il personale*, del Bilancio.

RISORSE UMANE

Nel 2007 il numero medio dei dipendenti della BCE (equivalenti a tempo pieno) con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato è aumentato a 1.366 unità, rispetto alle 1.337

dell'esercizio precedente. Alla fine del 2007 l'organico ammontava a 1.375 unità. Per ulteriori informazioni si rimanda alla nota 29, *Spese per il personale*, del Bilancio e alla sezione 2 del capitolo 8, che illustra inoltre la strategia seguita dalla BCE per le risorse umane.

ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E GESTIONE DEI RISCHI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE, costituito dalle attività di riserva ad essa trasferite dalle BCN dell'area dell'euro ai sensi dell'articolo 30 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e dai relativi redditi, consente alla BCE di finanziare le proprie operazioni sul mercato dei cambi per le finalità previste dal Trattato.

Il portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE comprende gli investimenti in contropartita del capitale versato, del fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, del fondo di riserva generale e dei proventi accumulati in passato su tale portafoglio. Lo scopo del portafoglio è fornire alla BCE un reddito che contribuisca alla copertura dei costi operativi.

Le attività di investimento della BCE e la gestione dei relativi rischi sono descritte in modo più approfondito nel capitolo 2.

PREDISPOSIZIONE DEL BILANCIO DI PREVISIONE

Il Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM), formato da esperti della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, contribuisce in modo fondamentale al governo finanziario della BCE. Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, il BUCOM assiste il Consiglio direttivo fornendo una valutazione dettagliata delle proposte di bilancio di previsione annuale della BCE e delle richieste di stanziamenti supplementari da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo. L'attività di spesa a fronte del bilancio di previsione viene regolarmente monitorata dal Comitato esecutivo, tenendo conto del

parere della funzione di controllo interna della BCE, e dal Consiglio direttivo coadiuvato dal BUCOM.

4 RISULTATO FINANZIARIO

CONTI FINANZIARI

Conformemente all'articolo 26.2 dello Statuto del SEBC, il bilancio della BCE è redatto dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo. Il bilancio viene quindi approvato dal Consiglio direttivo e in seguito pubblicato.

FONDO DI ACCANTONAMENTO A FRONTE DEI RISCHI DI CAMBIO, DI TASSO D'INTERESSE E DI PREZZO DELL'ORO

Poiché la maggior parte delle attività e passività della BCE è valutata periodicamente ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato dei titoli, la redditività della BCE risente fortemente dell'esposizione ai rischi di cambio e, in misura minore, di tasso d'interesse. Tale esposizione è principalmente connessa con l'ammontare di riserve ufficiali in dollari statunitensi, yen giapponesi e oro, investite prevalentemente in strumenti finanziari fruttiferi.

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE a tali rischi e dell'entità dei conti di rivalutazione, nel 2005 il Consiglio direttivo ha deciso di costituire un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro. Al 31 dicembre 2006 tale fondo ammontava a 2.371.395.162 euro. Ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, anche la Banka Slovenije ha trasferito 10.947.042 euro al fondo di accantonamento con effetto il 1° gennaio 2007. In base agli esiti della sua valutazione il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2007, un importo aggiuntivo di 286.416.109 euro, portando l'ammontare del fondo a 2.668.758.313 milioni di euro e riducendo l'utile netto a un importo pari esattamente a zero, come nel 2006.

Il fondo di accantonamento sarà utilizzato per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. La sua entità e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminate con cadenza annuale tenendo conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo. Il Consiglio direttivo ha deciso che l'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

RISULTATO FINANZIARIO PER IL 2007

L'utile netto conseguito dalla BCE per l'esercizio 2007 sarebbe stato pari a 286 milioni di euro, se non fosse stato alimentato il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro.

Nel 2007 l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e in misura minore dello yen giapponese ha comportato una diminuzione di circa 2,5 miliardi di euro del controvalore delle attività detenute dalla BCE denominate in tali valute, che è stata imputata al conto economico.

Gli interessi attivi sono stati pari a 2.421 milioni di euro nel 2007 (1.972 milioni nel 2006), soprattutto per effetto dell'incremento delle banconote in euro in circolazione e del tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, in base al quale viene determinata la remunerazione percepita dalla BCE sulla quota di banconote in euro ad essa assegnata nell'Eurosistema.

Nel 2007 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono aumentati rispetto all'esercizio

precedente, passando da 475 a 779 milioni di euro, per effetto di due fattori principali: il calo dei tassi di interesse statunitensi nel 2007, che ha dato luogo a maggiori utili netti realizzati derivanti dalla vendita di titoli nel corso dell'anno, e l'aumento del prezzo dell'oro, che nello stesso arco di tempo ha determinato un incremento di tali proventi in seguito alla vendita di oro. Tali vendite sono state condotte conformemente ai termini del Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali) entrato in vigore il 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria.

Rispetto all'esercizio precedente le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 361 a 385 milioni di euro.

VARIAZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

Conformemente all'articolo 49.3 dello Statuto del SEBC, introdotto con il Trattato di adesione, il capitale sottoscritto della BCE è automaticamente accresciuto nel momento in cui un nuovo Stato membro aderisce all'UE e la rispettiva BCN partecipa al SEBC. Tale incremento richiede il calcolo del coefficiente di ponderazione nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE per ciascuna BCN facente parte del SEBC, per analogia con l'articolo 29.1 e in conformità dell'articolo 29.2 dello Statuto del SEBC. Di conseguenza, con l'adesione di Bulgaria e Romania in quanto nuovi Stati membri, a decorrere dal 1° gennaio 2007 le quote delle BCN nel capitale della BCE sono state modificate ai sensi della Decisione 2003/517/CE del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea; inoltre il capitale sottoscritto della BCE è stato incrementato a 5.761 milioni di euro.

Conformemente all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC, con l'adozione della moneta unica da parte della Slovenia il 1° gennaio 2007 la Banka Slovenije ha versato la rimanente parte della quota del capitale della BCE da essa sottoscritta,

mentre la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e la Banca Națională a României, analogamente alle BCN degli altri Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, hanno versato il 7 per cento delle quote di capitale rispettivamente sottoscritte a titolo di contributo ai costi operativi della BCE.

Il combinato effetto delle menzionate correzioni ha determinato un incremento del capitale versato da 4.089 milioni di euro il 31 dicembre 2006 a 4.127 milioni di euro il 1° gennaio 2007. Per ulteriori informazioni si veda la nota 15, *Capitale e riserve*, del Bilancio annuale.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2007

ATTIVO	NOTA N.	2007 €	2006 €
Oro e crediti in oro	1	10.280.374.109	9.929.865.976
Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI		414.768.308	414.768.308
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		28.572.614.853	29.313.377.277
		29.022.180.851	29.728.145.585
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2	3.868.163.459	2.773.828.417
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		25.128.295	4.193.677
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	100.038.774	33.914
Crediti interni all'Eurosistema	5		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		54.130.517.580	50.259.459.435
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		17.241.183.222	3.545.868.495
		71.371.700.802	53.805.327.930
Altre attività	6		
Immobilizzazioni materiali		188.209.963	175.180.989
Altre attività finanziarie		9.526.196.135	8.220.270.389
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"		34.986,651	29,518,315
Ratei e risconti attivi		1.557.414.330	1.094.509.354
Varie		69.064.934	5.580.697
		11.375.872.013	9.525.059.744
Totale attivo		126.043.458.303	105.766.455.243

PASSIVO	NOTA N.	2007 €	2006 €
Banconote in circolazione	7	54.130.517.580	50.259.459.435
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	8	1.050.000.000	1.065.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9	14.571.253.753	105.121.522
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	10		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività		667.076.397	330.955.249
Passività interne all'Eurosistema	11		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali		40.041.833.998	39.782.265.622
Altre passività	12		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"		69.589.536	0
Ratei e risconti passivi		1.863.461.316	1.262.820.884
Varie		659.763.920	899.170.800
		2.592.814.772	2.161.991.684
Accantonamenti	13	2.693.816.002	2.393.938.510
Conti di rivalutazione	14	6.169.009.571	5.578.445.671
Capitale e riserve	15		
Capitale		4.127.136.230	4.089.277.550
Utile dell'esercizio		0	0
Totale passivo		126.043.458.303	105.766.455.243

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2007

	NOTA N.	2007 €	2006 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		1.354.887.368	1.318.243.236
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		2.004.355.782	1.318.852.000
Altri interessi attivi		4.380.066.479	2.761.697.060
<i>Interessi attivi</i>		<i>7.739.309.629</i>	<i>5.398.792.296</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(1.356.536.045)	(965.331.593)
Altri interessi passivi		(3.962.006.944)	(2.461.625.254)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(5.318.542.989)</i>	<i>(3.426.956.847)</i>
Interessi attivi netti	23	2.420.766.640	1.971.835.449
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	24	778.547.213	475.380.708
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	25	(2.534.252.814)	(718.467.508)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo		(286.416.109)	(1.379.351.719)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(2.042.121.710)	(1.622.438.519)
Spese nette per provvigioni e commissioni	26	(621.691)	(546.480)
Proventi da azioni e partecipazioni	27	920.730	911.866
Altri proventi	28	6.345.668	11.407.583
Proventi totali netti		385.289.637	361.169.899
Spese per il personale	29	(168.870.244)	(160.847.043)
Spese di amministrazione	30	(184.589.229)	(166.426.595)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali		(26.478.405)	(29.162.141)
Servizi di produzione di banconote	31	(5.351.759)	(4.734.120)
Utile dell'esercizio		0	0

Francoforte sul Meno, 26 febbraio 2008

BANCA CENTRALE EUROPEA

Jean-Claude Trichet
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della Banca centrale europea (BCE) è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili² di seguito delineati, che il Consiglio direttivo ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, competenza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), coerenza e comparabilità.

RILEVAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ

Un'attività o una passività è iscritta nello stato patrimoniale solo quando è probabile che i futuri benefici economici ad essa connessi affluiscono alla o defluiscono dalla BCE, sostanzialmente tutti i rischi e i benefici associati sono stati trasferiti alla BCE e il costo o il valore dell'attività ovvero l'ammontare dell'obbligazione può essere misurato in modo attendibile.

CRITERI GENERALI

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici adeguati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili, dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e "fuori bilancio" denominate in valuta estera. Le operazioni su attività e passività finanziarie sono iscritte secondo la data di regolamento.

Con effetto dal 1° gennaio 2007 è stato modificato il criterio di rilevazione delle operazioni in cambi, degli strumenti finanziari denominati in valuta estera e dei relativi ratei e risconti nei bilanci delle banche centrali dell'Eurosistema. Essendo

possibile una sua immediata applicazione, la BCE ha introdotto tale modifica il 1° ottobre 2006 con i seguenti effetti. Ad eccezione dei titoli, le operazioni sono ora registrate in conti "fuori bilancio" alla data di contrattazione. Alla data di regolamento le registrazioni "fuori bilancio" sono stornate e le operazioni vengono iscritte in bilancio. Gli acquisti e le vendite di valuta estera incidono sulla posizione netta in valuta alla data di contrattazione, anziché a quella di regolamento a pronti come è avvenuto finora; gli utili o le perdite realizzati generati dalle vendite sono altresì calcolati alla data di contrattazione. Gli interessi, i premi e gli sconti maturati sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera sono calcolati e registrati su base giornaliera e, pertanto, incidono sulla posizione in valuta giornalmente anziché soltanto quando si verificano effettivi flussi di cassa, come è accaduto fino ad ora.

ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

Le attività e passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio vigente nel giorno di chiusura del bilancio, mentre per le rendite e le spese si utilizza il tasso di cambio in essere alla data della loro rilevazione. La valutazione di queste attività e passività viene effettuata separatamente per ogni divisa, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio".

La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra a fine esercizio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze di valutazione

1 I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio con Decisione BCE/2002/11, GU L 58 del 3.3.2003, pag. 38, e successive modifiche. Con effetto dal 1° gennaio 2007 questo atto è stato abrogato e sostituito dalla Decisione BCE/2006/17, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38, e successive modifiche.

2 Tali principi e criteri sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

attinenti al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di fino, che, per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2007, è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre.

TITOLI

Tutti i titoli negoziabili e le altre attività analoghe sono valutati singolarmente sulla base dei prezzi medi di mercato oppure della relativa curva dei rendimenti alla data di riferimento del bilancio. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2007 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 28 dicembre. I titoli non negoziabili sono valutati al costo, mentre le azioni illiquide sono valutate al costo tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore.

RILEVAZIONE DELLE RENDITE E DELLE SPESE

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito, ma vengono registrate direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) su uno specifico titolo, una specifica valuta o sull'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) su altre specie di titoli, valute oppure oro. A fine anno, in caso di minusvalenze (non realizzate), il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio e/o il prezzo di mercato di fine esercizio.

I premi e gli sconti su titoli acquistati vengono assimilati agli interessi attivi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

OPERAZIONI TEMPORANEE

Mediante queste operazioni la BCE acquista (o vende) attività a pronti con patto di rivendita (o riacquisto) a termine, oppure eroga credito a fronte di una garanzia.

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di riacquistarli dalla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale come depositi (ricevuti) garantiti e generano interessi passivi nel conto economico. I titoli oggetto di queste operazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale come prestiti garantiti, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE e danno origine a interessi attivi nel conto economico.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita alla BCE in contanti per tutta la durata dell'operazione. Nel 2007 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta

contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi.

Le operazioni “fuori bilancio” su tassi di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra. I movimenti giornalieri dei margini di variazione dei contratti *future* aperti su tassi di interesse sono iscritti nel conto economico. La valutazione delle operazioni a termine in titoli e degli *swap* su tassi di interesse si basa su metodi comunemente accettati che prevedono l'utilizzo dei prezzi e dei tassi di mercato e dei fattori di sconto osservabili tra le date di regolamento e quella di valutazione.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui esso viene approvato dal Consiglio direttivo, qualora tali eventi incidano in misura rilevante sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

SALDI INTRA-SEBC E SALDI INTERNI ALL'Eurosistema

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell'Unione europea (UE); hanno luogo principalmente tramite Target/Target2, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale, e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le banche centrali dell'UE collegate a Target/Target2. Questi saldi sono quindi compensati per novazione con la BCE su base giornaliera, con la conseguenza che ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi appartenenti all'area dell'euro nei confronti

della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento di riserve ufficiali alla stessa) sono indicati come crediti/debiti interni all'Eurosistema e vengono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocazione dei biglietti in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce “Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema” (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione al sistema Target/Target2³, sono iscritti alla voce “Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro”.

IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni) sono valutate al prezzo di costo, dedotto l'ammortamento. I terreni sono valutati al costo. L'ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all'acquisizione su tutto il periodo per il quale ci si attende che il bene sia disponibile per l'utilizzo, secondo lo schema seguente:

Computer, relativo hardware/software automezzi	4 anni
Impianti, mobili e attrezzature	10 anni
Immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro	Interamente imputate al conto economico nell'anno di acquisto

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai

3 Al 31 dicembre 2007 partecipavano a Target/Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro: Danmarks Nationalbank, Banca centrale di Cipro, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta e Bank of England.

locali attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato ridotto in modo da assicurare l'imputazione integrale di tali attività a conto economico prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

La BCE applica un piano a benefici definiti per il personale, che viene finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine.

STATO PATRIMONIALE

La voce del passivo relativa ai piani a benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale rappresenta il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, *meno* il *fair value* (valore equo) delle attività a servizio del piano utilizzate per il finanziamento dell'obbligazione, con una correzione per tenere conto degli utili o delle perdite attuariali non rilevati.

L'obbligazione a benefici definiti viene calcolata su base annuale da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell'obbligazione è determinato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando i tassi di interesse su obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello della passività pensionistica connessa.

Utili e perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull'esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le precedenti ipotesi attuariali e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

CONTO ECONOMICO

L'ammontare netto iscritto nel conto economico comprende:

- (a) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;

- (b) gli interessi sull'obbligazione a benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;

- (c) il rendimento atteso sulle attività del piano;

- (d) gli utili e le perdite attuariali imputati al conto economico applicando la regola del "corridoio del 10 per cento".

CORRIDOIO DEL 10 PER CENTO

La quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevati che eccede il più elevato fra (a) il 10 per cento del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del *fair value* delle attività a servizio del piano deve essere ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

PENSIONI DEI MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO E ALTRE OBBLIGAZIONI SUCCESSIVE AL RAPPORTO DI LAVORO

Per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per sussidi di invalidità del personale vige un sistema che non prevede la costituzione di un fondo. I costi attesi di tali prestazioni sono determinati sulla durata del mandato dei membri o sulla durata del rapporto di lavoro del personale, seguendo un approccio contabile simile a quello applicabile ai piani pensionistici a benefici definiti. Gli utili e le perdite attuariali sono rilevati secondo le modalità descritte in precedenza.

Queste obbligazioni sono valutate annualmente da attuari indipendenti per determinare le passività appropriate da iscrivere in bilancio.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema⁴. L'ammontare

⁴ Decisione BCE/2001/15, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro, GU L 337 del 20.12.2001, pag. 52, e successive modifiche.

complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote⁵.

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Banconote in circolazione" del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera⁶, sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti". Tale reddito è dovuto alle BCN nello stesso esercizio finanziario in cui matura, ma viene loro conferito il secondo giorno lavorativo dell'anno seguente⁷. L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti a un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro e di ridurre il reddito stesso per tenere conto di costi sopportati dalla BCE in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote in euro.

ALTRE INFORMAZIONI

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornirebbe informazioni aggiuntive di rilievo.

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo, il Consiglio dell'UE ha approvato la designazione della KPMG Deutsche

Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2007.

- 5 Per "schema di allocazione delle banconote" si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in detto totale.
- 6 Decisione BCE/2001/16, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002, GU L 337, del 20.12.2001, pag. 55, e successive modifiche.
- 7 Decisione BCE/2005/11, del 17 novembre 2005, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione, GU L 311, del 26.11.2005, pag. 41. Questo atto giuridico ha abrogato la Decisione BCE/2002/9.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

I ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2007 la BCE deteneva 18.091.733 onces di oro fino (20.572.017 nel 2006). La riduzione di questa voce è dovuta in primo luogo a vendite di oro per un totale di 2.539.839 onces effettuate conformemente al Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali) entrato in vigore il 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria, e in secondo luogo al trasferimento di 59.555 onces di fino da parte della Banka Slovenije⁸ allorché la Slovenia ha adottato la moneta unica, in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC. La diminuzione del controvalore in euro di tali consistenze, risultante da queste transazioni, è stata più che compensata dal notevole incremento del prezzo dell'oro registrato nel corso del 2007 (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

CREDITI VERSO L'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2007, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. Il DSP è definito in termini di un paniere di valute, il cui valore è derivato dalla somma ponderata dei tassi di cambio di quattro fra le valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese). A fini contabili, i DSP sono trattati come una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

CONTI PRESSO BANCHE E INVESTIMENTI IN TITOLI, PRESTITI ESTERI E ALTRE ATTIVITÀ SULL'ESTERO E CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste due poste sono rappresentate da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2007 €	2006 €	Variazione €
Conti correnti	761.073.851	1.388.630.590	(627.556.739)
Depositi del mercato monetario	688.783.688	1.352.326.756	(663.543.068)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	543.247.188	330.983.321	212.263.867
Investimenti in titoli	26.579.510.126	26.241.436.610	338.073.516
Totale	28.572.614.853	29.313.377.277	(740.762.424)

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2007 €	2006 €	Variazione €
Conti correnti	574.945	18.535	556.410
Depositi del mercato monetario	3.867.588.514	2.621.949.594	1.245.638.920
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	0	151.860.288	(151.860.288)
Totale	3.868.163.459	2.773.828.417	1.094.335.042

Sebbene nel 2007 sia il dollaro statunitense sia lo yen giapponese si siano deprezzati nei confronti dell'euro, il controvalore netto in euro di tali posizioni ha registrato un aumento, principalmente riconducibile all'investimento dei proventi delle vendite di oro in yen e in misura minore in dollari (cfr. la nota 1, *Oro e crediti in oro*), nonché ai redditi derivanti soprattutto dal portafoglio in dollari.

⁸ Il trasferimento, per un controvalore di 28,7 milioni di euro, è stato eseguito con effetto dal 1° gennaio 2007.

Inoltre, allorché la Slovenia ha adottato la moneta unica, con effetto dal 1° gennaio 2007, la Banka Slovenije ha trasferito alla BCE dollari statunitensi per un controvalore di 162,9 milioni di euro in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

Consistenze nette in valuta estera⁹ (dollari statunitensi e yen giapponesi) detenute dalla BCE al 31 dicembre 2007:

	(milioni, nell'unità monetaria)
Dollari statunitensi	37.149
Yen giapponesi	1.076.245

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Questa posta dell'attivo comprende i depositi del mercato monetario in essere per un valore di 20,0 milioni di euro e i conti correnti presso non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2007.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

La voce è rappresentata dai depositi del mercato monetario in essere per un valore di 100,0 milioni di euro e i conti correnti verso residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2007.

5 CREDITI INTERNI ALL'Eurosistema

CREDITI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'Eurosistema

In questa posta di bilancio confluiscono i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

ALTRI CREDITI NELL'AMBITO DELL'Eurosistema (NETTI)

La voce include i saldi Target/Target2 delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). L'incremento di questa posta di bilancio è riconducibile principalmente al regolamento della parte in euro delle operazioni di *back-to-back swap* condotte con le BCN nell'ambito del programma di anticipazioni a termine tramite asta (Term Auction Facility) di dollari statunitensi (cfr. la nota 9, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

	2007 €	2006 €
Saldi Target/Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	145.320.642.526	83.764.470.700
Saldi Target/Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(128.079.459.304)	(80.218.602.205)
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	17.241.183.222	3.545.868.495

⁹ Attività meno passività denominate nelle rispettive divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle voci "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio" (lato del passivo) e "Ratei e risconti passivi", tenendo anche conto delle operazioni a termine e di swap in valuta "fuori bilancio". Non sono considerati gli effetti delle plusvalenze risultanti dalla valutazione ai prezzi di mercato degli strumenti finanziari denominati in valuta estera.

6 ALTRE ATTIVITÀ

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Principali voci iscritte al 31 dicembre 2007:

	2007 €	2006 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	156.964.236	160.272.602	(3.308.366)
Computer (hardware e software)	168.730.634	157.573.338	11.157.296
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	27.105.564	26.670.476	435.088
Immobilizzazioni in corso	59.791.855	28.790.200	31.001.655
Altre immobilizzazioni	1.195.290	1.232.143	(36.853)
Costo totale	413.787.579	374.538.759	39.248.820
Ammortamento accumulato			
Terreni e fabbricati	(49.672.589)	(39.696.727)	(9.975.862)
Computer (hardware e software)	(150.195.777)	(135.057.096)	(15.138.681)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	(25.562.068)	(24.471.251)	(1.090.817)
Altre immobilizzazioni	(147.182)	(132.696)	(14.486)
Ammortamento accumulato totale	(225.577.616)	(199.357.770)	(26.219.846)
Valore netto contabile	188.209.963	175.180.989	13.028.974

La diminuzione della voce “Terreni e fabbricati” al costo è dovuta prevalentemente alla vendita, nel gennaio 2007, della residenza ufficiale per il Presidente della BCE che era stata acquistata nel 2001. Una nuova residenza è stata acquistata nel dicembre 2006.

L'incremento della voce “Immobilizzazioni in corso” è in gran parte attribuibile ai lavori iniziali connessi alla realizzazione della nuova sede della BCE. I trasferimenti da tale posta alle immobilizzazioni pertinenti verranno effettuati in seguito all'entrata in funzione dei beni.

ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Le principali componenti di questa voce sono:

	2007 €	2006 €	Variazione €
Titoli denominati in euro	8.815.612.722	7.303.413.758	1.512.198.964
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	668.392.837	874.669.464	(206.276.627)
Altre attività finanziarie	42.190.576	42.187.167	3.409
Totale	9.526.196.135	8.220.270.389	1.305.925.746

(a) I titoli denominati in euro e le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro rappresentano gli investimenti dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 12, *Altre passività*). L'aumento dei titoli è ascrivibile principalmente all'investimento nel portafoglio a fronte dei fondi propri della contropartita dell'ammontare trasferito al fondo di accantonamento della BCE per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro nel 2006.

(b) La BCE detiene 3.211 azioni della BRI contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI “FUORI BILANCIO”

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di *swap* e a quelle a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2007 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabili e di redazione del bilancio). Anche le plusvalenze da valutazione su operazioni a termine in titoli confluiscono in questa voce.

RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel bilancio 2007 la voce include gli interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema per l'ultimo trimestre (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio), pari a 545,8 milioni di euro, e 481,6 milioni di euro a titolo di interessi attivi maturati sui saldi Target/Target2 dovuti dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro per l'ultimo mese dell'esercizio.

Questa posta comprende inoltre interessi maturati, incluso l'ammortamento di sconti, su titoli e altre attività finanziarie.

VARIE

La voce si compone principalmente dei saldi relativi alle operazioni di *swap* e a quelle a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2007 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*), che risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro per il quale queste sono inizialmente registrate (cfr. la sezione *Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

È inoltre incluso un credito nei confronti del ministero delle finanze della Repubblica federale di Germania per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del *Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee*, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 40 dello Statuto del SEBC.

7 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Questa voce indica la quota spettante alla BCE (8 per cento) sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in*

circolazione nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

8 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

In questa voce confluiscono i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'EBA tramite il sistema Target/Target2.

9 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce è costituita principalmente da una passività nei confronti della Federal Reserve per un ammontare di 13,9 miliardi di euro, connessa a un programma di anticipazioni a termine tramite asta (*Term Auction Facility*) di dollari statunitensi. In questo contesto, la Federal Reserve ha erogato alla BCE un importo di 20 miliardi di dollari mediante un accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*), concluso allo scopo di offrire finanziamento a breve termine in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha condotto simultaneamente operazioni di *back-to-back swap* con le BCN dei paesi che hanno adottato l'euro, le quali hanno utilizzato la liquidità così ottenuta per eseguire operazioni di immissione di liquidità con le controparti dell'Eurosistema. Questi swap hanno dato luogo a saldi infruttiferi all'interno dell'Eurosistema, ossia fra la BCE e le BCN, che sono registrati alla voce *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*.

La voce comprende, per il resto, i saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che derivano da operazioni effettuate tramite Target/Target2 (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce comprende le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

11 PASSIVITÀ INTERNE ALL'Eurosistema

Rappresentano le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE effettuato al momento dell'adesione all'Eurosistema. Esse sono remunerate all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, corretto per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 23, *Interessi attivi netti*).

L'allargamento dell'UE con l'adesione di Bulgaria e Romania e la concomitante modifica del limite complessivo per le posizioni

creditorie delle BCN e dei relativi coefficienti di ponderazione nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE (cfr. la nota 15, *Capitale e riserve*), unitamente al trasferimento di attività di riserva da parte della Banka Slovenije con l'adozione della moneta unica in Slovenia, ha determinato un incremento di 259.568.376 euro di tali passività.

La quota della Banka Slovenije è stata fissata a 183.995.238 euro in modo da assicurare che il rapporto fra questa e l'ammontare aggregato dei crediti delle altre BCN dei paesi che hanno adottato l'euro fosse pari al rapporto fra il coefficiente di ponderazione attribuito alla Banka Slovenije nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e quello complessivo delle altre BCN partecipanti. La differenza fra il credito e il valore delle attività trasferite (cfr. le note 1, *Oro e crediti in oro*, e 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*) è stata contabilizzata come parte dei contributi della Banka Slovenije, dovuti in base all'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, alle riserve e agli accantonamenti equivalenti a riserve della BCE esistenti al 31 dicembre 2006 (cfr. le note 13, *Fondi di accantonamento*, e 14, *Conti di rivalutazione*).

	Fino al 31 dicembre 2006 €	Dal 1° gennaio 2007 ¹ €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.419.101.951	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.761.707.508	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513.006.858	511.833.966
Banca di Grecia	1.055.840.343	1.046.595.329
Banco de España	4.326.975.513	4.349.177.351
Banque de France	8.275.330.931	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.262.783.715	7.217.924.641
Banque centrale du Luxembourg	87.254.014	90.730.275
De Nederlandsche Bank	2.223.363.598	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.157.451.203	1.161.289.918
Banco de Portugal	982.331.062	987.203.002
Banka Slovenije	-	183.995.238
Suomen Pankki - Finlands Bank	717.118.926	717.086.011
Totale	39.782.265.622	40.041.833.998

1) I singoli importi sono arrotondati all'euro. Eventuali discrepanze fra la somma dei singoli importi e il totale sono dovute agli arrotondamenti.

12 ALTRE PASSIVITÀ

DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di swap e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2007 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabili e di redazione del bilancio, nonché la nota 6, *Altre attività*).

Anche le minusvalenze da valutazione su operazioni a termine in titoli e *swap* su tassi di interesse confluiscono in questa voce.

RATEI E RISCONTI PASSIVI

La voce è costituita principalmente da interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali alla Banca centrale europea (cfr. la nota 11, *Passività interne all'Eurosistema*), per un ammontare di 1,4 miliardi di euro. Sono inoltre compresi i ratei passivi sui saldi dovuti alle BCN in relazione a Target/Target2, quelli su strumenti finanziari, incluso l'ammortamento dei premi per le obbligazioni con cedola, e altri ratei.

VARIE

In tale voce confluiscono soprattutto le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 517 milioni di euro, collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 6, *Altre attività*) e la passività netta relativa agli obblighi pensionistici della BCE, come di seguito illustrato.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

Sono di seguito indicati gli importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione agli obblighi pensionistici della BCE (cfr. la sezione Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio):

	2007 milioni di euro	2006 milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	285,8	258,5
<i>Fair value</i> delle attività a servizio del piano	(229,8)	(195,3)
utili/(perdite) attuariali non rilevati	35,4	17,3
Passività iscritta nello stato patrimoniale	91,4	80,5

Il valore attuale delle obbligazioni include gli impegni non finanziati relativi alle pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per i sussidi di invalidità del personale per un importo di 36,8 milioni di euro (32,6 milioni nel 2006).

Sono di seguito riportati gli importi iscritti nel conto economico per gli esercizi 2007 e 2006 alle voci *Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti*, *Interessi sull'obbligazione* e *Rendimento atteso sulle attività del piano*.

	2007 milioni di euro	2006 milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	26,5	27,3
Interessi sull'obbligazione	8,6	6,8
Rendimento atteso sulle attività del piano	(7,9)	(6,7)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	0	0
Totale incluso in <i>Spese per il personale</i>	27,2	27,4

In applicazione della regola del "corridoio del 10 per cento" (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio), non sono stati imputati utili attuariali al conto economico per l'esercizio 2007.

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti:

	2007 milioni di euro	2006 milioni di euro
Obbligazione a benefici definiti iniziale	258,5	223,5
Costo previdenziale	26,5	27,3
Spesa per interessi	8,6	6,8
Contributi versati dai partecipanti al piano	14,2	10,4
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	2,5	3,7
Benefici versati	(2,5)	(2,6)
(Utili)/perdite attuariali	(22,0)	(10,6)
Obbligazione a benefici definiti finale	285,8	258,5

Variazioni del *fair value* delle attività a servizio del piano:

Le valutazioni degli attuari citate nella presente nota si basano su ipotesi che sono state accettate

	2007 milioni di euro	2006 milioni di euro
<i>Fair value</i> iniziale delle attività a servizio del piano	195,3	161,2
Rendimento atteso	7,9	6,7
Utili/(perdite) attuariali	(4,0)	0,2
Contributi versati dal datore di lavoro	16,2	15,4
Contributi versati dai partecipanti al piano	14,1	10,3
Benefici versati	(2,2)	(2,2)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	2,5	3,7
<i>Fair value</i> finale delle attività a servizio del piano	229,8	195,3

dal Comitato esecutivo ai fini del trattamento contabile e dell'esposizione in bilancio.

Le principali ipotesi adottate per il calcolo della passività del piano pensionistico a favore del personale sono indicate di seguito. Il tasso di rendimento atteso delle attività a servizio del piano viene utilizzato dagli attuari per il calcolo dell'imputazione annuale al conto economico.

	2007 %	2006 %
Tasso di attualizzazione	5,30	4,60
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,50	6,00
Incrementi retributivi futuri	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	2,00	2,00

13 FONDI DI ACCANTONAMENTO

Al 31 dicembre 2005, tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro e della dimensione dei conti di rivalutazione, il Consiglio direttivo ha ritenuto opportuno costituire un fondo di accantonamento a fronte di tali rischi. Il

fondo di accantonamento verrà utilizzato per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. L'ammontare di tale accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione ai rischi summenzionati. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo¹⁰. L'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Al 31 dicembre 2006 il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro ammontava a 2.371.395.162 euro; ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, anche la Banka Slovenije vi ha versato un contributo di 10.947.042 euro con effetto dal 1° gennaio 2007. Alla luce degli esiti della relativa valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2007, un importo aggiuntivo di 286.416.109 euro, portando l'ammontare del fondo a 2.668.758.313 euro e riducendo l'utile netto a un importo pari esattamente a zero, come nel 2006.

Questa voce comprende anche un adeguato accantonamento a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE dopo il rilascio dei locali e il trasferimento nella sede definitiva, nonché altri accantonamenti di varia natura.

¹⁰ Cfr. anche il capitolo 2 Rapporto annuale della BCE.

14 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività. Ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, la Banka Slovenije ha trasferito 26 milioni di euro a questo titolo con effetto dal 1° gennaio 2007.

	2007 €	2006 €	Variazione €
Oro	5.830.485.388	4.861.575.989	968.909.399
Valuta estera	0	701.959.896	(701.959.896)
Titoli	338.524.183	14.909.786	323.614.397
Totale	6.169.009.571	5.578.445.671	590.563.900

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2007	2006
Dollari statunitensi per euro	1,4721	1,3170
Yen giapponesi per euro	164,93	156,93
Euro per DSP	1,0740	1,1416
Euro per oncia di oro fino	568,236	482,688

15 CAPITALE E RISERVE

CAPITALE

(A) MODIFICA ALLO SCHEMA DI SOTTOSCRIZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

L'articolo 29 dello Statuto del SEBC prevede che la quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna BCN sia ponderata in base al peso percentuale dello Stato membro di appartenenza nella popolazione totale e nel PIL dell'Unione europea; questi dati, che contribuiscono in pari misura alla ponderazione, sono comunicati alla BCE dalla Commissione europea. I coefficienti di ponderazione sono adeguati con cadenza quinquennale e ogni volta che un nuovo Stato membro entra a far parte dell'UE. Conformemente alla Decisione 2003/517/CE del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea¹¹, le quote delle BCN nel capitale della BCE sono state modificate il 1° gennaio 2007, con l'ingresso nell'UE di Bulgaria

e Romania. Il nuovo schema di sottoscrizione è riportato di seguito.

(B) CAPITALE DELLA BCE

Conformemente all'articolo 49.3 dello Statuto del SEBC, introdotto con il Trattato di adesione, il capitale sottoscritto della BCE è

¹¹ GU L 181 del 19.7.2003, pag. 43.

	Dal 1° maggio 2004 al 31 dicembre 2006 %	Dal 1° gennaio 2007 %
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2.5502	2.4708
Deutsche Bundesbank	21.1364	20.5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.9219	0.8885
Banca di Grecia	1.8974	1.8168
Banco de España	7.7758	7.5498
Banque de France	14.8712	14.3875
Banca d'Italia	13.0516	12.5297
Banque centrale du Luxembourg	0.1568	0.1575
De Nederlandsche Bank	3.9955	3.8937
Oesterreichische Nationalbank	2.0800	2.0159
Banco de Portugal	1.7653	1.7137
Banka Slovenije	-	0.3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2887	1.2448
Totale parziale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro	71.4908	69.5092
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	-	0.8833
Česká národní banka	1.4584	1.3880
Danmarks Nationalbank	1.5663	1.5138
Eesti Pank	0.1784	0.1703
Banca centrale di Cipro	0.1300	0.1249
Latvijas Banka	0.2978	0.2813
Lietuvos bankas	0.4425	0.4178
Magyar Nemzeti Bank	1.3884	1.3141
Bank Centrali ta' Malta / Central Bank of Malta	0.0647	0.0622
Narodowy Bank Polski	5.1380	4.8748
Banca Națională a României	-	2.5188
Banka Slovenije	0.3345	-
Národná banka Slovenska	0.7147	0.6765
Sveriges Riksbank	2.4133	2.3313
Bank of England	14.3822	13.9337
Totale parziale relativo alle BCN non appartenenti dell'area dell'euro	28.5092	30.4908
Totale	100.0000	100.0000

automaticamente accresciuto nel momento in cui un nuovo Stato membro aderisce all'UE e la rispettiva BCN partecipa al SEBC. L'incremento si calcola moltiplicando l'ammontare corrente del capitale sottoscritto (5.565 milioni di euro al 31 dicembre 2006) per il rapporto, nell'ambito dello schema di sottoscrizione esteso ai nuovi paesi, tra la ponderazione assegnata alle BCN entranti e quella relativa alle BCN che già fanno parte del SEBC. Il 1° gennaio 2007 il capitale sottoscritto della BCE è, pertanto, aumentato a 5.761 milioni di euro.

Conformemente all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e a un atto giuridico adottato dal Consiglio direttivo il 30 dicembre 2006¹², la Banka Slovenije ha versato un ammontare di 17.096.556 euro al 1° gennaio 2007, che rappresenta l'importo restante della sua quota di sottoscrizione del capitale della BCE.

¹² Decisione BCE/2006/30, del 30 dicembre 2006, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Banka Slovenije, GU L 24 del 31.1.2007, pag. 17.

	Capitale sottoscritto fino al 31 dicembre 2006 €	Capitale versato fino al 31 dicembre 2006 €	Capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2007 €	Capitale versato dal 1° gennaio 2007 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141.910.195	141.910.195	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.176.170.751	1.176.170.751	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51.300.686	51.300.686	51.183.397	51.183.397
Banca di Grecia	105.584.034	105.584.034	104.659.533	104.659.533
Banco de España	432.697.551	432.697.551	434.917.735	434.917.735
Banque de France	827.533.093	827.533.093	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	726.278.371	726.278.371	721.792.464	721.792.464
Banque centrale du Luxembourg	8.725.401	8.725.401	9.073.028	9.073.028
De Nederlandsche Bank	222.336.360	222.336.360	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	115.745.120	115.745.120	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	98.233.106	98.233.106	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	-	-	18.399.524	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71.711.893	71.711.893	71.708.601	71.708.601
Totale parziale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro	3.978.226.562	3.978.226.562	4.004.183.400	4.004.183.400
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	-	-	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	81.155.136	5.680.860	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	87.159.414	6.101.159	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	9.927.370	694.916	9.810.391	686.727
Banca di centrale Cipro	7.234.070	506.385	7.195.055	503.654
Latvijas Banka	16.571.585	1.160.011	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.623.661	1.723.656	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	77.259.868	5.408.191	75.700.733	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	3.600.341	252.024	3.583.126	250.819
Narodowy Bank Polski	285.912.706	20.013.889	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	-	-	145.099.313	10.156.952
Banka Slovenije	18.613.819	1.302.967	-	-
Národná banka Slovenska	39.770.691	2.783.948	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	134.292.163	9.400.451	134.298.089	9.400.866
Bank of England	800.321.860	56.022.530	802.672.024	56.187.042
Totale parziale relativo alle BCN non appartenenti dell'area dell'euro	1.586.442.685	111.050.988	1.756.469.003	122.952.830
Totale	5.564.669.247	4.089.277.550	5.760.652.403	4.127.136.230

Le BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro sono tenute a versare il 7 per cento delle quote di capitale rispettivamente sottoscritte, a titolo di contributo ai costi operativi della BCE. Al 1° gennaio 2007 la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e la Banca Națională a României hanno pertanto versato 3.561.869 e 10.156.952 euro rispettivamente. Includendo tali importi, a fine 2007 il contributo totale delle BCN non facenti parte dell'area dell'euro ammontava a 122.952.830 euro; queste BCN non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

Il combinato effetto delle tre correzioni menzionate ha determinato un aumento del capitale versato della BCE da 4.089.277.550 euro il 31 dicembre 2006 a 4.127.136.230 euro il 1° gennaio 2007, come indicato nella tavola¹³.

16 FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

INGRESSO DI CIPRO E MALTA NELL'AREA DELL'EURO

In base alla Decisione 2007/503/CE del Consiglio, del 10 luglio 2007, emanata in virtù dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, Cipro e Malta hanno adottato la moneta unica il 1° gennaio 2008. In osservanza dell'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e degli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 31 dicembre 2007¹⁴, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno versato alla BCE, il 1° gennaio 2008, una somma pari rispettivamente a 6.691.401 e 3.332.307 euro, corrispondente all'importo restante della propria quota di sottoscrizione del capitale della BCE. Ai sensi dell'Articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, la Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno trasferito in totale alla BCE riserve ufficiali per un controvalore di 109.953.752 euro con effetto dal 1° gennaio 2008. La somma totale conferita è stata determinata moltiplicando il valore in euro, ai tassi di cambio vigenti al 31

dicembre 2007, delle attività di riserva già trasferite alla BCE per il rapporto fra la quota del capitale sottoscritta dalle due banche centrali e le quote già versate dalle altre BCN senza deroga. Le attività di riserva conferite erano composte per l'85 per cento da dollari statunitensi (in contante) e per il 15 per cento da oro. La Banca centrale di Cipro e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta hanno iscritto crediti equivalenti al capitale versato e alle attività di riserva trasferite. Il loro trattamento è identico a quello applicato ai crediti già in essere per le altre BCN partecipanti (cfr. la nota 11, Passività interne all'Eurosistema).

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

17 PROCEDURA AUTOMATICA PER I PRESTITI IN TITOLI

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo relativo a una procedura automatica per i prestiti in titoli, nel cui ambito è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli, per conto della Banca, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa BCE. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2007 risultavano in essere operazioni temporanee per un ammontare di 3,0 miliardi di euro, a fronte di 2,2 miliardi nel 2006 (cfr. la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

13 I singoli importi sono arrotondati all'euro. Nelle tavole di questa sezione l'eventuale discrepanza fra la somma dei singoli importi e i totali è dovuta agli arrotondamenti.

14 Decisione BCE/2007/22, del 31 dicembre 2007, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta, GU L 28 dell'1.2.2008, pag. 36; Accordo, del 31 dicembre 2007, tra la Banca centrale europea e la Central Bank of Cyprus riguardo alla somma accreditata alla Central Bank of Cyprus da parte della Banca centrale europea in virtù dell'articolo 30.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, GU C 29 dell'1.2.2008, pag. 4; Accordo, del 31 dicembre 2007, tra la Banca centrale europea e la Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta riguardo alla somma accreditata alla Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta da parte della Banca centrale europea in virtù dell'articolo 30.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, GU C 29 dell'1.2.2008, pag. 6.

18 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Nell'esercizio 2007 la BCE ha fatto ricorso a *future* su tassi di interesse nel quadro della gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri. Al 31 dicembre 2007 risultavano in essere le seguenti operazioni:

Future su tassi di interesse in valuta	Valore dei contratti €
Acquisti	5.932.333.678
Vendite	2.105.780.978

Future su tassi di interesse in euro	Valore dei contratti €
Acquisti	25.000.000
Vendite	190.600.000

19 SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2007 risultavano in essere contratti di *swap* su tassi di interesse per un importo di 13 milioni di euro; tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

20 OPERAZIONI A TERMINE IN TITOLI

Al 31 dicembre 2007 risultavano in essere operazioni di acquisto a termine in titoli per 113 milioni di euro e di vendita per 9 milioni di euro; tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

21 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

Al 31 dicembre 2007 risultavano in essere attività per un importo di 794 milioni di euro e passività pari a 797 milioni di euro relative a operazioni di *swap* e a termine in valuta; tali operazioni sono state condotte nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

Inoltre, alla stessa data rimanevano in essere attività connesse a operazioni a termine con le BCN e passività verso la Federal Reserve nell'ambito di un programma di anticipazioni a termine tramite asta (Term Auction Facility) di dollari statunitensi messo a disposizione da quest'ultima (cfr. la nota 9, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

22 CAUSE PENDENTI

La società Document Security Systems Inc. (DSSI) ha intentato un'azione legale per danni nei confronti della BCE dinanzi al Tribunale di primo grado delle Comunità europee (TPGCE), mirante a far constatare la violazione di un suo brevetto¹⁵ da parte della BCE nella produzione delle banconote in euro. Il TPGCE ha respinto il ricorso della società DSSI¹⁶. Al momento la BCE porta avanti un'azione legale per la revoca di tale brevetto in una serie di giurisdizioni nazionali. Inoltre, nella ferma convinzione di non aver commesso alcuna violazione, la BCE intende difendersi qualora la società DSSI avvii procedimenti di infrazione dinanzi a qualsiasi tribunale nazionale competente.

¹⁵ Brevetto europeo n. 0455 750 B1 della società DSSI.

¹⁶ Ordinanza del Tribunale di primo grado del 5 settembre 2007, Causa T-295/05, disponibile in Internet all'indirizzo www.curia.eu.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

23 INTERESSI ATTIVI NETTI

INTERESSI ATTIVI SULLE RISERVE UFFICIALI

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera.

	2007 €	2006 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	24.052.321	15.399.229	8.653.092
Reddito sui depositi del mercato monetario	196.784.561	195.694.549	1.090.012
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	138.079.630	201.042.718	(62.963.088)
Reddito netto su titoli	1.036.836.752	934.077.489	102.759.263
Interessi attivi netti sulle operazioni a termine e di swap in valuta	19.766.033	3.853.216	15.912.817
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	1.415.519.297	1.350.067.201	65.452.096
Interessi passivi sui conti correnti	(154.041)	(225.549)	71.508
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(60.476.997)	(31.598.416)	(28.878.581)
Interessi passivi netti sulle operazioni a termine e di swap in valuta	(891)	0	(891)
Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali	1.354.887.368	1.318.243.236	36.644.132

INTERESSI ATTIVI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'Eurosistema

La voce include gli interessi attivi relativi alla quota assegnata alla BCE nel totale delle emissioni di banconote in euro; tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

L'aumento registrato da questa posta di bilancio nell'esercizio 2007 riflette da un lato il generale incremento delle banconote in euro in circolazione, dall'altro gli innalzamenti del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Il reddito derivante viene ripartito tra le BCN secondo le modalità illustrate nella sezione *Banconote in circolazione* delle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Sulla base del risultato economico della BCE stimato per il 2007, il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare alcuna distribuzione di tale reddito.

REMUNERAZIONE DEI CREDITI DELLE BCN RELATIVAMENTE ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE

Tale voce registra la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

ALTRI INTERESSI ATTIVI E ALTRI INTERESSI PASSIVI

Queste voci comprendono interessi attivi pari a 3,9 miliardi di euro (2,5 miliardi nel 2006) e interessi passivi per un ammontare di 3,8 miliardi di euro (2,4 miliardi nel 2006) sui saldi connessi a operazioni in Target/Target2. Sono inoltre inclusi interessi attivi e passivi su altre attività e passività denominate in euro.

24 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili / le perdite realizzati nel 2007 rivenienti da operazioni finanziarie:

	2007 €	2006 €	Variazione €
Utili/(perdite) netti da negoziazione realizzati su titoli e <i>future</i> su tassi di interesse	69.252.941	(103.679.801)	172.932.742
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	709.294.272	579.060.509	130.233.763
Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	778.547.213	475.380.708	303.166.505

25 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2007 €	2006 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(15.864.181)	(73.609.623)	57.745.442
Perdite non realizzate su <i>swap</i> su tassi di interesse	(18.899)	0	(18.899)
Perdite non realizzate in cambi	(2.518.369.734)	(644.857.885)	(1.873.511.849)
Totale svalutazioni	(2.534.252.814)	(718.467.508)	(1.815.785.306)

Le perdite in cambi sono principalmente riconducibili alla svalutazione del dollaro statunitense e dello yen, il cui tasso di cambio di fine anno è risultato inferiore al costo medio di acquisizione, a seguito del deprezzamento di tali valute nei confronti dell'euro nel corso del 2007.

26 SPESA NETTA PER PROVVIGIONI E COMMISSIONI

	2007 €	2006 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	263.440	338.198	(74.758)
Provvigioni e commissioni passive	(885.131)	(884.678)	(453)
Spesa netta per provvigioni e commissioni	(621.691)	(546.480)	(75.211)

Le rendite relative a questa voce comprendono le sanzioni pecuniarie irrogate agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse alle commissioni su conti correnti e a quelle relative all'esecuzione di *future* su tassi di interesse in valuta estera (cfr. la nota 18, *Future su tassi di interesse*).

27 PROVENTI DA AZIONI E PARTECIPAZIONI

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti sulle azioni della BRI (cfr. la nota 6, *Altre attività*).

28 ALTRI PROVENTI

Nel corso dell'esercizio altri proventi sono principalmente derivati dal contributo di altre banche centrali ai costi connessi a un contratto di servizio detenuto dalla BCE a livello centrale con il fornitore esterno di una rete informatica.

29 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 141,7 milioni di euro (133,4 milioni nel 2006). Le spese per il personale, pari a 1,1 milioni di euro (1,0 milioni nel 2006), sostenute in relazione alla costruzione della nuova sede della BCE sono state capitalizzate e sono escluse da questa voce. Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

I membri del Comitato esecutivo percepiscono uno stipendio base e indennità aggiuntive di residenza e rappresentanza. Anziché beneficiare di un'indennità specifica, il Presidente usufruisce di una residenza ufficiale di proprietà della BCE. In conformità delle Condizioni di impiego del personale della Banca centrale europea, ai membri del Comitato esecutivo

spettano assegni familiari, assegni per i figli a carico e indennità scolastiche a seconda delle circostanze individuali. Gli stipendi base sono soggetti all'imposta su tali emolumenti prevista dalle Comunità europee, nonché a deduzioni a titolo di contributi per il piano pensionistico e l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni. Le indennità non sono imponibili né pensionabili. Il regime pensionistico applicabile ai membri del Comitato esecutivo è delineato nella sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Stipendi base corrisposti ai membri del Comitato esecutivo nel corso dell'esercizio:

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	345.252	338.472
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)	295.920	290.112
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro del Comitato esecutivo)	246.588	241.752
José Manuel González-Páramo (Membro del Comitato esecutivo)	246.588	241.752
Lorenzo Bini Smaghi (Membro del Comitato esecutivo)	246.588	241.752
Otmar Issing (Membro del Comitato esecutivo fino al maggio 2006)	-	100.730
Jürgen Stark (Membro del Comitato esecutivo dal giugno 2006)	246.588	141.022
Totale	1.627.524	1.595.592

In totale le indennità corrisposte ai membri del Comitato esecutivo e i contributi versati dalla BCE a favore di questi ultimi per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 579.842 euro (557.421 nel 2006). Gli emolumenti corrisposti risultano dunque pari a 2.207.366 euro (2.153.013 nel 2006).

Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori per un periodo successivo al termine del mandato. Nel 2007 tali pagamenti, sommati ai contributi a carico della BCE per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni degli ex membri, ammontano a 52.020 euro (292.280 nel 2006). Le pensioni liquidate a precedenti membri del Comitato esecutivo o a persone a carico degli stessi, incluse le relative indennità, e i

contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 249.902 euro (121.953 nel 2006).

La voce include altresì un importo di 27,2 milioni di euro (27,4 milioni nel 2006) rilevato in relazione al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. la nota 12, *Altre passività*).

Alla fine del 2007 l'organico risultava di 1.375 unità effettive equivalenti a tempo pieno con contratto a tempo determinato o a tempo indeterminato¹⁷, fra cui 149 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'anno sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio:

	2007	2006
Al 1° gennaio	1.342	1.338
Assunzioni ¹⁾	82	54
Dimissioni/scadenze di contratto ²⁾	49	50
Al 31 dicembre	1.375	1.342
Numero medio di dipendenti	1.366	1.337

1) La voce include anche gli effetti dei passaggi tra contratti a tempo parziale e contratti a tempo pieno.
2) La voce include anche gli effetti dei passaggi tra contratti a tempo pieno e contratti a tempo parziale.

Il numero dei dipendenti al 31 dicembre 2007 include 79 unità equivalenti a tempo pieno (63 nel 2006) in congedo parentale o in aspettativa non retribuita e 21 in congedo di maternità (10 nel 2006). Inoltre, alla stessa data, la BCE presentava 71 unità equivalenti a tempo pieno (70 nel 2006) con contratto a termine per la sostituzione di personale in congedo parentale o in aspettativa non retribuita e in congedo di maternità.

La BCE offre inoltre ai dipendenti delle altre banche centrali del SEBC la possibilità di assumere incarichi a breve termine presso i propri servizi; i costi connessi sono esposti in

¹⁷ Fino al 2006 in questa nota si indicavano le unità equivalenti a tempo pieno di tutti i contratti a tempo determinato e a tempo indeterminato. A partire dal 2007 si è deciso di presentare le unità effettive in organico equivalenti a tempo pieno con contratto a tempo determinato o indeterminato, poiché questo dato è ritenuto di maggiore rilevanza per gli utilizzatori del bilancio. I dati relativi al 2006 sono stati adeguati di conseguenza.

questa voce. Al 31 dicembre 2007 partecipavano a questo programma 76 membri del personale (61 nel 2006).

30 SPESE DI AMMINISTRAZIONE

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, la formazione e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

31 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali oneri sono derivati da costi connessi al trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le BCN, per far fronte a fluttuazioni impreviste della domanda. Questi costi sono sostenuti a livello centrale dalla BCE.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer


Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

Relazione del revisore indipendente

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2007, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative.

Responsabilità del Comitato esecutivo della Banca centrale europea in materia di bilancio

Il Comitato esecutivo è responsabile della predisposizione del bilancio e della sua corretta presentazione conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea e nelle sue successive modifiche. Tale responsabilità comporta: l'impostazione, l'attuazione e il mantenimento del controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio, affinché questo sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore; la selezione e l'applicazione di adeguati criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio; la formulazione di stime dei dati di contabilità che siano ragionevoli in relazione alle circostanze.

Responsabilità del revisore

È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio sulla scorta della revisione da noi effettuata. Abbiamo condotto la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti ad attenerci a dettami etici e a pianificare ed eseguire tale revisione in modo da assicurare con ragionevole certezza che il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo.

La revisione si fonda su procedure che consentono di ottenere riscontri circa gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. La definizione delle procedure dipende dal giudizio del revisore, che tiene conto anche della valutazione del rischio di dichiarazioni inesatte di rilievo nel bilancio, riconducibili a frode o a errore. Nell'effettuare tali valutazioni, il revisore considera il controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio da parte del soggetto dichiarante per impostare procedure di revisione adeguate alle circostanze, ma non allo scopo di esprimere un parere sull'efficacia del controllo interno stesso. La revisione comprende anche una valutazione sull'idoneità dei principi contabili utilizzati e sulla ragionevolezza delle stime effettuate dalla dirigenza, nonché sulla presentazione complessiva dei conti.

Riteniamo che i riscontri ottenuti in sede di revisione forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

Parere

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2007 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea e nelle sue successive modifiche.

Francoforte sul Meno, 26 febbraio 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

NOTA SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2007.

REDDITO RIVENIENTE DALLA QUOTA ASSEGNATA ALLA BCE SUL TOTALE DELLE BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Conformemente alla decisione del Consiglio direttivo, nel 2006 il reddito, pari a 1.319 milioni di euro, derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in circolazione non è stato distribuito al fine di assicurare che la ripartizione complessiva degli utili non eccedesse il profitto netto della BCE per l'esercizio. Analogamente, nel 2007 un ammontare di 2.004 milioni di euro non è stato distribuito. Questi importi corrispondono all'intero reddito maturato in ciascuno dei due esercizi sulla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione.

Nell'esercizio 2007 l'alimentazione del fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, per un ammontare di 286 milioni di euro, ha comportato la riduzione dell'utile netto a un importo pari esattamente a zero. Pertanto, come nel 2005 e nel 2006, non sono stati effettuati né trasferimenti al fondo di riserva generale, né distribuzione di utili alle BCN. Inoltre non si è reso necessario ripianare perdite.

DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC, il profitto netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

- (a) un importo determinato dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- (b) il rimanente utile netto è ripartito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le BCN conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto¹⁸.

¹⁸ Conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle BCN viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.

5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'Eurosistema AL 31 DICEMBRE 2007

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2007 ¹	31 DICEMBRE 2006
1 Oro e crediti in oro	201.545	176.768
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	135.133	142.288
2.1 Crediti verso l'FMI	9.058	10.658
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	126.075	131.630
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	41.973	23.404
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	13.835	12.292
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	13.835	12.292
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	637.175	450.541
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	368.606	330.453
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	268.476	120.000
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	91	88
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	2	0
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	23.898	11.036
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	96.044	77.614
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	37.063	39.359
9 Altre attività	321.315	216.728
Totale attivo	1.507.981	1.150.030

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO**31 DICEMBRE 31 DICEMBRE**
2007 2006

1 Banconote in circolazione	676.678	628.238
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	379.181	174.051
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	267.335	173.482
2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>)	8.831	567
2.3 Depositi a tempo determinato	101.580	0
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	1.435	2
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	126	65
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	46.183	53.374
5.1 Pubblica amministrazione	38.116	45.166
5.2 Altre passività	8.067	8.208
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	45.095	16.614
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2.490	89
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	15.552	12.621
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	15.552	12.621
8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall' FMI	5.278	5.582
10 Altre passività	123.174	71.352
11 Conti di rivalutazione	147.122	121.887
12 Capitale e riserve	67.102	66.157
Totale passivo	1.507.981	1.150.030

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2007 e agli inizi del 2008 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Copie di quest'ultima possono essere richieste all'Ufficio delle pubblicazioni ufficiali delle Comunità

europee, mentre un elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua istituzione e pubblicati nella Gazzetta ufficiale è disponibile nella sezione "Quadro giuridico" (*Legal framework*) del sito Internet della BCE.

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2007/1	Decisione della Banca centrale europea, del 17 aprile 2007, che adotta le misure di attuazione relative alla protezione dei dati personali presso la Banca centrale europea	GU L 116 del 4.5.2007, pag. 64
BCE/2007/2	Indirizzo della Banca centrale europea, del 26 aprile 2007, relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (TARGET2)	GU L 237 dell'8.9.2007, pag. 1
BCE/2007/3	Indirizzo della Banca centrale europea, del 31 maggio 2007, che modifica l'Indirizzo BCE/2004/15 sugli obblighi di segnalazione statistica alla Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali	GU L 159 del 20.6.2007, pag. 48
BCE/2007/4	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 31 maggio 2007, che modifica la Raccomandazione BCE/2004/16 sugli obblighi di segnalazione statistica alla Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali	GU C 136 del 20.6.2007, pag. 6
BCE/2007/5	Decisione della Banca centrale europea, del 3 luglio 2007, recante la disciplina sugli appalti	GU L 184 del 14.7.2007, pag. 34
BCE/2007/6	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 luglio 2007, che modifica l'Indirizzo BCE/2006/28 relativo alla gestione delle attività di riserva in valuta della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali e alla documentazione legale concernente le operazioni aventi per oggetto tali attività	GU L 196 del 28.7.2007, pag. 46
BCE/2007/7	Decisione della Banca centrale europea, del 24 luglio 2007, relativa ai termini e alle condizioni di TARGET2-BCE	GU L 237 dell'8.9.2007, pag. 71
BCE/2007/8	Regolamento (CE) n. 958/2007 della Banca centrale europea, del 27 luglio 2007, relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento	GU L 211 dell'11.8.2007, pag. 8

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2007/9	Indirizzo della Banca centrale europea, del 1° agosto 2007, relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari (rifusione)	GU L 341 del 27.12.2007, pag. 1
BCE/2007/10	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 settembre 2007, che modifica gli allegati I e II dell'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 284 del 30.10.2007, pag. 34
BCE/2007/11	Regolamento (CE) n. 1348/2007 della Banca centrale europea, del 9 novembre 2007, in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro a Cipro e Malta	GU L 300 del 17.11.2007, pag. 44
BCE/2007/12	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 15 novembre 2007, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Central Bank of Cyprus	GU C 277 del 20.11.2007, pag. 1
BCE/2007/13	Indirizzo della Banca centrale europea, del 15 novembre 2007, che modifica l'Indirizzo BCE/2002/7 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore dei conti finanziari trimestrali	GU L 311 del 29.11.2007, pag. 47
BCE/2007/14	Indirizzo della Banca centrale europea, del 15 novembre 2007, che modifica l'Indirizzo BCE/2005/5 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea e alle procedure di scambio di informazioni statistiche all'interno del Sistema europeo di banche centrali in materia di statistiche sulla finanza pubblica	GU L 311 del 29.11.2007, pag. 49
BCE/2007/15	Decisione della Banca centrale europea, del 22 novembre 2007, che modifica la Decisione BCE/2001/16 relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002	GU L 333 del 19.12.2007, pag. 86
BCE/2007/16	Decisione della Banca centrale europea, del 23 novembre 2007, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2008	GU L 317 del 5.12.2007, pag. 81
BCE/2007/17	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 29 novembre 2007, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	GU C 304 del 15.12.2007, pag. 1
BCE/2007/18	Regolamento (CE) n. 1489/2007 della Banca centrale europea, del 29 novembre 2007, che modifica il Regolamento (CE) n. 2423/2001 (BCE/2001/13) relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 330 del 15.12.2007, pag. 20

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2007/19	Decisione della Banca centrale europea, del 7 dicembre 2007 che modifica la decisione BCE/2001/15 del 6 dicembre 2001 relativa all'emissione delle banconote in euro	GU L 1 del 4.1.2008, p. 7
BCE/2007/20	Indirizzo della Banca centrale europea del 17 dicembre 2007 che modifica l'indirizzo BCE/2006/16 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 42 del 16.2.2008, p. 85
BCE/2007/21	Indirizzo della Banca centrale europea del 17 dicembre 2007 che modifica l'indirizzo BCE/2006/16 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 42 del 16.2.2008, p. 83
BCE/2007/22	Decisione della Banca centrale europea del 31 dicembre 2007 relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Banca centrale di Cipro e della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	GU L 28 dell'1.2.2008, p. 36
BCE/2008/1	Raccomandazione della Banca centrale europea del 28 gennaio 2008 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni di Suomen Pankki	GU L 29 dell'1.2.2008, p. 1

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2007 e all'inizio del 2008 in conformità all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e all'articolo 4 dello Statuto del SEBC, all'articolo 112, paragrafo 2, lettera b, del Trattato e all'articolo 11.2 dello Statuto. L'elenco completo dei pareri adottati dalla BCE dalla sua istituzione è disponibile sul sito Internet della BCE.

(a) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di uno Stato membro¹

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2007/1	Cipro	Quadro giuridico finalizzato all'adozione dell'euro e a un regolare passaggio all'euro
CON/2007/2	Ungheria	Introduzione di un sistema di segnalazione diretta per le statistiche relative alla bilancia dei pagamenti
CON/2007/3	Irlanda	Titoli garantiti da attività
CON/2007/5	Slovenia	Emissione di monete metalliche in euro commemorative e da collezione
CON/2007/6	Germania	Modifica allo Statuto della Deutsche Bundesbank relativa al numero e alla nomina dei membri del Comitato esecutivo
CON/2007/7	Paesi Bassi	Sorveglianza dei servizi di compensazione e regolamento
CON/2007/8	Repubblica Ceca	Specifiche competenze della Česká národní banka in materia di tutela dei consumatori
CON/2007/10	Ungheria	Modifiche alla legge sulla prevenzione e sulla lotta contro il riciclaggio, con riferimento al regime sanzionatorio e di vigilanza e all'ambito dell'applicazione di questi alla banca centrale nazionale
CON/2007/12	Lettonia	Strumenti di politica monetaria e sistema di regolamento titoli della Latvijas Banka
CON/2007/13	Grecia	Modifiche allo Statuto della Banca di Grecia per l'adeguamento agli sviluppi del quadro per le garanzie dell'Eurosistema e per preservare il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento
CON/2007/14	Ungheria	Modifiche allo Statuto della Magyar Nemzeti Bank che riguardano le relative struttura e <i>governance</i>
CON/2007/15	Grecia	Vigilanza sugli enti creditizi e finanziari e garanzie idonee per le operazioni di politica monetaria
CON/2007/16	Malta	Calcolo delle riserve minime e procedure connesse

¹ Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha deciso che i pareri della BCE emessi su richiesta di autorità nazionali sarebbero stati pubblicati, di regola, subito dopo la loro adozione e successiva trasmissione all'autorità richiedente.

² Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2007/17	Italia	Regolazione e vigilanza sui mercati e funzionamento delle autorità indipendenti preposte ai medesimi
CON/2007/18	Slovenia	Modifiche alla legge sulle operazioni di pagamento che riguardano l'accesso ai dati del registro dei conti delle operazioni
CON/2007/21	Germania	Introduzione di un nuovo quadro regolamentare e di vigilanza per migliorare la competitività internazionale del settore dei fondi di investimento, armonizzando la legislazione con la Direttiva del Consiglio 85/611/CEE del 20 dicembre 1985 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)
CON/2007/22	Romania	Regime delle riserve minime
CON/2007/23	Romania	Regolamentazione delle istituzioni finanziarie non bancarie da parte della banca centrale
CON/2007/24	Romania	Segnalazione statistica di attività e passività registrate nel bilancio di istituzioni finanziarie non bancarie
CON/2007/25	Spagna	Modifiche alla legislazione sui sistemi di pagamento e regolamento titoli in preparazione di TARGET2
CON/2007/26	Polonia	Modifiche relative alla <i>governance</i> , alla vigilanza e alle modalità di finanziamento dello schema di garanzia dei depositi, in particolare con riguardo alla partecipazione della Narodowy Bank Polski
CON/2007/27	Romania	Sorveglianza dei sistemi di pagamento, dei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli e degli strumenti di pagamento della Banca Națională a României
CON/2007/28	Polonia	Selezione e confezionamento di banconote e monete
CON/2007/29	Portogallo	Istituzione di un regime di tutela dei consumatori nel contesto della funzione di vigilanza prudenziale del Banco de Portugal
CON/2007/31	Polonia	Riforma della vigilanza finanziaria, in particolare per quanto riguarda la Narodowy Bank Polski
CON/2007/32	Germania	Processo di modernizzazione dell'assetto relativo alla vigilanza della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
CON/2007/33	Austria	Riforma della vigilanza finanziaria
CON/2007/34	Polonia	Modifiche al regime delle riserve minime relativo alla divisione delle banche

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2007/36	Slovenia	Nuovi compiti per la Banka Slovenije in relazione alla prevenzione del riciclaggio di danaro sporco
CON/2007/37	Belgio	Reale abolizione di titoli al portatore con riguardo alle azioni emesse dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2007/38	Slovenia	Vigilanza sulle attività di cambio
CON/2007/39	Cipro	Ambito di applicazione della tutela del corso legale contro le contraffazioni e altre attività illecite
CON/2007/40	Bulgaria	Introduzione di un regime di licenza per i servizi di rimessa di denaro
CON/2007/41	Germania	Disposizioni relative ai pagamenti e agli investimenti diretti in territori economici nazionali ed esteri in connessione con la creazione dell'area unica dei pagamenti in euro
CON/2007/43	Slovacchia	Assetto normativo in vista dell'adozione dell'euro
CON/2008/1	Cipro	Controllo della riproduzione delle banconote e monete in euro a Cipro
CON/2008/2	Repubblica Ceca	Ripartizione di competenze tra la Česká národní banka e il Ministero delle Finanze ai fini della preparazione e presentazione al governo di taluni disegni di legge
CON/2008/3	Germania	Legislazione tedesca in materia di monete metalliche
CON/2008/4	Svezia	Modifiche allo Statuto della Sveriges Riksbank con riguardo al mandato dei membri del proprio Comitato esecutivo
CON/2008/5	Polonia	Modifiche relative alla <i>governance</i> , vigilanza e modalità di finanziamento del sistema di garanzia dei depositi, in particolare per quanto concerne la partecipazione della Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portogallo	Principi, regole, struttura del sistema nazionale di statistica e ruolo del Banco de Portugal
CON/2008/7	Romania	Modifiche alla normativa su assegni, cambiali-tratte e pagherò cambiari
CON/2008/8	Francia	Conseguenze del cambiamento di stato secondo il diritto francese sul regime monetario di Saint-Martin e Saint-Barthélemy

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di una istituzione europea³

Numero⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2007/4	Consiglio UE	Introduzione di una nuova procedura del comitato in otto direttive facenti parte del Piano d'azione per i servizi finanziari	GU C 39 del 23.2.2007, pag. 1
CON/2007/9	Consiglio UE	Regolamento sulle statistiche sui posti di lavoro vacanti nella Comunità	GU C 86 del 20.4.2007, pag. 1
CON/2007/11	Consiglio UE	Individuazione e designazione delle infrastrutture critiche europee	GU C 116 del 26.5.2007, pag. 1
CON/2007/19	Consiglio UE	Introduzione dell'euro a Cipro e Malta e tasso di conversione verso l'euro della sterlina cipriota e della lira maltese	GU C 160 del 13.7.2007, pag. 1
CON/2007/20	Consiglio UE	Mandato della conferenza intergovernativa a elaborare un trattato di riforma dei trattati esistenti	GU C 160 del 13.7.2007, pag. 2
CON/2007/30	Consiglio UE	Campionamento, sostituzione e adeguamento di qualità relativi all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	GU C 248 del 23.10.2007, pag. 1
CON/2007/35	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle statistiche europee	GU C 291 del 5.12.2007, pag. 1
CON/2007/42	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1338/2001, che definisce talune misure necessarie alla protezione dell'euro contro la falsificazione	GU C 27 del 31.1.2008, pag. 1

³ Pubblicati anche sul sito Internet della BCE.

⁴ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'Eurosistema ¹⁾

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 giugno 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la

facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

**5 LUGLIO , 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE,
8 NOVEMBRE , 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO,
7 FEBBRAIO E 6 MARZO 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2007

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2007. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2007 e febbraio 2008. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2006, aprile 2007.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2007.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro, gennaio 2007.
Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio, gennaio 2007.
L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva, gennaio 2007.
Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro, febbraio 2007.
Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie, febbraio 2007.
Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE, febbraio 2007.
La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari, aprile 2007.
Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro, aprile 2007.
Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche, aprile 2007.
Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro, maggio 2007.
Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro, maggio 2007.
Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale, maggio 2007.
Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro, maggio 2007.
L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004, luglio 2007.
Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio, luglio 2007.
La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale, agosto 2007.
Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro, agosto 2007.
I leveraged buyout e la stabilità finanziaria, agosto 2007.
Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti, ottobre 2007.
Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, ottobre 2007.
La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote, ottobre 2007.
Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria, novembre 2007.

L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro, novembre 2007.

Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.

Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.

L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.

L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.

La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.

Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 4 *Privileges and immunities of the European Central Bank*, di G. Gruber e M. Benisch, giugno 2007.
- 5 *Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*, di K. Drėviņa, K. Laurinavičius e A. Tupits, luglio 2007.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenges*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J. P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla Task force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.

- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 2007.
- 76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, di D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, novembre 2007.
- 77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, di E. Mileva e N. Siegfried, novembre 2007.
- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

WORKING PAPER SERIES

- 836 *Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters*, di J. A. García e A. Manzanares, dicembre 2007.
- 837 *Monetary policy and core inflation*, di M. Lenza, dicembre 2007.
- 838 *Securitisation and the bank lending channel*, di Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués, dicembre 2007.
- 839 *Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries*, di M. M. Habib e M. Manolova Kalamova, dicembre 2007.
- 840 *Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, di P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintr, dicembre 2007.
- 841 *Should we take inside money seriously?*, di L. Stracca, dicembre 2007.
- 842 *Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies*, di G. Ferrucci e C. Miralles, dicembre 2007.
- 843 *Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges*, di T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula e J.-P. Vidal, dicembre 2007.
- 844 *Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU*, di A. Afonso e D. Furceri, dicembre 2007.
- 845 *Run-prone banking and asset markets*, di M. Hoerova, dicembre 2007.
- 846 *Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data*, di C. Altavilla e M. Ciccarelli, dicembre 2007.

- 847 *Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union*, di G. Ottaviano, D. Taglioni e F. di Mauro, dicembre 2007.
- 848 *Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU*, di A. Afonso e J. González Alegre, gennaio 2008.
- 849 *Government size, composition, volatility and economic growth*, di A. Afonso e D. Furceri, gennaio 2008.
- 850 *Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling*, di G. Camba-Méndez e G. Kapetanios, gennaio 2008.
- 851 *Investigating inflation persistence across monetary regimes*, di L. Benati, gennaio 2008.
- 852 *Determinants of economic growth: will data tell?*, di A. Ciccone e M. Jarocinski, gennaio 2008.
- 853 *The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited*, di M. Hagedorn e I. Manovskii, gennaio 2008.
- 854 *How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins*, di C. Fuss, gennaio 2008.
- 855 *Assessing the factors behind oil price changes*, di S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann e M. Mann, gennaio 2008.
- 856 *Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors*, di R. Christopoulou e P. Vermeulen, gennaio 2008.
- 857 *Housing and equity wealth effects of Italian households*, di C. Grant e T. Peltonen, gennaio 2008.
- 858 *International transmission and monetary policy cooperation*, di G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets e R. Straub, gennaio 2008.
- 859 *Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives*, di F. Fornari, gennaio 2008.
- 860 *Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model*, di M. Sánchez, gennaio 2008.
- 861 *Income distribution determinants and public spending efficiency*, di A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, gennaio 2008.
- 862 *Stock market volatility and learning*, di K. Adam, A. Marcet e J. P. Nicolini, febbraio 2008.
- 863 *Population ageing and public pension reforms in a small open economy*, di C. Nickel, P. Rother e A. Theophilopoulou, febbraio 2008.
- 864 *Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects*, di A. Afonso e M. St. Aubyn, febbraio 2008.
- 865 *Explaining the Great Moderation: it is not the shocks*, di D. Giannone, M. Lenza e L. Reichlin, febbraio 2008.
- 866 *VAR analysis and the Great Moderation*, di L. Benati e P. Surico, febbraio 2008.
- 867 *Do monetary indicators lead euro area inflation?*, di B. Hofmann, febbraio 2008.
- 868 *Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, febbraio 2008.
- 869 *The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data*, di N. Cassola, febbraio 2008.
- 870 *Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty*, di P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman e R. Pierse, febbraio 2008.
- 871 *The impact of capital flows on domestic investment in transition economies*, di E. Mileva, febbraio 2008.
- 872 *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, di H. Buddelmeyer, G. Mourre e M. Ward, febbraio 2008.

- 873 *The Feldstein-Horioka fact*, di D. Giannone e M. Lenza, febbraio 2008.
- 874 *How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?*, di L. Coroneo, K. Nyholm e R. Vidova- Koleva, febbraio 2008.
- 875 *Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area*, di O. Castrén, S. Dées e F. Zaher, febbraio 2008.
- 876 *Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?*, di M. Andersson e A. D'Agostino, febbraio 2008.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- Government finance statistics guide*, gennaio 2007.
- Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.
- Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report*, febbraio 2007.
- List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, febbraio 2007 (disponibile solo online).
- Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics*, febbraio 2007.
- Euro Money Market Study 2006*, febbraio 2007 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, febbraio 2007.
- Monetary financial institutions and markets statistics sector manual*, marzo 2007.
- Financial Integration in Europe*, marzo 2007.
- TARGET2-Securities – The blueprint*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Technical feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Operational feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Legal feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Economic feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- Risk measurement and systemic risk. Fourth Joint Central Bank Research Conference, 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System*, aprile 2007.
- How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins*, aprile 2007.
- Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, aprile 2007.
- TARGET Annual Report 2006*, maggio 2007 (disponibile solo online).
- European Union balance of payments: international investment position statistical methods*, maggio 2007.
- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables*, maggio 2007 (disponibile solo online).
- The euro bonds and derivatives markets*, giugno 2007 (disponibile solo online).
- Review of the international role of the euro*, giugno 2007.
- Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications*, giugno 2007.
- Financial Stability Review*, giugno 2007.
- Monetary policy: A journey from theory to practice*, giugno 2007.
- The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro denominated payment transactions*, luglio 2007 (disponibile solo online).
- 5th SEPA progress report*, luglio 2007 (disponibile solo online).
- Potential impact of solvency II on financial stability*, luglio 2007.

The role of central counterparties, issues related to central counterparty clearing, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, luglio 2007.

European legislation on financial markets, Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions, luglio 2007.

Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book). Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, agosto 2007.

EU banking structures, ottobre 2007 (disponibile solo online).

TARGET2-Securities progress report, ottobre 2007 (disponibile solo online).

Fifth progress report on TARGET2 e relativi allegati; All. 1: Information guide for TARGET2 users (version 1.0), All. 2: User information guide to TARGET2 pricing e All. 3: TARGET2 compensation scheme, claim form, ottobre 2007 (disponibile solo online).

EU banking sector stability, novembre 2007 (disponibile solo online).

Euro money market survey, novembre 2007 (disponibile solo online).

Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution, novembre 2007 (disponibile solo online).

Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparts, dicembre 2007.

Financial Stability Review, dicembre 2007.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, gennaio 2008 (disponibile solo online).

Oversight framework for card payment schemes – standards, gennaio 2008 (disponibile solo online).

The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006, febbraio 2008.

OPUSCOLI INFORMATIVI

A single currency: an integrated market infrastructure, settembre 2007.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene una selezione di termini utilizzati nel Rapporto annuale. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE.

Altri intermediari finanziari (AIF) [other financial intermediaries (OFI)]: società o quasi-società, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel prestare servizi di intermediazione finanziaria mediante l'assunzione di passività, in forme diverse dalla moneta, dai depositi e/o loro sostituti assimilabili, da unità istituzionali diverse dalle IFM; più in particolare, fra gli AIF sono ricompresi i soggetti primariamente impegnati nel finanziamento a lungo termine, quali società di *leasing* finanziario, società detentrici di titoli derivanti da cartolarizzazioni, *holding* finanziarie, intermediari in titoli e strumenti derivati (se per proprio conto), società che forniscono capitali di ventura e di sviluppo.

Amministrazioni centrali [central government]: le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, escluse quelle regionali e locali (cfr. anche voce seguente).

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Analisi economica [economic analysis]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi, dal punto di vista dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si presta la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

Analisi monetaria [monetary analysis]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio e lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

Area dell'euro [euro area]: area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come valuta comune conformemente al **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Finlandia.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle **IFM** dell'**area dell'euro** (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, **operazioni pronti contro termine**, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e **titoli di debito** emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni e altre partecipazioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Banca centrale europea (BCE) [*European Central Bank (ECB)*]: la BCE, investita di personalità giuridica ai sensi del **Trattato** (articolo 107, paragrafo 2), si trova al centro dell'**Eurosistema** e del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**. Essa assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano assolti mediante le proprie attività o per il tramite delle BCN, conformemente allo Statuto del SEBC. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo**, nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Vengono prese in considerazione le transazioni riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie nei confronti del resto del mondo, nonché quelle classificate come trasferimenti (ad esempio la cancellazione del debito).

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle **IFM** al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'**area dell'euro** che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

Coefficiente di riserva [*reserve ratio*]: rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Comitato economico e finanziario (CEF) [*Economic and Financial Committee (EFC)*]: organo consultivo comunitario che contribuisce alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin** e della Commissione europea. Tra i suoi compiti figura l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità, nonché la sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [*Executive Board*]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che hanno adottato l'euro.

Consiglio direttivo [*Governing Council*]: organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro.

Consiglio Ecofin [*ECOFIN Council*]: denominazione del Consiglio dell'UE riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le BCN del **Sistema europeo di banche centrali**.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty]: entità che si interpone tra le **controparti** dei contratti scambiati in uno o più mercati finanziari, configurandosi come unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti.

Costo del finanziamento esterno delle società non finanziarie (in termini reali) [cost of the external financing of non-financial corporations (real)]: costo sostenuto dalle società non finanziarie nel ricorrere al finanziamento esterno. Per quanto riguarda le società dell'**area dell'euro**, è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari, dei **titoli di debito** e delle azioni e altre partecipazioni, ponderati con le rispettive consistenze (corrette per gli effetti di valutazione) e deflazionati con le aspettative di inflazione.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle **IFM** concessi ai residenti nell'**area dell'euro** diversi dalle IFM (compresi le **amministrazioni pubbliche** e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e **titoli di debito**) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi *overnight* presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Derivato di credito [credit derivative]: strumento finanziario che isola il rischio di credito insito in una transazione finanziaria sottostante, rendendo possibile determinarne il prezzo e negoziarlo separatamente.

Ente creditizio [credit institution]: a) impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure b) impresa o qualsiasi persona giuridica, diversa da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* denominate in euro non coperte da garanzie, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Eurosistema [Eurosystem]: il sistema di banche centrali dell'**area dell'euro**. Comprende la **Banca centrale europea** e le BCN degli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro.

Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie [*financing gap of non-financial corporations*]: il fabbisogno finanziario è dato dalla differenza fra il risparmio delle imprese (derivante dagli utili non distribuiti e dagli ammortamenti) e i loro investimenti non finanziari. Esso può essere altresì definito sulla base dei conti finanziari, come saldo fra le attività finanziarie nette acquisite e le passività nette incorse dalle società non finanziarie. Le discrepanze rilevabili fra queste due misure del fabbisogno finanziario sono dovute alle diverse fonti statistiche utilizzate.

Garanzia [*collateral*]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di **operazioni pronti contro termine** (in entrambi i casi, ad esempio, dagli **enti creditizi** alle banche centrali).

Governance interna [*corporate governance*]: insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercitano la direzione e il controllo su un'organizzazione. La struttura di *governance* interna specifica la distribuzione di diritti e competenze fra i vari partecipanti (consiglio di amministrazione, dirigenti, azionisti e altri soggetti) e stabilisce le regole e procedure per il processo decisionale.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'**area dell'euro**. Includono l'**Eurosistema**, gli **enti creditizi** residenti (come definiti dal diritto comunitario) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nell'accettare depositi e/o loro sostituti assimilabili da soggetti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'**area dell'euro** in titoli emessi dai non residenti ("attività") e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli rappresentativi di capitale di rischio e i **titoli di debito** (obbligazioni e *note*, strumenti di **mercato monetario**) al netto degli importi iscritti fra gli **investimenti diretti** o le attività di riserva.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto).

Istituto monetario europeo (IME) [*European Monetary Institute (EMI)*]: organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della **Banca centrale europea** il 1° giugno 1998.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali** (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende **M1**, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita

non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali**.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di **M2** più gli strumenti negoziabili, in particolare le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in **fondi comuni monetari** e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni emessi dalle **IFM**.

Margine operativo lordo [gross operating surplus]: risultato positivo (o negativo) del valore della produzione dedotti i costi per consumi intermedi, remunerazione del fattore lavoro e imposte al netto dei contributi alla produzione, ma al lordo degli esborsi e degli introiti connessi al prestito/affitto o alla proprietà di attività finanziarie e attività non prodotte.

Mercato azionario [equity market]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati i titoli azionari e i diritti ad essi collegati.

Mercato monetario [money market]: mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

Mercato obbligazionario [bond market]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati **titoli di debito** a più lungo termine.

Modello di banche centrali corrispondenti [Correspondent central banking model (CCBM)]: meccanismo istituito dall'**Eurosistema** al fine di consentire alle **controparti** l'utilizzo su base transfrontaliera di attività stanziabili. In tale modello, ogni BCN svolge il ruolo di depositaria per le altre e tiene nel proprio sistema di gestione titoli un conto titoli a nome di ciascuna delle altre BCN (nonché della **Banca centrale europea**).

Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) [ERM II (exchange rate mechanism II)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'**area dell'euro** e gli altri Stati membri dell'UE. Gli AEC II prevedono un meccanismo multilaterale di parità centrali fisse ma modificabili e una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento. Le decisioni riguardanti le parità centrali ed eventualmente il restringimento delle bande di oscillazione sono prese di comune accordo dagli Stati membri dell'UE interessati, dai paesi dell'area dell'euro, dalla **Banca centrale europea** (BCE) e dagli altri Stati membri dell'UE che partecipano agli accordi. Tutti i partecipanti agli AEC II compresa la BCE, hanno il diritto di avviare una procedura confidenziale volta a modificare le parità centrali (riallineamento).

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, **operazioni di regolazione puntuale** e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'Eurosistema per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le transazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le transazioni definitive, le **operazioni di swap in valuta** e la raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione di regolazione puntuale [*fine-tuning operation*]: operazione di mercato aperto effettuata dall'**Eurosistema** per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato. Questa categoria di operazioni non ha frequenza né scadenza standardizzata.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di **operazione attivabile su iniziativa delle controparti** messo a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso cui le **controparti** possono ottenere dalle BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione di swap in valuta [*foreign exchange swap*]: operazione contestuale di acquisto/vendita a pronti e vendita/acquisto a termine di una valuta contro un'altra.

Operazione pronti contro termine [*repurchase agreement*]: contratto che prevede la vendita e il successivo riacquisto di titoli, a date e prezzi predeterminati.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista/vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti [*standing facility*]: operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Eurosistema** ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

Opzione [*option*]: strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio).

Paesi candidati [*candidate countries*]: paesi la cui domanda di adesione all'Unione europea è stata accettata. I negoziati per l'adesione di Croazia e Turchia sono stati avviati il 3 ottobre 2005, quelli con l'ex Repubblica iugoslava di Macedonia devono ancora iniziare.

Passività finanziarie a più lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, **titoli di debito** emessi dalle **IFM** dell'**area dell'euro** con scadenza originaria superiore a due anni, nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Passività soggette a riserva [*reserve base*]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

Patto di stabilità e crescita [Stability and Growth Pact]: è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**, al fine di rafforzare i presupposti per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita vigorosa e sostenibile in grado di favorire la creazione di posti di lavoro. A tal fine, il Patto prevede che gli Stati membri specifichino obiettivi di bilancio a medio termine. Contiene, inoltre, precisazioni concrete in merito alla **procedura per i disavanzi eccessivi**. Gli atti che lo compongono sono la risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e crescita adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997 e i due seguenti regolamenti del Consiglio: 1) Regolamento (CE) n. 1466/97, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, modificato dal Regolamento (CE) 1055/2005 del 27 giugno 2005; 2) Regolamento (CE) n. 1467/97, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, modificato dal Regolamento (CE) 1056/2005 del 27 giugno 2005. Il Patto è integrato dalla relazione del **Consiglio Ecofin** intitolata *Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, approvata dal Consiglio europeo di Bruxelles del 22-23 marzo 2005, nonché dal nuovo codice di condotta sulle specifiche riguardanti l'attuazione del Patto di stabilità e crescita e sulle linee direttrici concernenti la presentazione e il contenuto dei programmi di stabilità e convergenza, approvato dal Consiglio Ecofin l'11 ottobre 2005.

Periodo di mantenimento [maintenance period]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **Banca centrale europea** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Portafoglio benchmark [benchmark portfolio]: nel contesto degli investimenti finanziari, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il portafoglio *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.)]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Procedura per i disavanzi eccessivi [excessive deficit procedure]: il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 104 e come specificato nel Protocollo n. 20 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'UE di mantenere la disciplina di bilancio; esso definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si riscontrino che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, modificato dal Regolamento (CE) n. 1056/2005 del 27 giugno 2005, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che costituisce parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

Proiezioni [projections]: risultato dell'esercizio condotto quattro volte all'anno sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'**Eurosistema** sono pubblicate in giugno e dicembre, mentre quelle degli esperti della **Banca centrale europea (BCE)** sono diffuse in marzo e settembre. Costituiscono parte integrante dell'**analisi economica**, uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, e pertanto

rientrano fra i diversi elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** effettuata dal **Consiglio direttivo**.

Quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia [Eurosistem credit assessment framework (ECAf)]: quadro di riferimento che definisce procedure, regole e tecniche atte a garantire che tutte le attività idonee soddisfino gli stringenti criteri formulati dall'**Eurosistema** in materia di qualità creditizia.

Redditività delle imprese [corporate profitability]: misura della *performance* delle imprese determinata principalmente in relazione alle vendite, alle attività o alle azioni e altre partecipazioni. Esistono diversi rapporti di redditività basati sui bilanci societari, quali il rapporto fra utile operativo (vendite meno costi operativi) e vendite, quello fra utile netto (utile operativo e non operativo al netto di imposte, ammortamenti e voci straordinarie) e vendite, il rendimento delle attività (che pone in relazione l'utile netto e il totale delle attività) e il rendimento netto del capitale (che mette in relazione l'utile netto e il patrimonio). A livello macroeconomico, si ricorre spesso al **marginale operativo lordo** quale misura di redditività, sulla base della contabilità nazionale, ad esempio in rapporto al PIL o al valore aggiunto.

Reddito monetario [monetary income]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività accantonate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [credit risk]: rischio che una **controparte** non assolvere un'obbligazione per il suo intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.

Rischio di liquidità [liquidity risk]: rischio che una **controparte** non assolvere integralmente un'obbligazione al momento della scadenza. Tale rischio non implica necessariamente l'insolvenza della controparte o del partecipante al sistema, i quali potrebbero essere in grado di effettuare il regolamento dovuto in un momento successivo non determinato.

Rischio di mercato [market risk]: rischio di incorrere in perdite (su posizioni sia in bilancio sia fuori bilancio) a causa di movimenti dei prezzi di mercato.

Rischio di regolamento [settlement risk]: termine generico indicante il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto. Può comprendere sia il **rischio di credito** sia il **rischio di liquidità**.

Rischio sistemico [systemic risk]: rischio che l'incapacità di un'istituzione finanziaria di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuta impedisca ad altre istituzioni di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza potrebbe generare significativi problemi di credito o liquidità e, conseguentemente, mettere a rischio la stabilità dei mercati o la fiducia nei loro confronti.

Riserva obbligatoria [reserve requirement]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema**. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un **periodo di mantenimento**.

Saldo primario [primary balance]: saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [central securities depository (CSD)]: ente che: a) consente di effettuare il trasferimento e il regolamento dei titoli mediante scritturazione contabile e b) si adopera per garantire l'integrità delle emissioni di valori mobiliari. I titoli possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) oppure dematerializzata (ossia esistono solo come scritturazioni elettroniche).

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [securities settlement system (SSS)]: sistema che consente la detenzione e il trasferimento di titoli gratuitamente o dietro pagamento (consegna contro pagamento) ovvero a fronte di un'altra attività (consegna contro consegna). Include tutti i dispositivi tecnici e istituzionali necessari per il regolamento delle transazioni in titoli e la custodia di questi ultimi. Il sistema può operare su base lorda, in tempo reale e non, oppure su base netta. Un sistema di regolamento permette il calcolo (*clearing*) delle obbligazioni dei partecipanti.

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [real-time gross settlement system (RTGS)]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (vale a dire senza compensazione) in tempo reale, ossia in modo continuativo; cfr. **Target**.

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)]: sistema complessivo e integrato di conti macroeconomici basato su un insieme di concetti, definizioni e classificazioni di natura statistica e norme contabili concordati a livello internazionale, finalizzato a una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente comunitario del *System of National Accounts 1993* (SNA 93).

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: è costituito dalla **Banca centrale europea** e dalle banche centrali nazionali dei 27 Stati membri dell'UE; comprende pertanto, oltre all'**Eurosistema**, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della Banca centrale europea nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale della BCE.

Stabilità dei prezzi [price stability]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

Stabilità finanziaria [financial stability]: condizione per cui il sistema finanziario – comprendente intermediari, mercati e infrastrutture di mercato – è in grado di resistere agli shock e alla brusca correzione degli squilibri finanziari, riducendo così la probabilità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da pregiudicare in misura significativa l'allocazione dei risparmi verso opportunità di investimento redditizie.

Strategia di Lisbona [Lisbon strategy]: programma complessivo di riforme strutturali tese a fare dell'UE "l'economia basata sulla conoscenza più dinamica e più competitiva al mondo". È stata varata dal Consiglio europeo di Lisbona nel 2000.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [TARGET (Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)]: sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) per l'euro. È un sistema decentrato costituito dai sistemi RTGS nazionali, dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism*, EPM) e dal meccanismo di *interlinking*.

Target2: nuova generazione del sistema **Target** nel cui ambito l'infrastruttura tecnica decentrata originaria è stata sostituita da una piattaforma unica condivisa che offre un servizio armonizzato con uno schema tariffario uniforme.

Tasso di cambio effettivo (TCE) dell'euro (nominale/reale) [effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)]: media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute di importanti partner commerciali dell'**area dell'euro**. La **Banca centrale europea** pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-22 (comprendente i 12 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 fra i principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-22 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Il TCE reale si ottiene dal TCE nominale corretto per la differenza tra l'andamento di un indice medio ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; misura, pertanto, la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]: tassi di interesse praticati dagli **enti creditizi** e dalle altre **IFM** residenti, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, su depositi e prestiti in euro nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'**area dell'euro**.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo** che riflettono l'orientamento di politica monetaria della **Banca centrale europea**. Attualmente comprendono il **tasso minimo di offerta** sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile delle **operazioni di rifinanziamento principali**. È uno dei **tassi di interesse di riferimento della BCE** che riflettono l'orientamento di politica monetaria.

Titolo di debito [debt security]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito a lungo termine hanno scadenza originaria superiore a un anno.

Trattamento interamente automatizzato [straight-through processing (STP)]: trattamento automatizzato, dall'ordinante al beneficiario, dei trasferimenti per pagamenti o transazioni, che

include, ove del caso, il perfezionamento automatico di conferma, abbinamento, generazione, compensazione e regolamento degli ordini.

Trattato [*Treaty*]: il termine si riferisce al Trattato che istituisce la Comunità europea (“Trattato di Roma”), il cui testo è stato sottoposto, nel tempo, a diversi emendamenti; in particolare, il Trattato sull’Unione europea (“Trattato di Maastricht”), contenente lo Statuto del **SEBC**, ha gettato le basi dell’**Unione economica e monetaria**.

Unione economica e monetaria (UEM) [*Economic and Monetary Union (EMU)*]: processo articolato in tre fasi, ai sensi del **Trattato**, che ha condotto all’adozione dell’euro quale moneta comune e all’attuazione della politica monetaria unica nell’**area dell’euro**, nonché al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell’UE. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l’introduzione dell’euro. La sostituzione del contante, avvenuta il 1° gennaio 2002, ha completato la realizzazione dell’UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: volatilità attesa, ossia deviazione standard, dei tassi di variazione del prezzo di un’attività (ad esempio un’azione o un’obbligazione). Può essere ricavata da un insieme di elementi, ossia dal prezzo dell’attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle rispettive opzioni nonché da un tasso di rendimento privo di rischio, sulla base di un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, ad esempio quello di Black-Scholes.

ISSN 1561-4530



9 771561 453000