



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

RAPPORTO ANNUALE 2012

2012

2012

2012

2012

2012

2012

2012

2012

2012

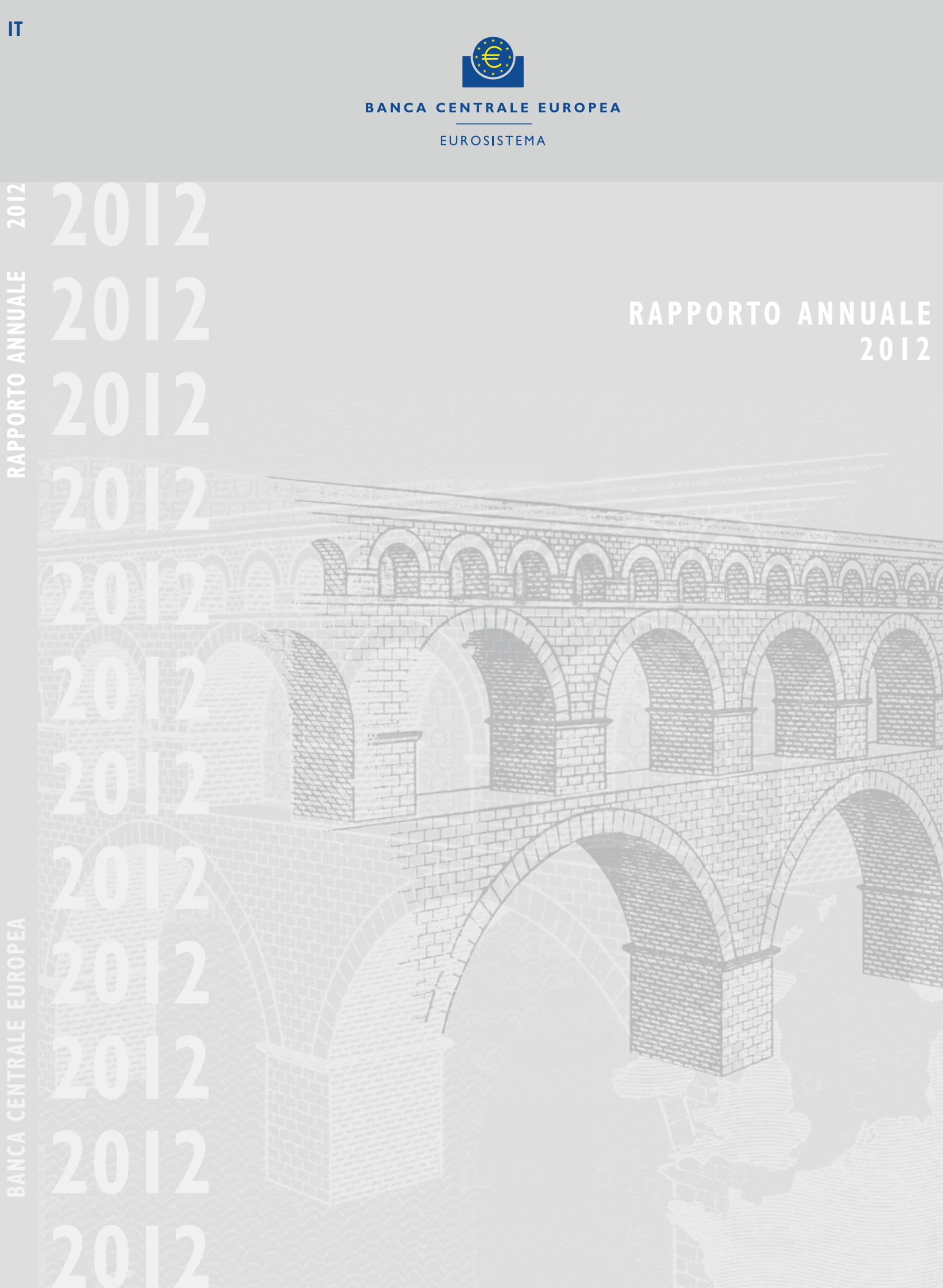
2012

2012

2012

RAPPORTO ANNUALE 2012

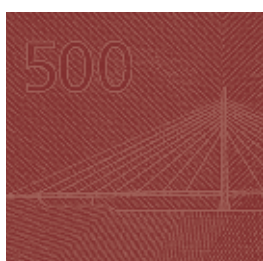
BANCA CENTRALE EUROPEA





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2012

Tutte le pubblicazioni
della BCE del 2013
recano un motivo tratto
dalla banconota da 5 euro.

© Banca centrale europea, 2013

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito Internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

Tutti i diritti riservati.

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

Fotografie:

Andreas Böttcher

Robert Metsch

*I dati contenuti in questo Rapporto sono aggiornati al
1° marzo 2013.*

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (ePUB)

ISSN 1725-2903 (online)

Numero di catalogo UE: QB-AA-13-001-IT-C (stampa)

Numero di catalogo UE: QB-AA-13-001-IT-E (ePUB)

Numero di catalogo UE: QB-AA-13-001-IT-N (online)

INDICE

PREFAZIONE	7
CAPITOLO I	
L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA	13
1 DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	13
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI	17
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	17
Riquadro 1 I motivi alla base della recente decelerazione dell'interscambio mondiale	19
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	28
Riquadro 2 L'impatto delle misure non convenzionali decise l'8 dicembre 2011	35
Riquadro 3 Andamenti delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro	42
2.3 Prezzi e costi	52
Riquadro 4 L'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo nel 2012	54
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	59
Riquadro 5 Il processo di riequilibrio nell'area dell'euro	62
2.5 La finanza pubblica	68
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	74
CAPITOLO 2	
LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE	85
1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	85
1.1 Le operazioni di politica monetaria	85
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi e le operazioni con altre banche centrali	94
1.3 Le attività di investimento	94
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	96
2.1 Il sistema TARGET2	97
2.2 Target2-Securities	98
2.3 Le procedure di regolamento per le garanzie utilizzate su base transfrontaliera	100
3 LE BANCONOTE E LE MONETE	101
3.1 La circolazione delle banconote e delle monete	101
3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	103
3.3 La produzione e l'emissione di banconote	104
4 STATISTICHE	106
4.1 Statistiche nuove e più esaustive	106
4.2 Altri sviluppi in ambito statistico	106
5 LA RICERCA ECONOMICA	108
5.1 Le priorità della ricerca e i risultati conseguiti	108
5.2 La divulgazione della ricerca: pubblicazioni e conferenze	109

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	110
6.1 Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato	110
6.2 Funzioni consultive	111
6.3 La gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti	115
6.4 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	116
 CAPITOLO 3	
STABILITÀ FINANZIARIA, COMPITI COLLEGATI AL CERS E INTEGRAZIONE FINANZIARIA	119
 I LA STABILITÀ FINANZIARIA	119
1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	119
1.2 I dispositivi a garanzia della stabilità finanziaria	122
 2 COMPITI RIGUARDANTI IL FUNZIONAMENTO DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO	124
2.1 Assetto istituzionale	124
2.2 Supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo al CERS	125
 3 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	128
3.1 Il settore bancario	128
3.2 Il settore dei valori mobiliari	129
3.3 I principi contabili	131
 4 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	131
 5 LA SORVEGLIANZA SULLE INFRASTRUTTURE DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO	136
5.1 I servizi di pagamento all'ingrosso e i fornitori di servizi di infrastruttura	137
5.2 I sistemi e gli strumenti di pagamento al dettaglio	139
5.3 La compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli e derivati	140
 CAPITOLO 4	
LE TEMATICHE EUROPEE	143
 I LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE E LE QUESTIONI ISTITUZIONALI	143
 2 GLI ANDAMENTI NEI PAESI IN FASE DI ADESIONE E CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E LE RELAZIONI CON GLI STESSI	148
 CAPITOLO 5	
LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	151
 I I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE	151
 2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI ESTERNI ALL'UE	153

CAPITOLO 6	
L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA E LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO	157
1 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO E LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	157
2 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEL PARLAMENTO EUROPEO	158
3 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	160
 CAPITOLO 7	
L'ASSETTO ISTITUZIONALE E L'ORGANIZZAZIONE	165
1 GLI ORGANI DECISIONALI E LA <i>GOVERNANCE</i> INTERNA DELLA BCE	165
1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	165
1.2 Il Consiglio direttivo	166
1.3 Il Comitato esecutivo	168
1.4 Il Consiglio generale	169
1.5 I comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato per il bilancio preventivo, la Conferenza per le risorse umane e il Comitato direttivo per l'informatica dell'Eurosistema	171
1.6 La <i>governance</i> interna	172
2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	177
2.1 La gestione delle risorse umane	177
2.2 Le relazioni con il personale e il dialogo sociale	178
2.3 Il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC	179
2.4 L'ufficio di coordinamento degli acquisti dell'eurosistema	179
2.5 La nuova sede della BCE	180
2.6 Le tematiche ambientali	181
2.7 La gestione dei servizi di <i>information technology</i>	182
 IL BILANCIO	
Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2012	185
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2012	192
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2012	194
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	195
Note allo stato patrimoniale	202
Note al conto economico	218
Relazione del revisore indipendente	224
Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	226
Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2012	228
 ALLEGATI	
1 STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	231
2 CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL' EUROSISTEMA	240
3 SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ	242
4 PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA	244
5 GLOSSARIO	245

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
EBA	Autorità bancaria europea
EIOPA	Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
IAPC	indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IPC	indice dei prezzi al consumo
IPP	indice dei prezzi alla produzione
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SEE	Spazio economico europeo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

Secondo la consuetudine dell'Unione, gli Stati membri dell'UE sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

Salvo diversa indicazione, tutti i riferimenti nel presente Rapporto a numeri di articoli del Trattato riflettono la numerazione in uso dall'entrata in vigore del Trattato di Lisbona il 1° dicembre 2009.

PREFAZIONE



In un contesto caratterizzato da una contrazione dell'attività economica e da condizioni finanziarie instabili, indotte dalla crisi finanziaria e del debito sovrano, anche il 2012 è stato un anno impegnativo per la conduzione della politica monetaria. Tuttavia, la credibilità della politica monetaria della BCE è rimasta elevata, come riflesso dal costante solido ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Nel 2012 nell'area dell'euro l'attività economica in termini reali si è ridotta, principalmente a causa della debolezza degli investimenti e dei consumi privati. Questo andamento rispecchia il basso livello del clima di fiducia sulla situazione economica, l'accresciuta incertezza e il processo di aggiustamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario, unitamente all'elevata disoccupazione, all'orientamento più restrittivo delle politiche di bilancio e alla moderata domanda esterna. Nonostante il contesto

macroeconomico sfavorevole, nel 2012 l'inflazione sui dodici mesi ha continuato a registrare valori elevati, pur con una flessione nel corso dell'anno. Il livello dell'inflazione ha riflesso in gran parte i forti rincari dell'energia e gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati in alcuni paesi dell'area dell'euro. In media, l'inflazione si è collocata al 2,5 per cento nel 2012, dopo il 2,7 dell'anno precedente. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è stato moderato per tutto il 2012. Tenuto conto dell'attenuazione delle pressioni inflazionistiche sull'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria in relazione al concretizzarsi di rischi al ribasso per la crescita economica, nel luglio 2012 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE.

All'inizio dell'anno le tensioni sui mercati finanziari erano elevate. Le difficoltà di raccolta nei mercati monetari interbancari si sono successivamente attenuate, anche a seguito della forte partecipazione delle banche a due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni, effettuate nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012. Al pari di tutte le operazioni di rifinanziamento del 2012, le ORLT sono state condotte con piena aggiudicazione degli importi richiesti, contribuendo a scongiurare una riduzione dell'offerta di credito all'economia reale. Inoltre, l'Eurosistema ha adottato ulteriori misure volte a preservare e incrementare la disponibilità di garanzie per le controparti, fra cui l'accettazione di determinati crediti in garanzia e l'ampliamento dei criteri di idoneità per alcune tipologie di attività cartolarizzate. Nel loro insieme tali misure hanno migliorato la disponibilità di garanzie nell'area dell'euro.

Il riacutizzarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro nella prima metà del 2012 ha rivelato con chiarezza la necessità di un migliore e più stretto coordinamento delle politiche economiche, di bilancio e finanziarie fra i paesi, al fine di evitare che andamenti non sostenibili in alcuni di essi possano mettere a repentaglio il regolare funzionamento dell'UEM. Nel 2012 sono state avviate diverse importanti iniziative finalizzate a rafforzare l'Unione.

Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (noto come patto di bilancio), siglato nel marzo 2012, è stato poi ratificato in 12 paesi dell'area dell'euro ed è entrato in vigore il 1° gennaio 2013. Il Trattato mira a rafforzare l'assetto delle politiche di bilancio, in particolare attraverso il recepimento nelle legislazioni nazionali della regola del pareggio del bilancio strutturale. Gli scostamenti rispetto alla regola e, soprattutto, l'impatto cumulato sul debito pubblico saranno corretti automaticamente. Se applicata e fatta osservare efficacemente, la nuova regola contribuirà a riportare le finanze pubbliche su un sentiero di sostenibilità.

Nel maggio 2012 i capi di Stato o di governo hanno invitato i presidenti del Consiglio europeo, della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE a formulare proposte su come rafforzare ulteriormente l'unione economica per renderla pienamente coerente con i requisiti dell'unione monetaria. Sulla base di tali proposte, nel prosieguo del 2012 sono state assunte decisioni importanti: una delle più significative è stata quella di istituire un Meccanismo di vigilanza unico (*single supervisory mechanism*, SSM) basato sulla BCE. Sono state avviate altre iniziative di rilievo, che richiederanno ulteriore lavoro nel 2013; fra queste l'istituzione di un meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie e nuovi accordi di natura vincolante finalizzati alla competitività e alla crescita, volti a promuovere le riforme strutturali, la concorrenza all'interno dell'area e quindi la resistenza dell'area a shock.

Le condizioni nei mercati finanziari si sono nuovamente deteriorate verso la metà del 2012, in parte riflettendo timori ingiustificati di alcuni investitori circa la reversibilità dell'euro. Per salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e l'unicità di quest'ultima, ad agosto il Consiglio direttivo ha annunciato di essere pronto a eseguire operazioni definitive monetarie, sulle quali ha poi fornito ulteriori dettagli a settembre. L'aderenza dei governi agli impegni presi e l'assolvimento del proprio ruolo da parte della European Financial Stability Facility o del Meccanismo europeo di stabilità sono condizioni necessarie affinché tali operazioni possano essere condotte e risultare efficaci. Qualora tali condizioni siano soddisfatte, l'Eurosistema potrebbe considerare l'acquisto di titoli di Stato nei mercati secondari, purché reputi la trasmissione della politica monetaria gravemente impedita. Sebbene tali acquisti non siano stati sinora effettuati, a seguito del loro annuncio e di interventi dei governi volti a riequilibrare i bilanci pubblici e a ripianare i disavanzi di conto corrente, le tensioni sui mercati finanziari si sono via via attenuate. La frammentazione dei mercati finanziari si è gradualmente ridotta, favorendo una trasmissione in qualche misura più omogenea della politica monetaria all'economia reale, ma continua a rappresentare una sfida.

Quanto agli andamenti che riguardano la stabilità del sistema finanziario, i rischi per quest'ultima sono aumentati considerevolmente nella prima metà del 2012. Dopo un primo trimestre relativamente disteso, il riemergere di tensioni sui mercati dei titoli di Stato in alcuni paesi dell'area ha riacutizzato le pressioni sul suo sistema finanziario. Queste ultime si sono attenuate in modo tangibile dopo l'estate, a fronte di un generale allentamento delle tensioni nei mercati finanziari. Nel secondo semestre dell'anno i segnali di pressioni di tale natura si sono diradati, ma le condizioni di stabilità finanziaria dell'area dell'euro si sono mantenute fragili. Il principale elemento di fragilità è rimasto il possibile riaggravarsi delle interazioni negative tra fattori di rischio sistemico derivanti da squilibri e vulnerabilità nell'ambito delle politiche di bilancio, macroeconomiche e finanziarie.

L'accordo sull'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico raggiunto dal Consiglio Ecofin a dicembre 2012 rappresenta una pietra miliare nell'integrazione finanziaria europea, in quanto sposta la competenza per la vigilanza bancaria al livello europeo. Il regolamento del Consiglio proposto dalla Commissione europea a fine anno stabilisce che la BCE

svolgerebbe la funzione di vigilanza su tutte le banche dei paesi partecipanti al meccanismo, con poteri di vigilanza diretta sui grandi istituti di importanza sistemica. Allo stesso tempo la BCE e le autorità di vigilanza nazionali agiranno come un sistema unico, coerentemente con la convinzione che un sistema di vigilanza bancaria unico sia un elemento essenziale dell'unione monetaria.

Insieme a una regolamentazione più efficace del settore bancario, il disegno dell'unione bancaria prevede, oltre all'SSM, un meccanismo unico di risoluzione delle crisi, supportato da risorse comuni, nel caso in cui si renda necessario un sostegno pubblico temporaneo. L'insieme di questi elementi sarà fondamentale per far fronte ad alcuni specifici rischi per la stabilità del sistema finanziario, generati soprattutto dall'intreccio tra le fragilità delle banche e quelle degli emittenti sovrani, nonché per invertire il processo di frammentazione dei mercati finanziari.

Il 2012 è stato il secondo anno di esistenza del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), l'organismo incaricato della vigilanza macroprudenziale sul sistema finanziario dell'UE. Per il CERS la BCE assicura la funzione di segretariato e fornisce assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa. Nel suo secondo anno di vita il CERS ha continuato a tenere periodicamente scambi di opinioni sui rischi per il sistema finanziario dell'UE e ha iniziato a pubblicare il quadro dei rischi (*Risk Dashboard*), un insieme di indicatori quantitativi e qualitativi volti a individuare e misurare il rischio sistemico all'interno del sistema finanziario dell'UE. Nel 2012 il CERS ha adottato anche due raccomandazioni: una riguardante le modalità per mitigare i rischi cui sono esposte le banche nella loro attività di raccolta e l'altra afferente il rafforzamento del quadro di regolamentazione dei fondi comuni monetari nell'UE. Il CERS ha lavorato anche all'attuazione delle raccomandazioni dell'anno precedente, in base al meccanismo secondo cui in caso di inazione sono richieste debite motivazioni (*act or explain*). Quale organismo indipendente dell'UE, il CERS ha continuato ad assolvere l'obbligo di rendere conto del proprio operato nei confronti del Parlamento europeo, con la pubblicazione del Rapporto annuale, le regolari audizioni del proprio Presidente dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo e i colloqui riservati tra il proprio Presidente e il Presidente e i Vicepresidenti di detta commissione.

Per quanto riguarda i sistemi di pagamento e le infrastrutture del mercato finanziario, la BCE ha continuato a partecipare alle principali iniziative intraprese sul piano delle politiche e della regolamentazione per rafforzare la stabilità delle infrastrutture di mercato, comprese le iniziative legislative a livello dell'UE. La BCE ha contribuito anche ai lavori del Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento e dell'International Organization of Securities Commissions, con particolare riguardo ai Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI) e alla Recovery and Resolution of Financial Market Infrastructures, così come ai lavori sulle infrastrutture di mercato per i derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC). Inoltre, sul fronte della sorveglianza sui pagamenti al dettaglio, l'Eurosistema ha definito le aspettative di sorveglianza per i collegamenti fra sistemi di pagamento al dettaglio, mentre il Forum on the Security of Retail Payments ha elaborato i requisiti di sicurezza per i pagamenti via Internet.

La BCE ha continuato a promuovere la creazione di un mercato integrato europeo per i pagamenti al dettaglio. Il regolamento sulla data finale della migrazione all'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA) del 14 marzo 2012 rappresenta un passo importante in questa direzione, poiché fissa il termine ultimo del 1° febbraio 2014 per il completamento della migrazione alla SEPA. Sul fronte dei servizi di banca centrale, l'Eurosistema gestisce la piattaforma unica per i pagamenti di importo rilevante Target2, che consente il regolamento lordo in tempo reale delle operazioni in euro e permette alle banche centrali di 24 paesi dell'UE e alle loro comunità di utenti di beneficiare dei medesimi servizi avanzati.

Nel 2012 è stata raggiunta una tappa importante del progetto *Target2-Securities* (T2S), con la firma del Framework Agreement da parte di 22 sistemi di deposito accentrato (SDA) europei e del Currency Participation Agreement da parte della Danmarks Nationalbank. Gli SDA sottoscrittori dei contratti di T2S rappresentano quasi il 100 per cento dell'attuale volume di operazioni regolate in euro. Ciò dimostra il rinnovato impegno della comunità di T2S a portare a termine il progetto. Notevoli progressi sono stati compiuti nel completamento dello sviluppo delle funzioni di base di T2S, che ha continuato a svolgere un ruolo centrale nel promuovere l'armonizzazione nell'area del *post-trading*. Nel maggio 2012 il Consiglio Ecofin ha confermato il proprio sostegno a T2S quale importante contributo alla creazione di un mercato unico dei servizi nel settore dei titoli.

Per quanto concerne l'organizzazione interna, il personale in organico della BCE alla fine del 2012 era pari a 1.450,5 unità equivalenti a tempo pieno su posizioni permanenti, rispetto a 1.440,5 alla fine del 2011. L'aumento è dovuto principalmente alle accresciute esigenze operative derivanti dalla crisi finanziaria. I membri del personale della BCE, provenienti da tutti i 27 Stati membri dell'UE, sono assunti mediante procedure di selezione aperte per coprire posizioni vacanti pubblicate nel sito Internet della BCE. Nel 2012, in linea con la politica di mobilità della BCE, 225 membri del personale si sono ricollocati internamente in una diversa posizione lavorativa, mentre 14 sono stati distaccati presso altre organizzazioni per un'esperienza professionale esterna; a 41 sono stati concessi periodi di congedo non retribuito, richiesti a fini di studio, per un'opportunità di impiego presso un'altra organizzazione o per ragioni personali. La gestione delle risorse umane della BCE ha continuato a dare rilievo all'acquisizione e allo sviluppo costanti di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale. I principali sviluppi sul fronte delle politiche delle risorse umane hanno interessato l'introduzione di due programmi pilota: uno di tutoraggio e l'altro di sostegno al cambiamento di carriera.

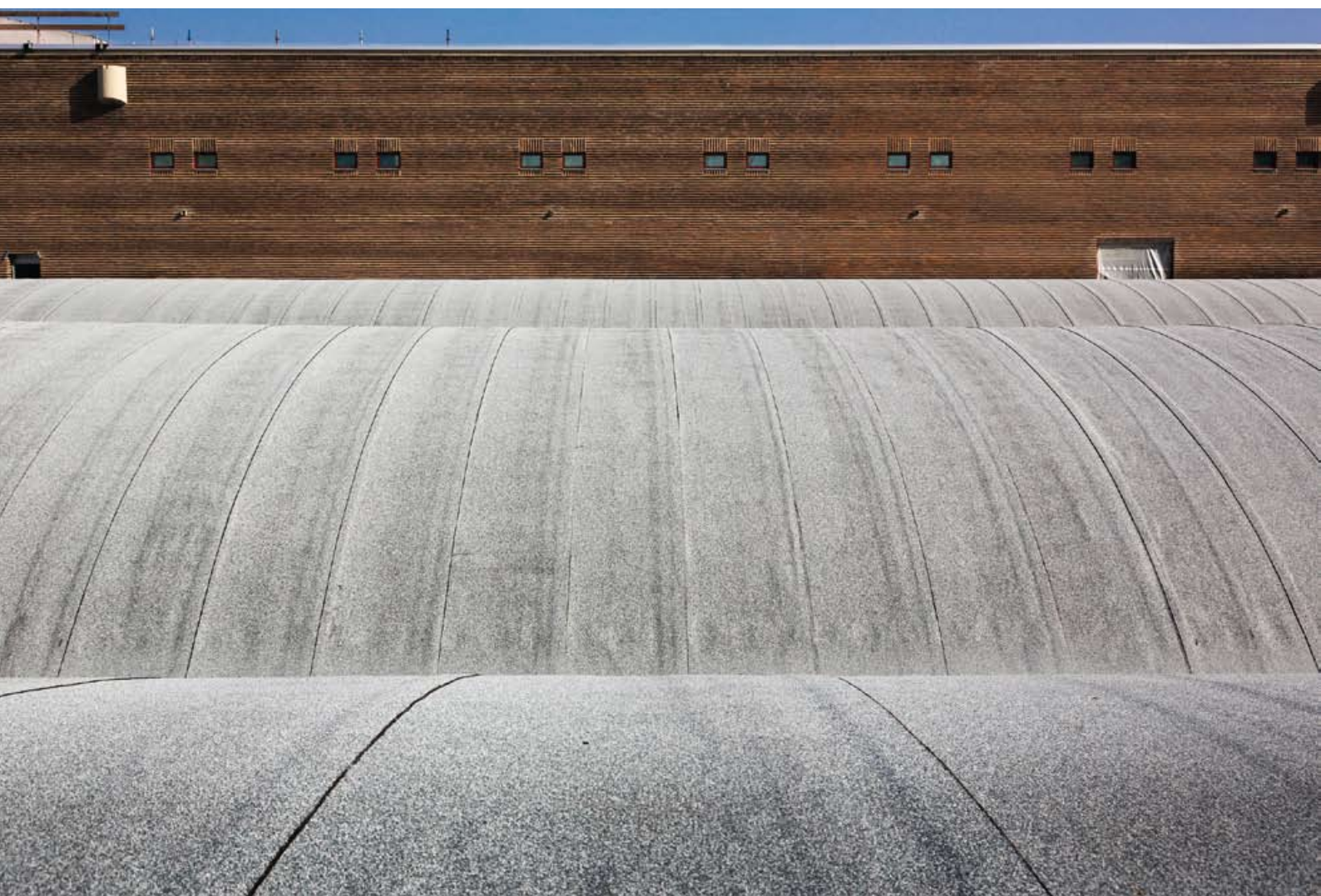
I lavori di costruzione della nuova sede della BCE sono proseguiti nel 2012 con la posa in opera dei pannelli delle facciate della doppia torre di uffici, il restauro delle facciate della Grossmarkthalle, l'avvio dell'installazione dell'infrastruttura tecnica e dei lavori di finitura. Il 20 settembre 2012 la BCE ha celebrato ufficialmente il completamento delle principali opere strutturali della nuova sede, che sarà ultimata prevedibilmente nel 2014.

Per quanto riguarda il bilancio, nel 2012 la BCE ha registrato un risultato positivo di 2,16 miliardi di euro, rispetto a 1,89 miliardi dell'esercizio precedente. Il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2012, un importo di 1,17 miliardi di euro al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, che ha così raggiunto il livello massimo di 7,53 miliardi di euro, pari al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro alla stessa data. L'ammontare dell'accantonamento è riesaminato con cadenza annuale. Il profitto netto della BCE per il 2012, in seguito al trasferimento al fondo di accantonamento, è stato pari a 998 milioni di euro, ripartiti fra le BCN dei paesi dell'area in misura proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE.

Francoforte sul Meno, marzo 2013



Mario Draghi



Il ripristino della Grossmarkthalle, gli ex mercati generali di Francoforte, rappresenta un elemento saliente dei lavori di costruzione per la nuova sede della BCE. Le facciate e l'impianto strutturale del tetto, con le volte a guscio in calcestruzzo, sono restituiti all'antico splendore grazie a una paziente opera di restauro, fedele alla concezione originale dell'architetto Martin Elsaesser.

I lavori alle facciate sono notevolmente avanzati. A fine 2012 erano conclusi la pulizia della muratura in laterizio e la ristilatura dei giunti di malta nelle ali laterali, la posa in opera di nuove finestre molto più efficienti sotto il profilo energetico e il risanamento della facciata a griglia in cemento del corpo centrale. A ogni piano delle ali, una volta apposti i nuovi serramenti, è stata avviata l'installazione delle infrastrutture tecniche.

CAPITOLO I

L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

UN CONTESTO MOLTO IMPEGNATIVO PER LA POLITICA MONETARIA

Nel 2012 l'Eurosistema ha continuato a condurre la propria politica monetaria in un contesto molto impegnativo. Il protrarsi della crisi del debito sovrano in diversi paesi dell'area dell'euro e la percezione di una mancanza di determinazione da parte dei governi ad affrontarne le cause di fondo hanno seguito ad incidere sfavorevolmente sul clima di fiducia nei mercati finanziari e nell'economia in generale, nonché sulle condizioni di finanziamento. L'intensità delle tensioni nei mercati finanziari è andata variando nel corso del 2012; alcuni mercati dei titoli di Stato hanno risentito particolarmente degli elevati premi per il rischio, divenuti eccessivi verso la metà dell'anno di riflettendo, fra gli altri fattori, timori infondati circa la reversibilità dell'euro. Queste tensioni hanno aggravato le difficoltà di raccolta già riscontrate dalle banche, alcune delle quali avevano perduto l'accesso al mercato interbancario e ad altri mercati finanziari. Tali pressioni hanno indotto le istituzioni creditizie a inasprire i criteri per la concessione di credito e a ridurre ulteriormente la propria leva finanziaria, con il rischio quindi di una contrazione dell'offerta di credito all'economia reale. Nel complesso, si è mantenuta un'elevata segmentazione fra i mercati finanziari nazionali e le condizioni di finanziamento hanno mostrato una significativa eterogeneità fra paesi dell'area dell'euro.

La debolezza del clima di fiducia, l'aumento dei prezzi delle materie prime e il processo di aggiustamento dei bilanci in corso nei settori finanziario e non finanziario, insieme all'elevato tasso di disoccupazione, all'orientamento restrittivo delle politica di bilancio e alla modesta domanda estera hanno depresso l'attività economica nell'area dell'euro nel 2012. Di conseguenza, il PIL è diminuito dello 0,5% nel complesso dell'anno, dopo un biennio di moderata crescita positiva. Di riflesso agli andamenti particolarmente negativi della domanda interna, il PIL dell'area dell'euro è diminuito in termini reali dal secondo trimestre del 2012, dopo la stagnazione del primo trimestre.

L'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata su livelli elevati – superiori al 2 per cento – nell'arco dell'intero 2012, scendendo dal 2,7 per cento all'inizio dell'anno al 2,2 per cento a novembre e dicembre. Il tasso medio per il 2012 è stato pari al 2,5 per cento, solo di poco inferiore al 2,7 per cento del 2011. I livelli di inflazione persistentemente alti nel 2012 vanno ricondotti principalmente agli elevati prezzi dei prodotti energetici e all'aumento delle imposte indirette dovuto alle perdurante necessità di risanare i conti pubblici. Le aspettative di inflazione di medio e lungo periodo sono rimaste solidamente ancorate su livelli coerenti con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione in prossimità ma al disotto del 2 per cento nel medio termine.

La crescita complessiva di M3 si è moderatamente rafforzata nel corso del 2012, raggiungendo un tasso medio del 3,1% per cento, dopo il modesto tasso di espansione dell'1,5 per cento nel 2011. Per contro, la crescita annua dei prestiti al settore privato è diventata negativa nel 2012, in particolare per via dei rimborsi netti di prestiti a società non finanziarie. In larga misura, la contenuta dinamica dei prestiti ha rispecchiato la debolezza della situazione e delle prospettive economiche, l'accresciuta avversione al rischio e l'aggiustamento in atto dei bilanci di famiglie e imprese, tutti fattori che hanno inciso sulla domanda di credito. Inoltre, in diversi paesi dell'area dell'euro, i vincoli patrimoniali, la percezione del rischio e la segmentazione dei mercati finanziari hanno limitato l'offerta di credito.

Nel quadro delle misure di politica monetaria adottate, il Consiglio direttivo ha considerato durante l'intero anno che gli andamenti dei prezzi fossero in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, dato il contesto di debole crescita economica, il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine e la dinamica monetaria contenuta. I rischi per le prospettive sulla stabilità dei prezzi erano considerati sostanzialmente bilanciati.

IL CALO DELLE PRESSIONI INFLAZIONISTICHE INTERNE CONNESSO ALLA DEBOLE ATTIVITÀ ECONOMICA HA DETERMINATO UN ULTERIORE ABBASSAMENTO DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO DELLA BCE

Per attenuare l'impatto avverso delle tensioni nei mercati finanziari sugli andamenti economici e monetari, a luglio il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. La decisione ha tenuto conto dell'ulteriore moderazione delle pressioni

inflazionistiche, connessa al concretizzarsi di alcuni dei rischi al ribasso per l'attività economica precedentemente individuati. Nella seconda metà del 2012, i tassi di riferimento sono stati mantenuti sui livelli storicamente bassi dello 0,75 per cento per le operazioni di rifinanziamento principali, dello 0,00 per cento per i depositi presso la banca centrale e dell'1,50 per cento per le operazioni di rifinanziamento marginale (cfr. figura 1).

L'EFFICACE TRASMISSIONE DELLA RIDUZIONE DEI TASSI DI RIFERIMENTO DELLA BCE È STATA OSTACOLATA DALLA DIMINUITA CAPACITÀ DI FUNZIONAMENTO DEL RELATIVO MECCANISMO

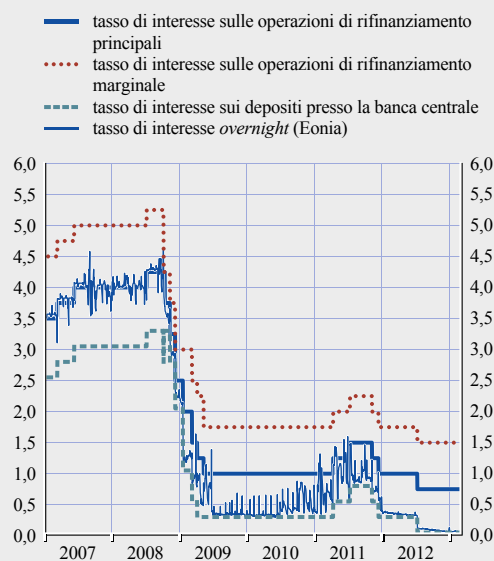
La riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE a luglio del 2011, che ha seguito due tagli di 25 punti base alla fine del 2010, ha fatto ulteriormente scendere i tassi di interesse del mercato monetario. Sebbene nel 2012 i tassi bancari attivi applicati a famiglie e società non finanziarie siano generalmente diminuiti a livello di area di riflesso ai successivi tagli dei tassi di riferimento operati dalla BCE da novembre 2011, il processo di trasmissione non si è svolto in modo omogeneo nei diversi paesi dell'area come in passato. Ad intralciare l'ordinata trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro è stata in particolare la frammentazione dei mercati finanziari fra singoli paesi. Di conseguenza, mentre in alcuni paesi la riduzione dei tassi di riferimento si è ampiamente trasmessa, in altri i tassi bancari attivi sui prestiti all'economia reale sono rimasti invariati o sono persino aumentati.

NEL 2012 L'Eurosistema ha adottato ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria

Al fine di contribuire ad una trasmissione più efficace dell'orientamento accomodante della politica monetaria, di sostenere il finanziamento dell'economia reale e di mantenere quindi la stabilità dei prezzi nel medio periodo, nel corso del 2012 il Consiglio direttivo ha adottato ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria. Alcune di queste, relative alle operazioni di rifinanziamento, erano tese a sostenere il credito bancario e la liquidità del mercato, mentre altre affrontavano le

Figura 1 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

disfunzioni di determinati segmenti del mercato finanziario, in particolare al fine di evitare che i premi per il rischio divenissero eccessivi e conducessero a scenari nefasti.

MISURE NON CONVENZIONALI RELATIVE ALLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO

Per attenuare le difficoltà di provvista riscontrate dalle banche e contribuire ad evitare una dismissione disordinata delle loro attività, la BCE ha continuato ad offrire fondi facendo ricorso a operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenze eccezionali e conducendo tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi; essa ha inoltre adottato misure per incrementare la disponibilità di garanzie. In particolare le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni annunciate l'8 dicembre 2011 hanno avuto un impatto significativo nel 2012¹. La prima di queste operazioni, condotta il 21 dicembre 2011, ha fornito 489,2 miliardi di euro alle banche, mentre la seconda, del 29 febbraio 2012, ne ha offerti 529,5 miliardi. Tenendo conto delle altre operazioni di rifinanziamento, la liquidità netta immessa tramite le due ORLT a tre anni è stata pari a circa 500 miliardi di euro. Insieme alle iniziative di riforma intraprese da diversi paesi dell'area dell'euro e ai progressi compiuti nel rafforzamento dell'assetto di *governance* economica dell'area, queste operazioni hanno contribuito a migliorare il contesto finanziario nei primi mesi del 2012 e ad allentare le tensioni nei mercati monetari durante l'intero anno (cfr. anche il riquadro 2).

Il Consiglio direttivo ha inoltre annunciato che l'Eurosistema avrebbe continuato a fornire liquidità alle banche tramite procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto almeno fino alla metà del 2013. Ha altresì adottato una serie di modifiche ai criteri di idoneità delle garanzie e alle misure di controllo dei rischi a febbraio, giugno e settembre 2012, al fine di ampliare la gamma di garanzie stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Infine, a dicembre la BCE ha annunciato di prorogare fino al 1° febbraio 2014 gli accordi di scambio di liquidità (linee di *swap*) in valuta conclusi con altre banche centrali.

MISURE AD HOC PER AFFRONTARE LE DISFUNZIONI NEI MERCATI DEI TITOLI DI STATO

Dopo un periodo di calma nei primi mesi del 2012, le condizioni nei mercati del debito sovrano sono tornate a deteriorarsi verso la metà dell'anno. L'andamento ha rispecchiato principalmente la percezione di una mancanza di determinazione da parte dei governi ad intraprendere gli interventi necessari per risolvere la crisi e attuare gli accordi conclusi a livello europeo. L'attenzione dei mercati si è concentrata sulle potenziali ripercussioni dell'incertezza riguardo alla situazione economica in Grecia e sugli sviluppi in Spagna e Italia, impegnate a fronteggiare i timori sulla sostenibilità del debito pubblico e le difficoltà di provvista sul mercato. Questi timori hanno dato luogo a premi per il rischio eccezionalmente elevati, connessi in particolare con le inquietudini infondate degli investitori circa la reversibilità dell'euro. I differenziali di prezzo dei titoli di Stato si sono ampliati fino a luglio del 2012 (cfr. figura 2).

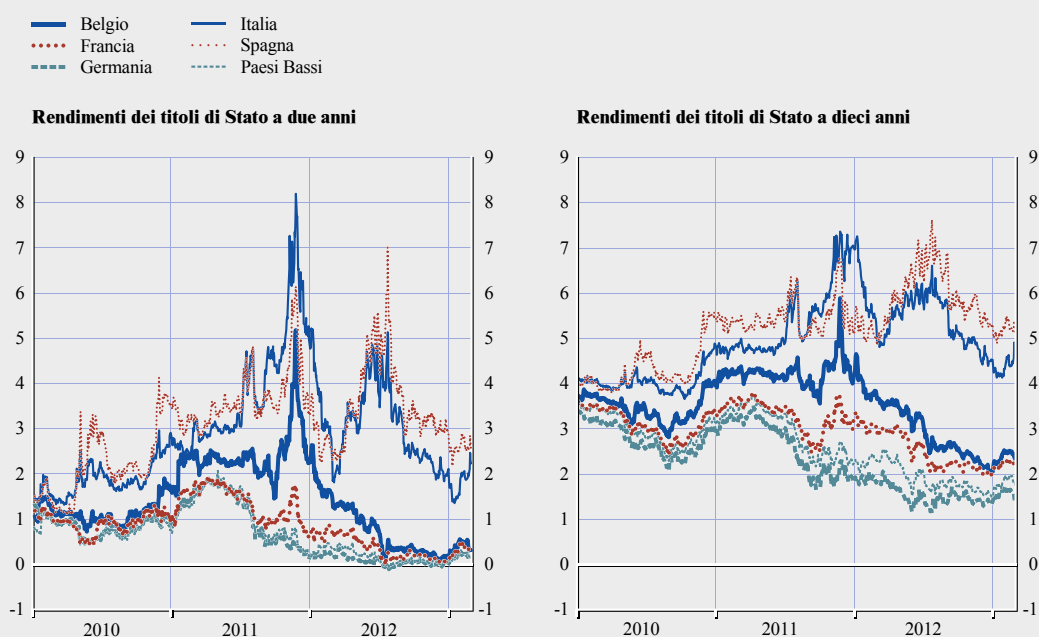
Per affrontare le gravi distorsioni nella determinazione dei prezzi dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha annunciato di essere pronto a condurre operazioni definitive monetarie (ODM) nei mercati secondari relativamente ai titoli di Stato dell'area. Le ODM sono state annunciate ad agosto 2012 e a settembre sono stati forniti ulteriori dettagli sulle modalità di attuazione². Nel contempo la BCE ha annunciato che avrebbe messo termine al Programma per il mercato dei titoli finanziari avviato a maggio del 2010.

1 Per una descrizione dettagliata delle misure adottate a dicembre 2011, cfr. il riquadro *Ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011*, nel numero di dicembre 2011 del Bollettino mensile della BCE.

2 Per una descrizione dettagliata delle misure decise a settembre del 2012, cfr. il riquadro *Misure di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo il 6 settembre 2012*, nel numero di settembre 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 2 Rendimenti dei titoli di Stato a due e dieci anni di alcuni paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Thomson Reuters.

Le ODM non sono state ancora attivate ma l'Eurosistema è pronto ad attuarle a determinate condizioni (come descritto in maggior dettaglio nella sezione 1.1 del capitolo 2). Il Consiglio direttivo valuterà in maniera indipendente la conduzione di ODM, ove risultino necessarie da una prospettiva di politica monetaria nell'eventualità di una frammentazione del mercato. Le ODM sono finalizzate a sostenere il meccanismo di trasmissione in tutti i paesi dell'area dell'euro e l'unicità della politica monetaria. Esse forniscono un meccanismo di sostegno del tutto efficace per scongiurare scenari nefasti, suscettibili di porre sfide potenzialmente impegnative per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Le decisioni relative alle ODM hanno concorso ad attenuare le tensioni nei mercati finanziari e a ridurre l'incertezza e il rischio di eventi a bassa probabilità ma a elevato impatto nella seconda metà del 2012. Hanno altresì contribuito a un generale miglioramento delle condizioni di finanziamento, come evidenziano sia il calo dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi in difficoltà (cfr. figura 2), sia le nuove emissioni obbligazionarie di banche, società e amministrazioni pubbliche che per un certo periodo non avevano avuto accesso al mercato.

Nondimeno, la situazione resterà fragile finché le cause di fondo dell'attuale crisi non saranno affrontate pienamente. Ciò può essere conseguito unicamente dai governi, i quali devono assicurare la sostenibilità del debito pubblico, rendere più competitive le proprie economie, rafforzare la capacità di tenuta dei rispettivi sistemi bancari e continuare a migliorare l'assetto istituzionale dell'UEM.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

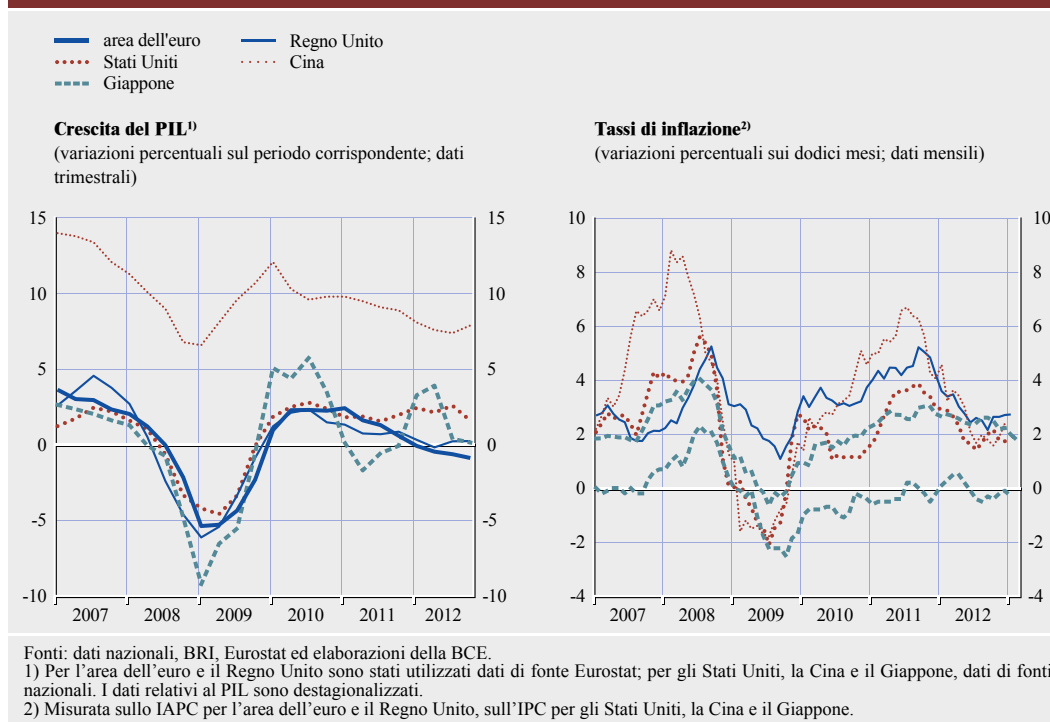
INDEBOLIMENTO DELLA CRESCITA MONDIALE NEL 2012

Agli inizi del 2012 gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalavano per il primo trimestre dell'anno una prosecuzione della fase di consolidamento della crescita su scala internazionale che aveva contraddistinto gli ultimi tre mesi del 2011: in febbraio l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è stato pari a 54,5, contro una media di 52,1 nel quarto trimestre dello scorso anno. Il miglioramento del clima di fiducia è stato tuttavia transitorio e seguito da un nuovo deterioramento, secondo un profilo simile a quello osservato nel 2011. Nelle economie avanzate l'attività ha rallentato, con l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari e della crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell'area dell'euro, e l'incertezza è rimasta persistentemente elevata. Le perduranti azioni di risanamento dei bilanci sia pubblici sia privati, oltre che la debolezza del mercato immobiliare e del lavoro, hanno continuato ad agire da freno. Anche diverse economie emergenti hanno registrato un calo del ritmo di espansione, che si è tuttavia mantenuto robusto nel confronto con i paesi avanzati. Tale rallentamento va ricondotto alla crescita dell'incertezza e alle misure di inasprimento adottate in precedenza in diverse economie, oltre che ai disordini sociali e alle tensioni geopolitiche in alcuni paesi del Medio Oriente e del Nord Africa.

Alla metà del 2012 le decisioni dei leader europei, compresa l'approvazione del regime comune di vigilanza del settore bancario, hanno concorso ad attenuare le incertezze in alcuni ambiti e il clima di fiducia su scala internazionale ha iniziato a mostrare segnali di stabilizzazione, benché su livelli molto bassi. Nel secondo semestre dell'anno l'attività è stata tuttavia frenata dai rincari dei beni energetici dovuti a interruzioni nella fornitura di petrolio, dai perduranti timori circa la risoluzione delle questioni connesse al debito sovrano e alla *governance* nell'area dell'euro, dalle incertezze in merito all'inasprimento fiscale e dall'innalzamento del massimale del debito pubblico negli Stati Uniti. Nell'insieme, la crescita mondiale è rimasta debole e la ripresa lenta. Alla fine del 2012 sia i dati disponibili sia gli indicatori delle indagini congiunturali evidenziavano segnali molto incerti di miglioramento.

Il rallentamento del commercio mondiale iniziato nel 2010 si è intensificato nel corso del 2012: i dati del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis segnalano una crescita del volume totale degli scambi di appena il 2,2 per cento nel 2012, in calo rispetto al 5,8 del 2011. Nel corso del 2012, le importazioni hanno rallentato molto più dell'attività complessiva. I livelli elevati d'incertezza – specialmente in Europa – e la debolezza del clima di fiducia avrebbero frenato la domanda di beni durevoli e di investimento, influenzando sui flussi di commercio internazionale. Questo ultimo potrebbe avere altresì risentito di alcuni fattori strutturali (cfr. anche il riquadro 1), segnalando il rischio che la debolezza dell'interscambio commerciale possa essere durevole. Verso la fine del 2012, gli indicatori delle indagini congiunturali continuavano a mostrare una dinamica fiacca degli scambi, in un contesto in cui il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero erano rimasti al di sotto del valore soglia tra espansione e contrazione negli ultimi nove mesi dell'anno.

Figura 3 Principali andamenti di alcune economie



Il tasso di disoccupazione si è mantenuto elevato nell'area dell'OCSE durante il 2012. Le statistiche generali nascondono andamenti divergenti nelle principali economie avanzate e più in particolare un calo negli Stati Uniti, in Canada e in Giappone e un perdurante aumento nell'area dell'euro.

Con riferimento ai prezzi, nelle economie avanzate l'inflazione sui dodici mesi ha registrato un calo graduale nel corso del 2012 se si eccettua il lieve aumento dei prezzi al consumo osservato tra agosto e ottobre come conseguenza principale dell'evoluzione dei corsi dei beni energetici (cfr. figura 3). Nell'insieme, l'ampio margine di capacità inutilizzata e l'andamento stagnante della ripresa nelle economie avanzate hanno mantenuto le spinte inflazionistiche di fondo entro livelli contenuti. Nei paesi dell'OCSE l'indice dei prezzi al consumo è aumentato mediamente del 2,2 per cento nel 2012 (in calo rispetto al 2,9 del 2011), mentre il tasso medio d'inflazione calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito all'1,8 per cento (dall'1,6 del 2011). L'inflazione sui dodici mesi è diminuita notevolmente in Cina e in misura più moderata nelle altre economie emergenti nel corso del 2012, a seguito di un contesto mondiale debole che ha moderato le pressioni al rialzo sui prezzi.

Riquadro I

I MOTIVI ALLA BASE DELLA RECENTE DECELERAZIONE DELL'INTERSCAMBIO MONDIALE

La crescita del commercio internazionale ha subito un generale rallentamento negli ultimi due anni, in presenza di una serie di shock per l'economia globale: il deterioramento del clima di fiducia di consumatori e imprese come conseguenza della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, la riduzione della leva finanziaria e, su scala regionale, i problemi provocati dal terremoto in Giappone e dalla "Primavera araba". La crescita annuale delle importazioni mondiali si è ridotta nelle economie sia avanzate sia emergenti (cfr. figura A). La crescita dell'interscambio globale è scesa non soltanto in termini assoluti, ma anche rispetto all'attività economica mondiale. Il rapporto medio tra crescita delle importazioni e del PIL mondiale, pari a 1,8 nel periodo compreso tra il 1982 e il 2007, è sceso a 1,0 nella seconda metà del 2011 e nella prima del 2012 (cfr. la tavola).

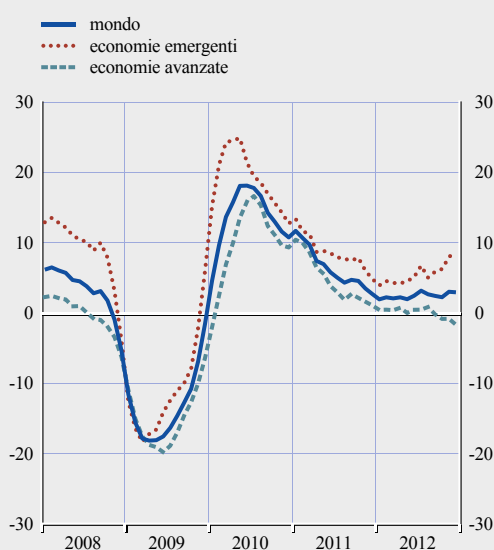
Perché il rallentamento recente è stato maggiore di quanto suggerito dal rapporto di lungo periodo tra la crescita del commercio e quella del PIL? In primo luogo, la flessione è stata particolarmente pronunciata nelle economie avanzate e riconducibile in misura significativa agli andamenti nell'area dell'euro. In secondo luogo, in alcune regioni il calo del prodotto ha riflesso quello di componenti della domanda con un contenuto di importazioni relativamente elevato (vale a dire, investimenti fissi e scorte). Infine, vi sono alcune evidenze che il ridimensionamento del credito al commercio potrebbe altresì avere agito da freno sull'interscambio mondiale.

Andamenti del commercio su scala regionale

Il rallentamento dei flussi commerciali, seppur diffuso, si è notevolmente diversificato fra le varie regioni. Il rapporto tra crescita delle importazioni e crescita del PIL su scala internazionale è

Figura A Importazioni mondiali di merci

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Note: i dati sono calcolati come medie mobili a tre mesi.
L'osservazione più recente è relativa a dicembre 2012.

Rapporto fra crescita delle importazioni ed espansione del PIL

	1982-2007	2011 1° sem.	2011 2° sem.	2012 1° sem.
Mondo	1,8	1,7	1,0	1,0
Economie avanzate	2,9	4,9	1,2	1,1
Economie avanzate esclusi area dell'euro e Giappone	1,9	2,1	1,7	1,6
Economie emergenti	1,5	1,5	1,0	1,1

Fonti: Haver Analytics, FMI ed elaborazioni della BCE.

sceso dal 1,7, nella prima metà del 2011, a 1,0 nei 12 mesi successivi, riducendosi nelle economie avanzate più che in quelle emergenti (cfr. figura A). Un'importante ragione di questo risultato risiede nel significativo indebolimento della crescita di importazioni osservato nell'area dell'euro dalla metà del 2011, che rappresentano circa il 50 per cento di quelle di tutti i paesi avanzati. Dalla seconda metà del 2011, la decelerazione del PIL dell'area dell'euro è stata inferiore a quella delle importazioni e la quota dell'area sul totale del PIL dei paesi avanzati è scesa a circa il 30 per cento. Se si escludono l'area dell'euro e il Giappone (dove il PIL e il commercio hanno risentito della calamità naturale del 2011), l'indebolimento relativo dell'interscambio nelle economie avanzate appare molto meno pronunciato. Anche in molti paesi emergenti, in particolare nell'Europa centrale e orientale, la crescita delle importazioni è risultata significativamente più debole di quella del prodotto.

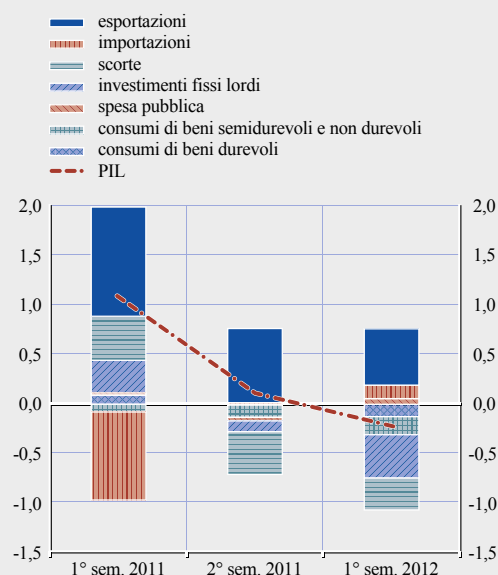
Il ruolo della debolezza degli investimenti

Una spiegazione del calo del rapporto fra crescita delle importazioni e crescita del PIL nel 2012 risiede nel minore contributo all'espansione del prodotto fornito da componenti della domanda con un contenuto di importazioni relativamente elevato (scorte, investimenti fissi e consumo di beni durevoli)¹. Stime di Bussière *et al.* relative alle economie dell'OCSE mostrano come nel 2005 il contenuto medio di importazioni degli investimenti, delle esportazioni, dei consumi privati e della spesa pubblica fosse rispettivamente pari al 32, 28, 25 e 10 per cento. Il contenuto di importazioni delle esportazioni è particolarmente elevato nelle piccole economie aperte e nei paesi, come molti di quelli che si trovano nell'Asia orientale, fortemente integrati all'interno di reti di produzione verticali.

Dalla seconda metà del 2011, gli investimenti fissi e le scorte hanno fornito un contributo negativo all'espansione del prodotto nell'area dell'euro e ciò contribuisce a spiegare il calo significativo del rapporto tra crescita delle importazioni e crescita del PIL. Le scorte hanno contribuito positivamente per quasi mezzo punto percentuale nella prima metà del 2011, ma nella seconda parte dell'anno e nei primi sei mesi del 2012 sono calate e nello stesso periodo anche gli investimenti fissi si sono ridotti (cfr. figura B). Il consumo di beni

Figura B Contributi alla crescita del PIL dell'area dell'euro

(variazioni percentuali su sei mesi; punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

Nota: le elaborazioni della BCE si basano su dati relativi a Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi e Finlandia.

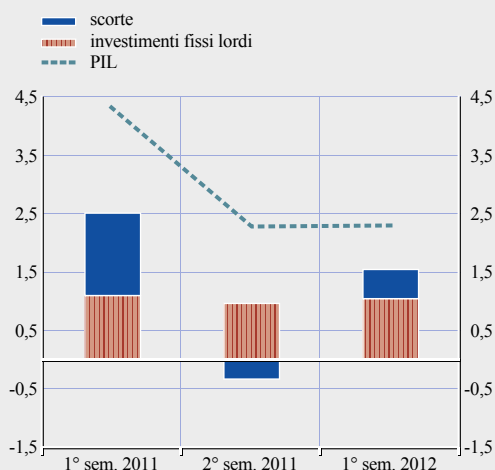
¹ Cfr. Alessandria, G., Kaboski, J. e Midrigan, V., "The great trade collapse of 2008-09: An inventory adjustment?", *IMF Economic Review*, vol. 58, n. 2, pagg. 254-294, 2010; Alessandria, G., Kaboski, J. e Midrigan, V., "US trade and inventory dynamics", *American Economic Review*, vol. 101, numero 3, pagg. 303-307, 2011; Anderton, R. e Tewolde, T., "The global financial crisis: trying to understand the global trade downturn and recovery", *Working Paper Series*, n. 1370, BCE, agosto 2011; Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., "Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-09", *NBER Working Paper Series*, n. 17712, National Bureau of Economic Research, 2011.

durevoli – che rispetto a quelli non durevoli si caratterizzano per un maggior contenuto di beni intermedi importati – è diminuito assieme agli investimenti, seppur in misura inferiore.

Nelle economie di mercato emergenti le scorte hanno subito un lieve ridimensionamento nella seconda metà del 2011, per poi evidenziare una leggera ripresa nel primo semestre del 2012 (cfr. figura C). Tali andamenti hanno approssimativamente coinciso con la flessione del rapporto tra crescita delle importazioni e crescita del PIL. Negli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, le scorte hanno fornito un contributo alla crescita lievemente più negativo che nelle altre economie emergenti e tale andamento è proseguito nella prima metà del 2012. L'indebolimento relativo della crescita del commercio rispetto a quella del PIL nei mercati emergenti può altresì essere ascrivito in parte al calo delle esportazioni verso le economie avanzate, come ad esempio l'area dell'euro, poiché anche le esportazioni costituiscono una componente della domanda con un contenuto relativamente elevato di importazioni.

Figura C Contributo degli investimenti fissi e delle scorte alla crescita in alcune economie emergenti

(variazioni percentuali su sei mesi; punti percentuali)



Fonte: Haver Analytics.

Nota: le elaborazioni della BCE si basano su dati relativi a Argentina, Brasile, Corea del Sud, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Taiwan, Thailandia, Turchia e Ungheria.

Riscontri contrastanti dell'impatto del credito al commercio e del protezionismo commerciale

Tra le possibili spiegazioni del recente indebolimento della crescita del commercio mondiale vengono spesso citati due altri fattori, il primo dei quali è costituito dalla disponibilità di credito al commercio. Stime dell'*Institute of International Finance*² evidenziano un calo significativo di valore dei flussi collegati ai finanziamenti commerciali dalla fine del 2011, concentrato tra le banche dell'area dell'euro. La riduzione di tali flussi ha coinciso con un ridimensionamento della crescita dei volumi mondiale di scambi commerciali, ma è stata relativamente maggiore nel caso delle banche dell'area dell'euro e questo potrebbe parzialmente riflettere la riduzione della leva finanziaria e il rientro dal comparto dei prestiti transfrontalieri da parte delle banche dell'area.

Quanto alla misura in cui il calo del credito al commercio sia dovuto alla flessione della domanda piuttosto che al ridimensionamento dell'offerta, i riscontri disponibili sono contrastanti. L'indagine prospettica *ICC-IMF Market Snapshot* (gennaio 2012) è giunta alla conclusione che sia la domanda sia l'offerta avrebbero avuto un impatto negativo sui prestiti commerciali nel 2012. Un numero significativo di partecipanti all'indagine ha indicato che il minor credito o la minore liquidità disponibile presso la banca propria (73 per cento) o controparte (89 per cento) avrebbe influito almeno in qualche misura sulle loro attività connesse al finanziamento delle operazioni commerciali. Il 78 per cento ha inoltre affermato che una flessione della domanda di

² *Capital Markets Monitor*, Institute of International Finance, settembre 2012.

credito al commercio avrebbe contribuito al deterioramento delle attività connesse. Tra le regioni, dall'indagine è emerso che la disponibilità di prestiti commerciali era inferiore nell'Africa subsahariana, nell'Europa centrale e orientale e in America latina.

D'altro canto è improbabile che il protezionismo – di norma in crescita nelle fasi di rallentamento dell'economia mondiale – abbia avuto un impatto significativo sul commercio internazionale. Calcoli degli esperti della BCE³ mostrano che la crisi ha visto aumentare il protezionismo commerciale, ma che dal 2009 quasi tutti i governi hanno rallentato il ritmo di adozione di misure in questo senso. Il rapporto tra i nuovi provvedimenti di restrizione e quelli di liberalizzazione degli scambi è sceso, da oltre otto agli inizi del 2009, a circa due nel primo trimestre del 2012. Gli esperti della BCE stimano altresì che, dopo un picco nel 2008-2009, il numero complessivo di ostacoli temporanei al commercio, posti in essere dalle economie del G20, nel periodo 2010-2011 si è riallineato alla sua tendenza di lungo periodo⁴.

³ In base a statistiche del *Global Trade Alert*, corrette per i ritardi di segnalazione.

⁴ In base alle statistiche contenute nella banca dati sugli ostacoli temporanei agli scambi (*Temporary Trade Barriers Database*) della Banca mondiale.

STATI UNITI

Nel 2012 l'economia statunitense ha continuato a recuperare, crescendo a tassi superiori rispetto all'anno precedente. Il tasso di crescita del PIL in termini reali è salito al 2,2 per cento, dall'1,8 del 2011. La crescita economica è stata lenta nella prima metà del 2012: hanno contribuito a tale andamento i timori circa le prospettive economiche mondiali, la contrazione della spesa pubblica e la decelerazione di gran parte delle altre componenti della domanda interna. Nel secondo semestre ha acquisito un certo slancio grazie alla tenuta della spesa per consumi personali, che è stata sorretta principalmente dagli effetti di ricchezza riconducibili ai perduranti aumenti dei corsi azionari e al miglioramento del mercato delle abitazioni, oltre che dal livello elevato degli indicatori del clima di fiducia. Anche la forte espansione degli investimenti privati nell'edilizia residenziale, di riflesso al miglioramento sostenuto del mercato immobiliare, hanno concorso all'accelerazione del PIL. Nonostante lo stallo politico riguardante l'inasprimento fiscale previsto per gli inizi del 2013, gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale e il processo di accumulo delle scorte hanno fornito un contributo positivo alla crescita. La spesa pubblica ha invece avuto un impatto negativo nel 2012, in particolare come conseguenza della sua brusca contrazione nel comparto della difesa nel quarto trimestre. Il contributo dell'interscambio netto è stato neutrale. Il disavanzo corrente è rimasto pari al 3,1 per cento del PIL nei primi tre trimestri del 2012, invariato rispetto al 2011. Per quanto concerne il mercato del lavoro, la crescita dell'occupazione si è lievemente rafforzata rispetto all'anno precedente e il tasso di disoccupazione è di conseguenza sceso all'8,1 per cento nel 2012 (dall'8,9 del 2011).

Nel 2012 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stata mediamente pari al 2,1 per cento, in calo rispetto al 3,2 per cento del 2011. Nella prima metà dell'anno è diminuita in misura significativa, riflettendo la caduta dei prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari. Ad agosto i corsi dei beni energetici hanno tuttavia ripreso a crescere e l'inflazione è aumentata fino a ottobre, per poi tornare a scendere fino alla fine dell'anno. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito al 2,1 per cento nella media del 2012 (dall'1,7 del 2011) come conseguenza degli aumenti sostenuti del costo degli alloggi, dei servizi sanitari e dell'abbigliamento.

Il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha mantenuto inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra lo 0 e lo 0,25 per cento per tutto il 2012 in un contesto di crescita moderata dell'economia e dell'occupazione, elevata disoccupazione e prospettive di inflazione contenuta nel medio periodo. A giugno 2012 il FOMC ha deliberato di estendere fino alla fine dell'anno (invece che interromperlo alla fine del mese) il suo programma di allungamento della scadenza media dei titoli da esso detenuti (frequentemente chiamato "Operation Twist") e la politica di reinvestimento dei proventi in conto capitale relativi agli strumenti di debito e ai mutui cartolarizzati (*mortgage-backed securities*, MBS) garantiti dalle agenzie. A settembre 2012 ha introdotto una terza serie di misure di allentamento quantitativo (nota come "QE3") per stimolare ulteriormente l'economia. Ha inoltre previsto di acquistare ulteriori MBS delle agenzie per un valore di 40 miliardi di dollari statunitensi al mese. Con tali azioni il FOMC ha inteso esercitare pressioni al ribasso sui tassi d'interesse a più lungo termine, sostenere i mercati dei mutui ipotecari e rendere più accomodanti le condizioni dei mercati finanziari. Esso ha altresì anticipato che valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Funds sarebbero stati verosimilmente garantiti "almeno fino alla metà del 2015" e non più, come dichiarato a gennaio 2012, "almeno fino alla fine del 2014". A dicembre 2012 ha deciso di proseguire con gli acquisti di titoli del Tesoro a più lunga scadenza per 45 miliardi di dollari statunitensi al mese dopo la conclusione del programma "Operation Twist" a fine anno, accrescendo di conseguenza il bilancio della Federal Reserve. Ha inoltre annunciato che la *guidance* sul tasso ufficiale non sarebbe più stata fornita in termini di date ma di risultati e ha previsto che siano giustificati valori eccezionalmente bassi di tale tasso almeno fino a quando la disoccupazione si manterrà al di sopra del 6,5 per cento, l'inflazione attesa a uno-due anni non sarà prevista superiore al 2,5 per cento e le aspettative di inflazione a più lungo termine resteranno ben ancorate.

Per quanto concerne la politica fiscale, il disavanzo del bilancio federale è sceso al 7,0 per cento del PIL nel 2012, dall'8,7 dell'anno precedente. Ciò ha determinato un ulteriore aumento del debito federale collocato sul mercato, al 73 per cento del PIL alla fine del 2012, dal 68 dello stesso periodo dell'anno precedente. Nel corso del 2012, la mancanza di consenso circa le misure necessarie per evitare agli inizi del 2013 il previsto inasprimento fiscale ("fiscal cliff") – comprendente aumenti delle imposte e una riduzione automatica della spesa – ha fatto salire l'incertezza su livelli insolitamente elevati. Ai primi di gennaio 2013 è stato raggiunto un accordo politico sulla riforma della spesa e delle tasse con l'approvazione, da parte del Congresso, dell'*American Taxpayer Relief Act* che ha evitato in parte un inasprimento considerevole della politica di bilancio. L'accordo ha tuttavia riguardato il lato delle entrate, mentre le decisioni in materia di riforma della spesa sono state rimandate di due mesi. In questo contesto non è stata affrontata la questione degli squilibri fiscali a lungo termine e le prospettive a breve termine sono state di conseguenza caratterizzate da notevole incertezza.

GIAPPONE

Nel 2012 la crescita dell'economia giapponese ha evidenziato una elevata volatilità dovuta alla considerevole incertezza circa gli andamenti mondiali e le politiche nazionali. Nel primo trimestre è stata solida, grazie principalmente alla robusta domanda interna. Un contributo positivo è provenuto sia dalla domanda del settore pubblico ascrivibile all'opera di ricostruzione nel periodo successivo al terremoto e allo tsunami del 2011 sia dalla domanda di consumi privati, favorita in parte dalle sovvenzioni all'acquisto di veicoli ecologici. A partire dal secondo trimestre, l'economia ha subito una contrazione in presenza di un indebolimento della domanda mondiale. Per motivi in parte riconducibili al vigore dello yen, il saldo di conto corrente è diventato negativo per la prima volta dall'inizio della serie nel 1985. Assieme alla dinamica modesta della domanda interna, la decelerazione della domanda estera ha indebolito considerevolmente la crescita nel terzo trimestre.

Alla fine dell'anno l'economia è rimasta debole sebbene i consumi privati, siano tornati a crescere in presenza di un indebolimento dello yen. L'inflazione sui dodici mesi è stata positiva nella prima metà dell'anno, per poi passare in territorio negativo nella seconda. Il tasso di fondo (calcolato al netto degli alimentari, delle bevande e dei beni energetici) è rimasto inferiore allo zero per tutto il 2012.

Tenuto conto dei deboli andamenti economici e della deflazione, la Banca del Giappone ha mantenuto l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight*, non garantiti da collaterale, invariato entro un intervallo compreso fra zero e 0,1 per cento. Nel corso dell'anno, la banca centrale ha annunciato incrementi del proprio programma di acquisto di attività per un totale complessivo di circa 46.000 miliardi di yen e ha prorogato il termine dello stesso alla fine del 2013. Ha inoltre modificato il programma di prestiti agevolati alle banche commerciali (*Growth-Supporting Funding Facility*), introducendo un programma di stimolo all'erogazione di credito bancario (*Stimulating Bank Lending Facility*) inteso a fornire fondi illimitati alle banche sotto forma di prestiti di entità corrispondente all'aumento dei rispettivi impieghi netti. A gennaio 2013 la Banca del Giappone ha altresì annunciato l'introduzione di un obiettivo per la stabilità dei prezzi pari al 2 per cento, in sostituzione dell'obiettivo di inflazione dell'1 per cento stabilito a febbraio 2012. Ha inoltre deciso di applicare il cosiddetto "metodo aperto" al suo programma di acquisto di attività finanziarie a decorrere da gennaio 2014. Nonostante l'approvazione di un aumento graduale dell'IVA (dal 5 al 10 per cento) a partire dal 2014, le azioni di risanamento in Giappone sono state contenute. Il disaccordo in merito a un progetto di legge per il finanziamento del debito tra le due camere della Dieta è stato superato con le nuove elezioni di dicembre, che hanno portato a un cambiamento del governo e all'approvazione del progetto di legge.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'economia ha decelerato ulteriormente nel 2012 e la crescita del PIL sul periodo corrispondente è scesa al 5,9 per cento, lievemente al di sotto della media di lungo periodo. Le esportazioni hanno rallentato in misura significativa, in un contesto in cui l'indebolimento in Europa e nelle altre economie avanzate ha contribuito a una diffusa contrazione degli scambi. Anche se l'orientamento più restrittivo delle politiche monetarie e del credito nel corso del 2011 e agli inizi del 2012 ha leggermente frenato la domanda interna, la spesa ha in generale continuato a evidenziare una certa tenuta in presenza di una robusta espansione del credito e di un aumento dei prezzi degli immobili residenziali in diversi paesi. Nelle economie emergenti dell'Asia l'inflazione si è moderata nel 2012. Il calo dei prezzi dei beni alimentari su scala internazionale ha concorso ad abbassare i tassi di inflazione generale e l'indebolimento dell'attività ha altresì attenuato le spinte al rialzo sui prezzi. Alla luce del deterioramento dell'attività e dell'interscambio, oltre che del calo dell'inflazione, alcune banche centrali hanno interrotto o addirittura invertito il ciclo di inasprimento monetario iniziato nella seconda metà del 2010 e questo ha contribuito a restituire slancio alla crescita verso la fine dell'anno.

In Cina la crescita del PIL in termini reali è scesa al 7,8 per cento nel 2012, dal 9,3 del 2011. Debole agli inizi dell'anno, ha messo a segno una robusta ripresa nel secondo semestre grazie al sostegno offerto dalla domanda interna. I consumi e gli investimenti hanno contribuito quasi in egual misura, mentre le esportazioni nette hanno avuto un impatto lievemente negativo. La domanda interna è stata sorretta dagli investimenti in infrastrutture pubbliche e da condizioni di finanziamento accomodanti. L'attività nel settore delle costruzioni è aumentata verso la fine dell'anno, in presenza di un recupero del mercato delle abitazioni dopo il lieve rallentamento del primo semestre. L'inflazione è diminuita nel corso del 2012 sulla scia del calo dei prezzi dei beni alimentari, collocandosi al 2,6 per cento nel 2012 (dal 5,4 del 2011). Per le deboli prospettive nella parte precedente dell'anno, sia a febbraio sia a maggio le autorità hanno abbassato di mezzo punto

percentuale l'aliquota di riserva obbligatoria per le banche. Analogamente, i tassi di riferimento a un anno sui prestiti e sui depositi sono stati abbassati a giugno e luglio per un totale complessivo rispettivamente pari a 56 e 50 punti base. Nel quadro della riforma del settore finanziario in atto, è stato concesso alle banche un margine di manovra maggiore nella definizione dei tassi di interesse attivi e passivi. Nella seconda metà del 2012, in un contesto in cui i flussi di capitali netti sono diventati negativi e le riserve ufficiali si sono stabilizzate, la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha iniziato ad accrescere notevolmente il ricorso alle operazioni di mercato aperto per orientare le condizioni di liquidità. Data la debolezza dell'economia mondiale, le esportazioni – per lo più verso l'area dell'euro, ma anche verso il Giappone – hanno rallentato durante gran parte del 2012. Poiché le importazioni hanno decelerato più delle esportazioni, l'avanzo commerciale è salito a 232,8 miliardi di dollari statunitensi (da 157,9 miliardi nel 2011). Fra la fine del 2011 e quella del 2012 il renminbi si è apprezzato dell'1,7 per cento in termini effettivi nominali e del 2,2 per cento in termini effettivi reali nonostante un indebolimento temporaneo durante l'estate. Alla fine del 2012 le riserve ufficiali cinesi erano salite a 3.300 miliardi di dollari statunitensi, da 3.200 a dicembre 2011.

AMERICA LATINA

Nel 2012 l'attività economica in America latina ha nell'insieme rallentato, sulla scia della minore domanda estera e di alcuni segnali di debolezza della domanda interna in diversi paesi. Inoltre, le prospettive meno favorevoli per l'economia mondiale hanno provocato una riduzione dei prezzi delle materie prime e un deterioramento delle ragioni di scambio delle economie esportatrici delle stesse, cui sono riconducibili circa tre quarti del prodotto della regione. Per l'insieme dell'America latina, la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 3,1 per cento nella prima metà del 2012 (contro una media del 4,5 per cento nel 2011). I consumi privati, che pure hanno subito una lieve decelerazione, sono rimasti il motore principale della crescita. Anche i consumi collettivi hanno fornito un contributo positivo, seppur inferiore. Un impatto negativo è stato invece esercitato dalle esportazioni nette, che hanno risentito del rallentamento dell'economia mondiale, e dagli investimenti, che sono stati scoraggiati dalle misure di inasprimento monetario adottate in precedenza. In particolare il Brasile, la più grande economia latino-americana, ha evidenziato una sostanziale decelerazione come conseguenza di un deterioramento della domanda estera superiore al previsto e della minore ripresa della domanda interna. Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,6 per cento sul periodo corrispondente nella prima metà del 2012, contro un tasso medio del 2,7 per cento nel 2011. Quanto all'inflazione, la moderazione della crescita economica e i ribassi dei prodotti energetici e dei beni alimentari hanno nell'insieme determinato un lieve allentamento delle spinte al rialzo sui prezzi nella prima metà del 2012. La media dell'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa dal 6,9 per cento nel 2011, al 6,2 per cento nel 2012.

Negli ultimi mesi del 2012 l'economia latino-americana ha acquisito un certo slancio, che ha riflesso il graduale miglioramento delle prospettive per l'economia mondiale e l'impatto delle misure di allentamento adottate in alcuni paesi. In Brasile, il deterioramento del contesto esterno e il calo dell'inflazione hanno indotto la banca centrale ad abbassare significativamente i tassi di interesse fra settembre 2011 e ottobre 2012 dopo i precedenti aumenti. Nel 2012 il Banco Central do Brasil ha ridotto i tassi di interesse di 375 punti base. Il mercato del lavoro, che aveva evidenziato una tenuta piuttosto buona nella prima metà del 2012, è migliorato ulteriormente nella seconda parte dell'anno registrando una crescita moderata dei nuovi posti di lavoro e un livello di disoccupazione relativamente basso. I mercati finanziari della regione sono generalmente rimasti stabili e il sistema bancario delle economie con un settore finanziario più sviluppato (Brasile, Messico e Cile) è rimasto stabile, redditizio e liquido.

VOLATILITÀ DEI CORSI DELLE MATERIE PRIME NEL 2012

Il prezzo del greggio di qualità Brent è rimasto complessivamente stabile nel corso del 2012, pur in presenza di livelli elevati di volatilità. Esso è sceso di quasi 40 dollari statunitensi per barile tra il massimo e il minimo nel periodo compreso tra metà marzo e fine giugno 2012, per poi risalire e stabilizzarsi attorno a 110 dollari al barile verso la fine dell'anno (cfr. figura 4). Il 2012 è stato altresì il secondo anno consecutivo in cui il prezzo annuo medio del Brent si è collocato al di sopra di 110 dollari al barile.

Come nel 2011, una combinazione di timori dal lato dell'offerta e fattori dal lato della domanda è all'origine delle marcate oscillazioni dei corsi petroliferi. Per quanto concerne l'offerta, le crescenti tensioni con l'Iran – che hanno raggiunto un culmine con l'annuncio dell'embargo statunitense ed europeo sulle importazioni di greggio dal paese – hanno fatto salire notevolmente i prezzi nel primo trimestre del 2012 ben prima dell'effettiva entrata in vigore dell'embargo il 1° luglio 2012. I prezzi sono rimasti alti anche in presenza di mercati sempre meglio forniti grazie all'incremento della produzione trainato dall'OPEC e riconducibile in particolare alla ripresa più rapida del previsto dell'attività estrattiva in Libia. L'aumento dell'offerta e l'accumularsi dei segnali di rallentamento della domanda mondiale, ulteriormente amplificati dalle rinnovate tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, hanno tuttavia finito per determinare un'inversione dei prezzi del greggio nel secondo trimestre dell'anno. Nella seconda metà dell'anno, nonostante la domanda sia rimasta, l'interruzione non prevista della fornitura da parte dei paesi non OPEC e le tensioni geopolitiche hanno sostenuto un rincaro delle quotazioni.

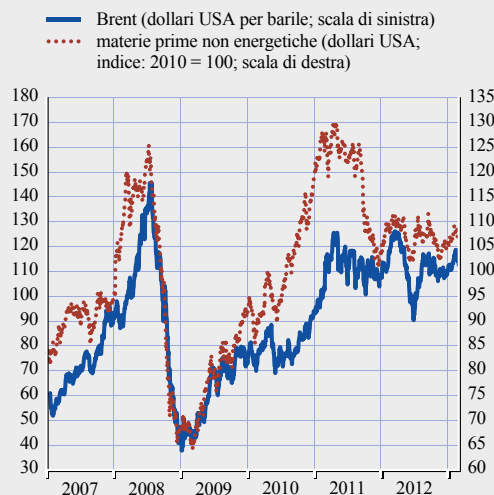
I prezzi delle materie prime non energetiche sono nell'insieme aumentati lievemente nel 2012 (cfr. figura 4), in presenza di una leggera volatilità, ma per l'intero anno si sono mantenuti ben al di sotto dei massimi giornalieri raggiunti nel 2008 e nel 2011. Le quotazioni dei metalli hanno risentito principalmente delle incertezze circa la crescita mondiale e quelle di alcune derrate alimentari, in particolare soia e cereali, hanno avvertito il forte impatto delle turbative nell'offerta riconducibili a fenomeni meteorologici. In termini aggregati, alla fine del 2012 i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano saliti dell'1,2 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO È RIMASTO SOSTANZIALMENTE INVARIATO NEL CORSO DELL'ANNO

Nel 2012 il tasso di cambio della moneta unica ha rispecchiato in larga misura l'evolversi delle percezioni degli operatori circa le prospettive economiche dell'area dell'euro e il mutare dei premi per il rischio connessi alla crisi del debito sovrano nell'area. L'euro si è lievemente apprezzato sia in termini effettivi nominali sia bilateralmente nei confronti del dollaro statunitense nel periodo fino ad aprile 2012, per poi indebolirsi come conseguenza delle rinnovate tensioni connesse alla risoluzione della crisi del debito sovrano nell'area. In particolare, tra aprile e luglio 2012 ha perso circa il 5 per cento in termini effettivi nominali e l'8 per cento sul dollaro statunitense. Tale tendenza si è arrestata e

Figura 4 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime

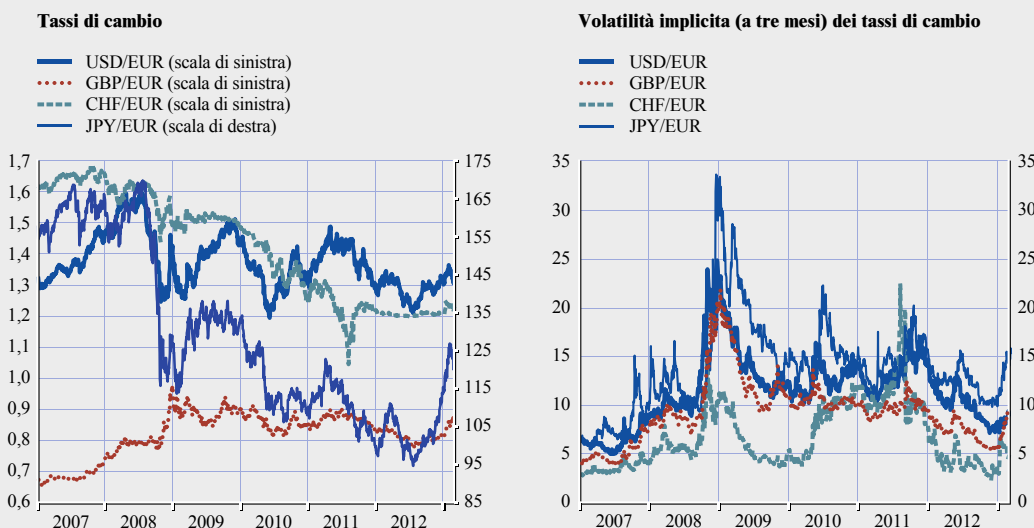
(frequenza giornaliera)



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

Figura 5 Tassi di cambio e volatilità implicite

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e BCE.

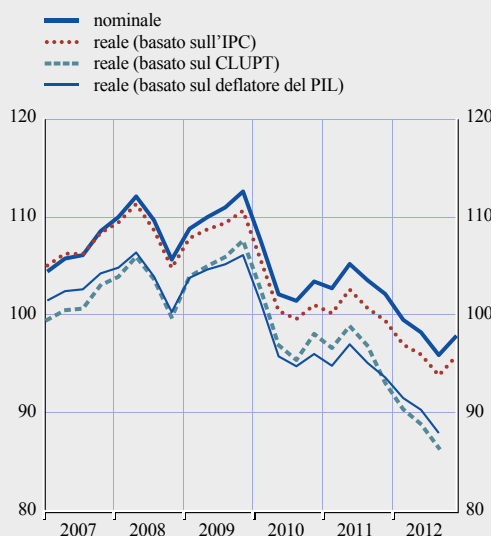
Nota: l'osservazione più recente è relativa al 1° marzo 2013.

successivamente invertita dopo la fine di luglio, quando la BCE ha ribadito l'irreversibilità della moneta unica e ha annunciato le operazioni monetarie definitive (OMD) dell'Eurosistema. Tra la fine di luglio e la fine di settembre l'euro ha evidenziato un netto rafforzamento, recuperando buona parte del terreno perduto in precedenza, in un contesto di sostanziale calo della volatilità. I movimenti del tasso di cambio dell'euro nell'ultima parte del 2012 sono stati contraddistinti da un contesto di stabilità, nel quale gli indicatori della volatilità sui mercati valutari si sono mantenuti prossimi ai livelli osservati prima della crisi finanziaria (cfr. figura 5).

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – è rimasto sostanzialmente invariato nel corso dell'anno (cfr. figura 6) e alla fine del 2012 era inferiore dello 0,4 per cento rispetto alla fine del 2011 e dell'1 per cento al suo livello medio dal 1999. Rispetto al dollaro statunitense, il 31 dicembre 2012 l'euro è stato scambiato a 1,32 dollari, un valore superiore di

Figura 6 Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE-20) nominali e reali¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-20 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni sono relative al quarto trimestre 2012, per i tassi nominali e reali basati sull'indice dei prezzi al consumo, e al secondo trimestre del 2012 per quelli reali basati sul PIL e sul CLUPT (costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia).

circa il 2 per cento rispetto a quello della fine del 2011 e inferiore del 5 per cento rispetto alla media del 2011.

Per quanto concerne le altre valute principali, l'euro ha registrato un sostanziale apprezzamento sullo yen giapponese. Ciò vale in particolare per la seconda metà del 2012, poiché le incertezze in Giappone hanno influito negativamente sul valore della divisa nazionale. Il 31 dicembre 2012 la moneta unica è stata quotata a 114 yen, un livello superiore del 13 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 2 per cento alla media del 2011. L'euro si è invece lievemente deprezzato sulla sterlina britannica e alla fine del 2012 è stato scambiato a 0,82 sterline, un valore inferiore di circa il 2 per cento a quello degli inizi dell'anno e del 6 per cento alla media del 2011.

Nel 2012 la moneta unica è rimasta stabile nei confronti del dollaro australiano e si è per contro deprezzata sul dollaro canadese, la corona norvegese e il won coreano (rispettivamente dell'1, 5 e 6 per cento). Ha invece messo a segno un apprezzamento rispetto alle divise asiatiche agganciate al dollaro statunitense, compreso il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong (rispettivamente dell'1 e 2 per cento).

Rispetto al franco svizzero, l'euro si è mantenuto su livelli prossimi al minimo di 1,20 franchi annunciato unilateralmente dalla Banca Nazionale Svizzera a settembre 2011 e difeso attraverso gli interventi della stessa nei mercati valutari durante il 2012. Il 30 dicembre 2012 la moneta unica era quotata a 1,21 franchi, un valore sostanzialmente invariato rispetto agli inizi dell'anno.

I tassi di cambio effettivi reali dell'euro calcolati con diversi indici di costo e di prezzo si sono indeboliti nei primi tre trimestri del 2012, per poi collocarsi su livelli inferiori a quelli della fine del 2011 (cfr. figura 6).

2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

L'ESPANSIONE MONETARIA SI È RAFFORZATA MODERATAMENTE

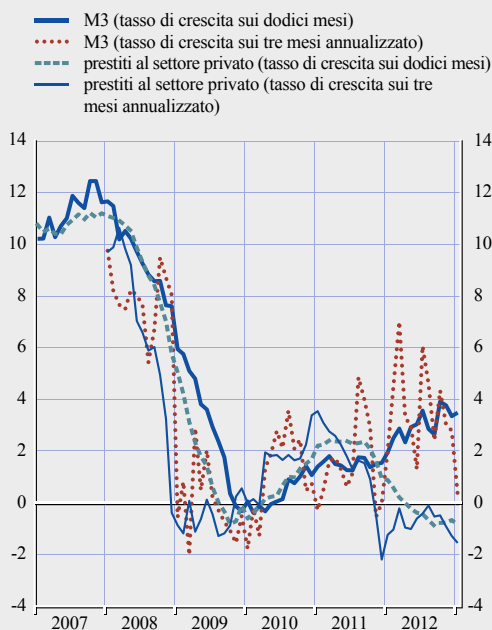
La crescita dell'aggregato monetario ampio M3 ha iniziato una ripresa nel corso del 2012, ma si è mantenuta su livelli contenuti. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 – pari all'1,5 per cento a dicembre 2011 – è salito a circa il 3,6 per cento a luglio 2012, per poi diminuire nuovamente fino a settembre. In dicembre, tuttavia, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 3,4 per cento. La notevole volatilità registrata dagli andamenti mensili nell'area dell'euro rispecchia principalmente la preferenza per la liquidità da parte del settore detentore di moneta, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse e, soprattutto fino ad agosto, da elevata incertezza. In questo senso, gli andamenti monetari hanno continuato ad essere influenzati dalla crisi del debito pubblico, che ha determinato riallocazioni di portafoglio da e verso le attività monetarie, soprattutto da parte di investitori istituzionali.

Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) ha segnato una flessione costante, collocandosi al -0,2 per cento a dicembre 2012, dall'1,2 di dicembre 2011. Di conseguenza, le divergenze che dagli inizi del 2012 avevano caratterizzato gli andamenti dei tassi di crescita sui dodici mesi della moneta e del credito al settore privato hanno continuato ad ampliarsi nel corso dell'anno (cfr. figura 7). Nel contempo, l'effetto delle misure non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo della BCE, in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012 (i cui effetti tuttavia si sono concretizzati solo con un certo ritardo) e l'annuncio

delle OMD hanno in parte alleviato le difficoltà di raccolta delle IFM. L'aumento della volatilità nei dati mensili della moneta e del credito è stato alimentato anche dagli andamenti delle operazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali, tradizionalmente incluse nel settore detentore di moneta. Ciò ha indotto la BCE a modificare il metodo di elaborazione delle statistiche relative all'aggregato monetario ampio e al credito al settore privato in modo da correggerle per le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali, con effetti a partire dai dati di fine agosto³. Inoltre, le modifiche del contesto normativo e l'incertezza riguardo ulteriori modifiche al quadro regolamentare hanno avuto un impatto sul sistema finanziario nel suo insieme, incidendo non solo sull'erogazione di prestiti delle IFM ma anche incentivando il sistema bancario a rafforzare la propria base di depositi. Nel complesso, guardando oltre la volatilità di breve periodo, gli andamenti di M3 e del credito indicano che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo si è leggermente rafforzato nel 2012, pur restando contenuto.

Figura 7 M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

LE CONSIDERAZIONI DI PORTAFOGLIO SONO STATE LA PRINCIPALE DETERMINANTE DEGLI ANDAMENTI DELLE COMPONENTI DI M3

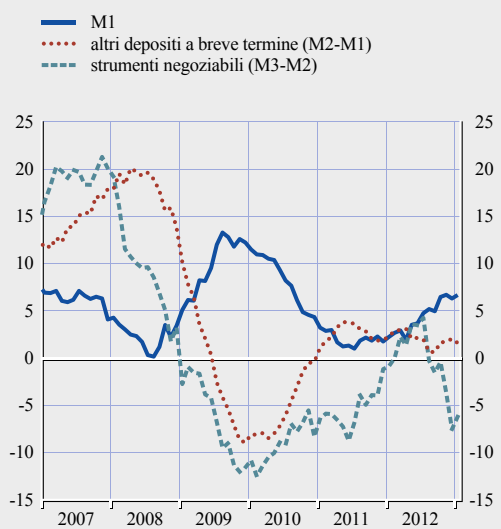
Per quanto concerne gli andamenti delle principali componenti di M3, a fronte del livello molto basso dei tassi di riferimento e di quelli di mercato, l'accresciuta incertezza nei mercati finanziari e la conseguente preferenza per depositi altamente liquidi si sono tradotte principalmente in un marcato aumento del tasso di crescita sui dodici mesi di M1, collocatosi al 6,3 per cento a dicembre 2012 (cfr. figura 8). Tali riallocazioni di portafoglio a sfavore di attività più rischiose sono state accompagnate anche da un calo della remunerazione offerta da pressoché tutte le attività incluse in M3, determinando quindi una riduzione del costo opportunità di detenere strumenti altamente liquidi (cfr. figura 9). Considerato il livello molto basso dei tassi di riferimento e di quelli di mercato, questa preferenza per i depositi liquidi è indicativa della costituzione di riserve di liquidità da parte del settore detentore di moneta, verosimilmente come passaggio intermedio nel processo di ricomposizione dei portafogli.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è diminuito nel corso del 2012, collocandosi al -7,5 per cento in dicembre, dal -1,2 in dicembre 2011, riflettendo la forte contrazione delle consistenze di contratti pronti contro termine del settore detentore di moneta (che in passato sarebbero stati utilizzati dagli investitori per collocare temporaneamente la liquidità). Allo stesso tempo il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito con durata prestabilita fino a due anni è rimasto su livelli a doppia cifra, prima di calare significativamente a novembre e poi soprattutto a dicembre. La forte espansione registrata fino in autunno potrebbe

³ Cfr. il riquadro *La modifica delle statistiche monetarie volta a escludere le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali*, nel numero di settembre 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 8 Principali componenti di M3

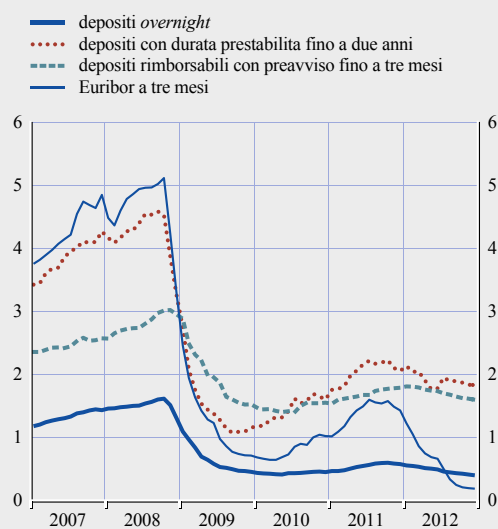
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 9 Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e l'Euribor a tre mesi

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

essere in parte riconducibile alla scelta delle IFM di emettere titoli a breve piuttosto che a lungo termine, scelta a sua volta connessa al fatto che la fiducia degli investitori nella capacità del settore bancario dell'area di rimborsare le obbligazioni con durata inferiore ai due anni potrebbe essere aumentata in misura sufficiente a ravvivare il mercato a breve dopo le due ORLT a tre anni. Inoltre, a seguito dell'adozione da parte della BCE di una nuova e più restrittiva definizione di fondo comune monetario, in vigore da agosto 2011, sempre più fondi comuni monetari sono stati riclassificati come fondi di investimento oppure hanno adottato strategie allocative simili a quelle dei fondi di investimento. Poiché questi ultimi, diversamente dai fondi comuni monetari, appartengono al settore detentore di moneta, il cambiamento di definizione dei fondi comuni monetari ha comportato che la domanda di debito a breve termine emesso dalle IFM, da parte di entità precedentemente classificate come fondi comuni monetari, è ora iscritta fra le consistenze di titoli di debito delle IFM del settore detentore di moneta.

Le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno mostrato una certa volatilità durante il 2012. In presenza di tassi di interesse a breve termine molto bassi, i fondi comuni monetari hanno avuto difficoltà a generare significativi rendimenti positivi per gli investitori e non sono stati in grado quindi di trarre vantaggio dai flussi a favore delle attività finanziarie a più breve termine.

Per contro, una più vigorosa domanda di contratti pronti contro termine nella prima metà del 2012 ha ampiamente riflesso il maggiore ricorso alle operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali, che presentano il vantaggio di ridurre il rischio di controparte per le banche. Data la volatilità insita nelle operazioni interbancarie, il fatto che le operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali siano aumentate nel corso della crisi finanziaria (soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers) si è inevitabilmente tradotto in livelli più elevati di volatilità nelle relative serie monetarie. Pertanto, per garantire la coerenza fra l'analisi propedeutica alle scelte di politica monetaria e il quadro statistico, a partire dalla

pubblicazione dei dati monetari di fine agosto la BCE ha deciso di correggere la misurazione di M3 e delle sue contropartite per le operazioni pronti contro termine passive e attive condotte tramite controparti centrali.

LA VOLATILITÀ DI M3 NEL SUO COMPLESSO È AMPIAMENTE ASCRIVIBILE AI DEPOSITI DETENUTI DAGLI AIF

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore, è salito al 4,4 per cento a dicembre 2012, dall'1,2 di dicembre 2011.

Agli andamenti dei depositi di M3 hanno contribuito anche le istituzioni finanziarie non monetarie diverse dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (denominate “altri intermediari finanziari” o AIF). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dagli AIF è aumentato dall'1,4 per cento in dicembre 2011 al 3,9 per cento in ottobre 2012, per poi diminuire ancora allo 0,9 in dicembre, seppur con notevoli fluttuazioni. Dal punto di vista economico, la domanda di moneta degli AIF risente fortemente delle condizioni nei mercati finanziari e delle variazioni dei rendimenti relativi a un'ampia gamma di attività finanziarie. Data la volatilità insita in queste determinanti, le consistenze monetarie degli AIF possono talvolta presentare andamenti alquanto erratici; la loro dinamica di breve periodo pertanto va interpretata con cautela. Al tempo stesso, la reattività di questi investitori conferisce all'andamento delle proprie consistenze monetarie proprietà segnaletiche che anticipano tendenze nascenti nell'allocazione di portafoglio, le quali emergeranno solo con un certo ritardo nelle consistenze monetarie di altri settori (meno sensibili), come le famiglie. Anche i depositi delle amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali hanno mostrato una crescita vigorosa, dal 4,8 per cento del dicembre 2011 al 9,0 nel corrispondente mese del 2012.

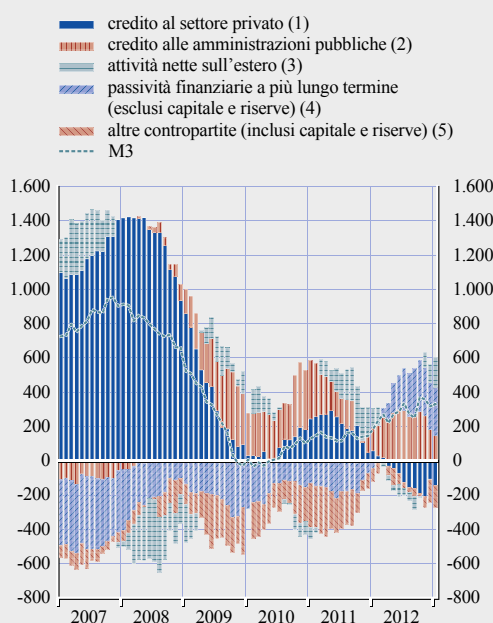
Il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie ha continuato ad aumentare nel 2012, portandosi dall'1,4 per cento in dicembre 2011 al 4,4 per cento in dicembre 2012; tale andamento ha in parte riflesso gli sforzi delle banche per accrescere la raccolta, non da ultimo per motivi di natura regolamentare. Il settore delle famiglie detiene la maggior parte dei depositi di M3. Un aumento analogo è stato registrato dal tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie, salito al 4,7 per cento in dicembre 2012, dal -0,9 di dicembre 2011. L'andamento potrebbe rispecchiare la costituzione di riserve di liquidità in vista di un futuro fabbisogno di finanziamento interno.

LA CRESCITA DEL CREDITO AL SETTORE PRIVATO SI INDEBOLISCE

Per quanto riguarda le contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è sceso allo 0,5 per cento in dicembre 2012, dallo 0,9 di dicembre 2011 (cfr. figura 10). Tale dinamica ha celato due andamenti divergenti, vale a dire un aumento dell'espansione del credito alle amministrazioni pubbliche e una diminuzione della crescita del credito al settore privato. L'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche, al 5,8 per cento in dicembre 2012, ha riflesso sia l'incremento del ritmo di espansione dei prestiti alle amministrazioni pubbliche nella seconda metà del 2012, sia la sostenuta domanda di titoli di Stato, in particolare nella prima metà del 2012, che ha registrato una crescita a due cifre nel periodo fra gennaio e novembre. La forte domanda evidenziata nei primi mesi del 2012 può essere ricollegata all'abbondante liquidità offerta tramite le ORLT a tre anni, mentre dalla fine dell'estate, le consistenze di titoli di Stato delle IFM hanno tratto vantaggio dalla stabilizzazione dei mercati dei titoli sovrani dell'area dell'euro dopo l'annuncio delle ODM.

Figura 10 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: M3 è riportato soltanto per memoria ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Il profilo di crescita del credito al settore privato rispecchia solitamente quello dei prestiti, che costituiscono la principale componente di questo aggregato. In linea con gli andamenti dei prestiti, la dinamica del credito al settore privato è entrata in territorio negativo, registrando una variazione del -0,8 per cento in dicembre 2012. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso durante il 2012, collocandosi al -0,2 per cento alla fine di dicembre, dall'1,2 nello stesso mese 2011. Questo profilo è coerente con l'evoluzione dell'attività economica e dei mercati finanziari osservata nel 2012. Gli andamenti dei prestiti al settore privato hanno rispecchiato quelli delle loro principali componenti. I tassi di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) sono entrambi calati per quasi tutto il 2012. Anche i prestiti agli AIF hanno registrato una flessione, evidenziando tuttavia una notevole volatilità.

Quanto ai prestiti al settore privato non finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) ha continuato a diminuire

gradualmente, portandosi dal 2,0 per cento in dicembre 2011 allo 0,7 in dicembre 2012, in linea con l'indebolimento dell'attività economica, l'aumento dell'incertezza e dell'avversione al rischio, il crollo della fiducia dei consumatori, il deterioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali e l'esigenza di ridurre i livelli di indebitamento dopo gli eccessi registrati in passato (per maggiori dettagli sui prestiti alle famiglie, cfr. la sezione sull'indebitamento delle famiglie più avanti nel presente capitolo). Per contro, il tasso di variazione dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato al -1,3 per cento in dicembre 2012, principalmente per effetto dell'indebolimento del contesto economico, del peggioramento delle attese delle imprese, dell'accresciuta percezione del rischio da parte di banche e imprese e dell'esigenza di ridurre i livelli di indebitamento. Più in generale, dal punto di vista delle serie storiche, il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie sembra seguire il tipico profilo prociclico e con ritardi temporali. In sintesi, alla fine del 2012 la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta moderatamente positiva, mentre i prestiti alle società non finanziarie hanno registrato una variazione sui dodici mesi negativa.

Allo stesso tempo, gli andamenti dei prestiti alle imprese sembrano aver risentito dell'interazione di fattori aggiuntivi dal lato sia della domanda che dell'offerta, anche se in modo differenziato fra paesi. Dal lato della domanda, in alcuni paesi i fondi disponibili internamente e la provvista alternativa a quella bancaria offrono opportunità di finanziamento alquanto favorevoli e pertanto frenano la domanda di prestiti erogati dalle IFM; in altri paesi, i livelli di indebitamento delle imprese impongono una riduzione della leva finanziaria.

Dal lato dell'offerta, in diversi paesi dell'area dell'euro i vincoli di bilancio e i problemi di provvista sul mercato, pur essendosi allentati sul finire dell'anno, hanno continuato a limitare l'offerta di credito delle IFM all'economia. La dinamica del credito è stata ulteriormente esacerbata dalla segmentazione dei mercati finanziari, anche se da settembre sono emersi segnali di una riduzione di quest'ultima. In effetti è probabile che le misure di politica monetaria non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo della BCE, in particolare le ORLT a tre anni e l'annuncio delle OMD ad agosto e delle loro caratteristiche tecniche in settembre, abbiano contribuito a evitare un processo disordinato di riduzione della leva finanziaria del settore bancario grazie all'attenuazione delle difficoltà di raccolta delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro.

Riguardo alle 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 nel corso del 2012, raggiungendo a dicembre il -5,1 per cento, contro l'1,4 del dicembre 2011, sostenendo pertanto un aumento di M3. All'andamento ha contribuito la significativa decelerazione dei depositi a più lungo termine e delle emissioni di titoli di debito a più lungo termine. Su queste ultime emissioni hanno inciso i programmi di riacquisto intrapresi dalle IFM per migliorare la loro posizione patrimoniale, nonché, nel caso delle altre IFM, la sostituzione del finanziamento sul mercato con le ORLT a tre anni. I deflussi registrati dai depositi a più lungo termine hanno rispecchiato in larga misura un'inversione delle attività di cartolarizzazione condotte in passato.

Infine, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro – che comprende i flussi di capitale del settore detentore di moneta intermediati dalle IFM e i trasferimenti delle attività emesse dal settore detentore di moneta – è aumentata di 101 miliardi di euro nei dodici mesi terminati a dicembre 2012. Mentre all'inizio dell'anno sono stati osservati principalmente deflussi netti, nella seconda parte i flussi netti sono stati positivi.

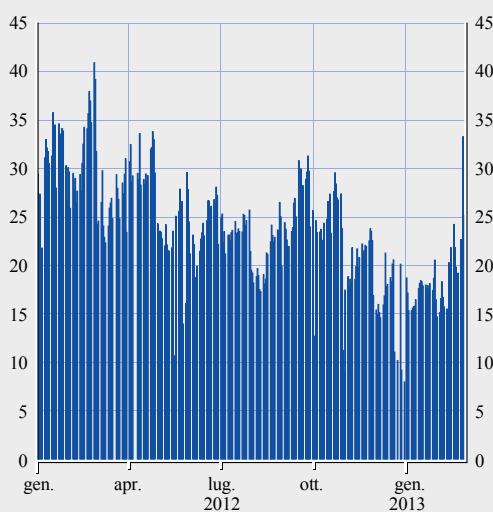
LE CONDIZIONI DEL MERCATO MONETARIO HANNO CONTINUATO A RISENTIRE DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

Nel 2012 le condizioni nei mercati monetari dell'area dell'euro hanno continuato a risentire della crisi del debito sovrano. Le decisioni di politica monetaria della BCE di impatto più rilevante per i mercati monetari dell'area sono state l'aggiudicazione delle due ORLT a tre anni (il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012) e la riduzione a zero del tasso sui depositi presso la banca centrale a luglio (cfr. anche riquadro 2).

La forte domanda delle controparti registrata nelle due ORLT a tre anni ha determinato un significativo accumulo di liquidità in eccesso, che ha raggiunto il livello medio massimo di 773,9 miliardi di euro durante il sesto periodo di mantenimento del 2012. In parte per effetto dell'aumento dell'eccesso di liquidità, l'attività di scambio nei mercati monetari dell'area dell'euro è ulteriormente diminuita (cfr. la figura 11, che mostra la flessione dei volumi relativi all'Eonia nel corso dell'anno). Nondimeno, la ragione di fondo del costante calo dell'attività di scambio è stato il perdurare della notevole segmentazione del mercato causata dalla crisi del debito sovrano. L'annuncio delle OMD in agosto 2012 ha determinato un generale miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e una riduzione della liquidità in eccesso, risultata pari a 622,7 miliardi di euro in media nell'ultimo periodo di mantenimento dell'anno. A causa del notevole eccesso di liquidità che ha caratterizzato l'intero 2012, i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario si sono mantenuti in prossimità del tasso sui depositi presso la BCE, evidenziando una volatilità solo modesta.

Figura 11 Volumi Eonia

(miliardi di euro; dati giornalieri)

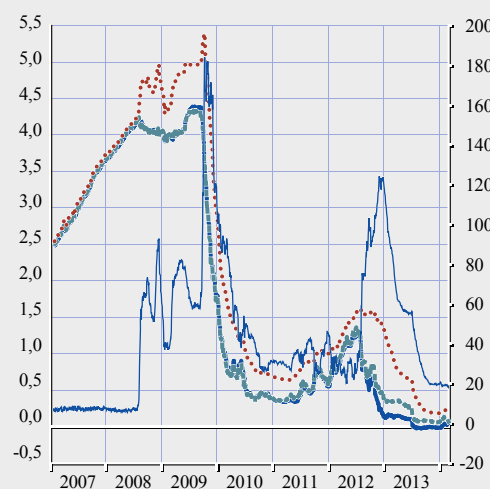


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Figura 12 Eurepo, Euribor e swap sui tassi di interesse overnight a tre mesi

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

La figura 12 mostra l'andamento dei tassi di interesse a tre mesi sui prestiti privi di garanzia (Euribor a tre mesi) e di quelli sui prestiti garantiti (Eurepo a tre mesi e tasso *swap* sull'indice *overnight* a tre mesi). Tutti questi tassi del mercato monetario sono calati nel corso dell'anno. L'Euribor e il tasso *swap* sull'indice *overnight* hanno particolarmente risentito dell'aumentato eccesso di liquidità, nonché dell'allungamento della durata attesa di tale eccesso dopo le due ORLT a tre anni. Entrambi i tassi si sono decisamente ridotti nella prima metà dell'anno. Durante la seconda metà, il tasso *swap* sull'indice *overnight* è rimasto sostanzialmente stabile mentre l'Euribor a tre mesi ha continuato a diminuire.

A luglio il Consiglio direttivo della BCE ha abbassato di 25 punti base i propri tassi di interesse di riferimento. Con la riduzione a zero del tasso sui depositi presso la banca centrale, i tassi a breve del mercato monetario hanno registrato livelli prossimi allo zero e in alcune operazioni, specialmente nel segmento dei tassi sui prestiti garantiti, livelli negativi. L'Eonia ha continuato a collocarsi su livelli superiori a zero. Il ricorso ai depositi presso la banca centrale sono diminuiti dopo che il loro tasso di remunerazione è stato portato a zero, dato che molte controparti hanno deciso di mantenere nei loro conti correnti i fondi eccedenti l'obbligo di riserva. Durante l'ultimo periodo di mantenimento del 2012, ad esempio, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è stato pari a 239,1 miliardi di euro, mentre i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria sono stati in media di 383,6 miliardi di euro.

Riquadro 2

L'IMPATTO DELLE MISURE NON CONVENZIONALI DECISE L'8 DICEMBRE 2011

L'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria¹. In particolare ha deciso di:

- condurre due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni e opzione di rimborso anticipato dopo un anno;
- sospendere temporaneamente, a decorrere dal periodo di mantenimento iniziato il 14 dicembre 2011, le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) condotte alla fine di ciascun periodo di mantenimento;
- dimezzare il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1 per cento a decorrere dal periodo di mantenimento iniziato il 18 gennaio 2012;
- ampliare la disponibilità di garanzie a) abbassando la soglia di qualità creditizia per alcune cartolarizzazioni (*asset-backed securities*, ABS) e b) autorizzando in via temporanea le banche centrali nazionali ad accettare come garanzia ulteriori crediti (ossia prestiti bancari) *in bonis* che soddisfino specifici criteri di idoneità.

Questo riquadro esamina l'evoluzione del bilancio dell'Eurosistema a seguito dell'adozione di tali misure, nonché gli andamenti dei tassi del mercato monetario. Accenna inoltre ad alcuni aspetti relativi all'esposizione al rischio dell'Eurosistema e analizza se queste misure comportino eventuali rischi per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Evoluzione del bilancio dell'Eurosistema

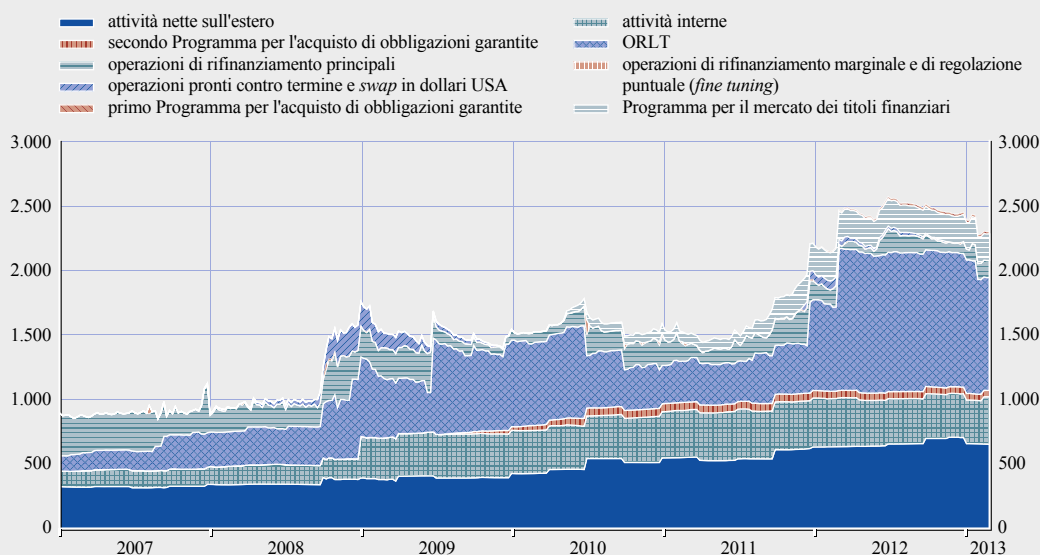
I bilanci delle banche centrali offrono informazioni dettagliate su come vengono utilizzati gli strumenti di politica monetaria. Risultano pertanto utili per comprendere il modo in cui la politica monetaria viene attuata non solo in tempi normali ma anche nei periodi di crisi. L'Eurosistema ha ampliato considerevolmente il proprio bilancio in risposta al collasso di diversi segmenti del mercato finanziario (cfr. figure A e B). Tra il 16 dicembre 2011 e la fine di dicembre 2012, il bilancio dell'Eurosistema si è accresciuto di circa il 25 per cento, raggiungendo un livello appena inferiore a 2.500 miliardi di euro. L'aumento è soprattutto riconducibile all'accresciuta offerta di rifinanziamento con scadenze più lunghe (lato dell'attivo del bilancio semplificato dell'Eurosistema²). In effetti nelle due ORLT a tre anni condotte il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012, l'importo totale aggiudicato è stato pari a 1.018,7 miliardi di euro. Tuttavia, tenendo conto delle operazioni giunte a scadenza verso la metà di dicembre 2011 e della variazione della domanda registrata nelle operazioni di rifinanziamento prima delle due ORLT a tre anni, l'immissione netta di liquidità tramite queste ultime è ammontata a circa 500 miliardi di euro. A riguardo, il rifinanziamento presso la banca centrale tramite le operazioni di rifinanziamento principali settimanali (con scadenza a una settimana) si è notevolmente ridotto,

1 Cfr. il comunicato stampa della BCE dell'8 dicembre 2011, intitolato "ECB announces measures to support bank lending and money market activity".

2 Cfr. anche il riquadro *La metodologia di redazione dei bilanci semplificati* nell'articolo *Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone*, nel numero di ottobre 2009 del Bollettino mensile della BCE.

Figura A Bilancio semplificato dell'Eurosistema: attivo

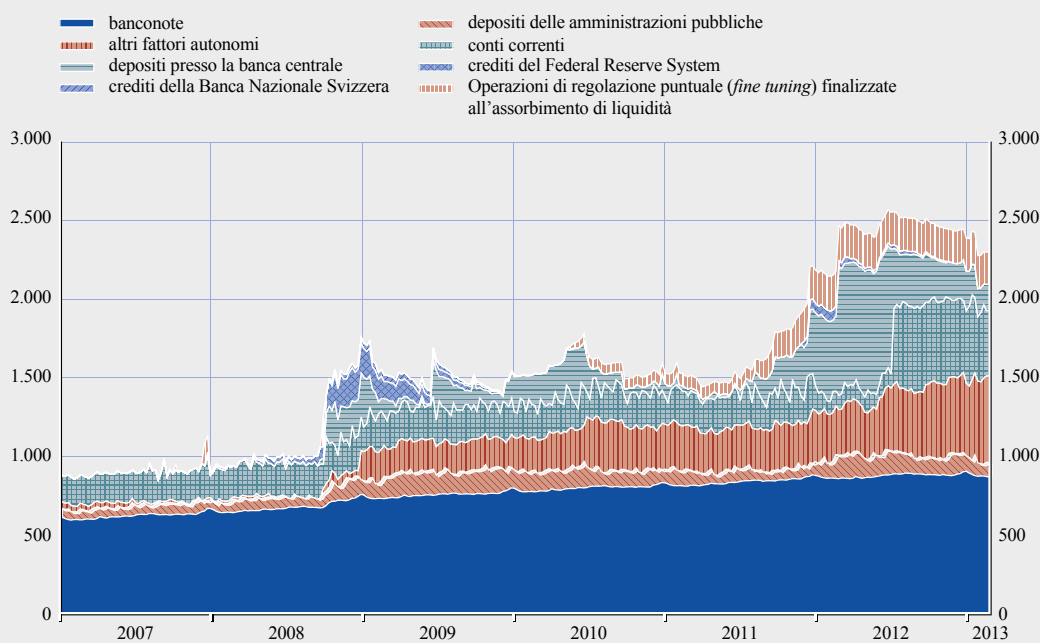
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura B Bilancio semplificato dell'Eurosistema: passivo

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

da 170 miliardi di euro a metà dicembre del 2011 a circa 90 miliardi alla fine di dicembre 2012. Con riferimento ai programmi di acquisto di attività avviati ai fini della politica monetaria, la liquidità lorda apportata nell'insieme dai due programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (durati rispettivamente da luglio 2009 a giugno 2010 e da novembre 2011 a ottobre 2012) e dal Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*) è stata in media di 279,8 miliardi di euro nel periodo in esame (compreso tra metà dicembre 2011 e fine dicembre 2012). Infine, l'Eurosistema ha continuato a detenere in termini netti un ammontare considerevole di attività sull'estero (vale a dire attività denominate in valuta detenute a titolo definitivo per eventuali interventi sul mercato monetario o a fini di investimento) e di attività denominate in euro, detenute a titolo definitivo dalle BCN e non rilevanti ai fini dell'attuazione della politica monetaria.

Dal lato del passivo del bilancio semplificato dell'Eurosistema, le due ORLT a tre anni hanno determinato un ampio aumento del ricorso ai depositi presso la banca centrale, che hanno raggiunto un massimo storico di 827,5 miliardi di euro il 5 marzo 2012. Da luglio 2012, invece, le banche hanno mantenuto volumi considerevoli di liquidità nei conti correnti detenuti presso le rispettive banche centrali. Ciò va principalmente ascritto alla riduzione a zero del tasso sui depositi presso la banca centrale, decisa a luglio 2012, che ha reso indifferente per le banche trasferire la liquidità in eccesso (definita come la liquidità in eccesso rispetto al fabbisogno di liquidità del settore bancario dato dai fattori autonomi e dalla riserva obbligatoria) *overnight* a tali depositi o lasciarla senza remunerazione sui propri conti correnti come riserve in eccesso. Nel periodo in esame, l'Eurosistema ha continuato a sterilizzare l'impatto sulla liquidità derivante dal Programma per i mercati dei titoli finanziari. Le banconote in circolazione sono rimaste sostanzialmente stabili, mentre i depositi delle amministrazioni pubbliche (vale a dire i saldi sui conti correnti detenuti dai ministeri del Tesoro presso le BCN) sono quasi triplicati. Fra i motivi di tale incremento vi sono le difficoltà riscontrate dalle Tesorerie nazionali a collocare fondi presso il sistema bancario, ad esempio a causa di specifici requisiti da esse stabiliti (come quello di stanziare a garanzia di queste operazioni specifici insiemi di attività). Infine, i fattori autonomi diversi dalle banconote in circolazione e dai depositi delle amministrazioni pubbliche hanno evidenziato un aumento significativo.

Andamenti nei mercati monetari

Dopo le due ORLT a tre anni, l'eccesso di liquidità ammontava a circa 810 miliardi di euro; alla fine di dicembre 2012, esso si situava a 615 miliardi di euro. A fronte di una tale abbondanza di liquidità, l'Eonia è rimasto su livelli molto prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale e alla fine del 2012 risultava inferiore di circa 62 punti base rispetto al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. La sospensione, a gennaio 2012, delle operazioni di *fine-tuning* condotte alla fine del periodo di mantenimento ha fatto venir meno i picchi registrati dall'Eonia – solitamente nell'ultimo giorno del periodo – contribuendo così a ridurre ulteriormente la volatilità.

Impatto sull'esposizione al rischio dell'Eurosistema

Con l'espansione delle operazioni di politica monetaria, è altresì aumentata l'esposizione al rischio dell'Eurosistema nel 2012. È normale che le banche centrali assumano un certo rischio finanziario nel condurre le operazioni di mercato necessarie ai fini dell'attuazione delle decisioni di politica monetaria. Esse tuttavia pongono in essere adeguati meccanismi di attenuazione dei rischi.

Come sopra indicato, la decisione di condurre due ORLT con scadenza a tre anni è stata accompagnata da misure volte ad accrescere la disponibilità di garanzie tramite un abbassamento della soglia di *rating* per alcune ABS e la temporanea possibilità per le BCN di accettare in garanzia ulteriori crediti (ossia prestiti bancari) *in bonis* rispondenti a specifici criteri di idoneità. Questo ampliamento della gamma di attività stanziabili era necessario per far fronte al potenziale impatto che – sotto forma di diminuita idoneità e aumento degli scarti di garanzia – i declassamenti della qualità creditizia avrebbero avuto sulle garanzie.

L'assunzione di rischio da parte delle banche centrali deve essere valutata alla luce dei benefici attesi – in termini di contribuzione al conseguimento degli obiettivi istituzionali – delle relative misure. Il sistema attentamente concepito dell'Eurosistema per la gestione dei rischi consente alle banche centrali dell'area dell'euro di sostenere efficacemente l'economia ottimizzando la relazione fra efficienza delle politiche e assunzione di rischio. I rischi sono costantemente monitorati e valutati a fronte delle riserve finanziarie disponibili a livello di Eurosistema. L'efficienza del sistema di gestione del rischio è anch'essa sottoposta a regolare valutazione.

La prima linea di difesa per assicurare un'adeguata protezione del bilancio dell'Eurosistema contro i rischi consiste nell'accettare unicamente controparti ritenute finanziariamente solide. A queste ultime, inoltre, l'Eurosistema richiede di stanziare garanzie idonee, le quali vengono rivalutate con cadenza giornaliera utilizzando i prezzi di mercato osservabili od opportuni metodi teorici di determinazione dei prezzi laddove non siano disponibili prezzi di mercato giornalieri affidabili. Vengono poi applicati margini di garanzia finalizzati a proteggere l'Eurosistema da perdite finanziarie in caso di bruschi cali del prezzo di un'attività in seguito all'insolvenza di una controparte (con l'applicazione di uno scarto di garanzia aggiuntivo in caso di valutazione teorica). Il sistema descritto garantisce un elevato valore di recupero in caso di insolvenza di una controparte. In questo modo l'Eurosistema gestisce l'esposizione e l'assunzione di rischio così da garantire l'assolvimento del suo mandato fondamentale, ossia il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Finora il Consiglio direttivo della BCE ha approvato otto schemi³ di crediti aggiuntivi. Gli scarti di garanzia applicabili sono stati calibrati in modo da mantenere i rischi su livelli accettabili, conformemente all'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC (che stabilisce che le operazioni creditizie dell'Eurosistema devono essere effettuate a fronte di "adeguate garanzie"). I crediti aggiuntivi introducono nei *pool* di garanzie stanziabili un maggior numero di debitori sottostanti, appartenenti a settori economici differenziati, e migliorano così la diversificazione dei portafogli di garanzie. Nel complesso, la somma dei rischi connessi con l'abbassamento delle soglie di ammissibilità applicate ai crediti aggiuntivi, misurata come *expected shortfall* (ES) con un livello di confidenza del 99 per cento e orizzonte temporale a un anno, sono coperti dai margini applicati, non da ultimo per via degli accennati effetti di diversificazione.

Implicazioni per la stabilità dei prezzi

Come già detto l'espansione del bilancio dell'Eurosistema tra dicembre 2011 e dicembre 2012 va ampiamente ricondotta alle ingenti richieste presentate dalle banche nelle due operazioni di rifinanziamento a tre anni. Il livello di tale richieste ha determinato un aumento della liquidità in eccesso. Le banche collocano tale eccedenza nei conti correnti, nei depositi presso la

3 Schemi presentati da Central Bank of Ireland, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Central Bank of Cyprus, Oesterreichische Nationalbank e Banco de Portugal.

banca centrale o nelle operazioni di assorbimento della liquidità condotte settimanalmente dall'Eurosistema.

La questione che potrebbe porsi è se detenere volumi così ampi di liquidità in eccesso possa comportare rischi per la stabilità dei prezzi. Attualmente, questo non è il caso. La forte domanda di rifinanziamento da parte delle banche dell'area dell'euro è una conseguenza del malfunzionamento dei mercati interbancari. Le azioni di politica monetaria che hanno generato l'accumulo di ingenti eccedenze di liquidità da parte delle banche dell'area dell'euro erano volte a contrastare le difficoltà di provvista sui mercati monetari interbancari e scongiurare in tal modo un disordinato processo di riduzione della leva finanziaria che avrebbe potuto contrarre l'offerta di credito all'economia reale. Una tale contrazione avrebbe potuto generare significativi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi.

Su un orizzonte di medio-lungo periodo il rischio di inflazione è associato con una crescita sostenuta della liquidità monetaria, misurata in particolare dall'incremento di M3. Fondamentalmente, tuttavia, tale crescita monetaria è indipendente dall'ammontare di liquidità in eccesso del settore bancario dell'area. Non vi è necessariamente una relazione stabile fra le riserve delle banche, in particolare la liquidità in eccesso detenuta dalle banche dell'area dell'euro da un lato, e la liquidità monetaria dall'altro, come evidenziato dal modesto ritmo di espansione della moneta e del credito dalla fine del 2010. Il motivo dell'assenza di tale relazione è connessa alla natura stessa delle riserve della banca centrale, il cui valore ultimo sta nella loro funzione precipua di unico mezzo di scambio con il quale è possibile soddisfare l'obbligo di riserva e finanziare i fattori autonomi⁴. Ne consegue che lo stock di riserve detenute da un istituto presso la banca centrale non è il fattore che ne determina la capacità a erogare nuovi prestiti. I fattori che influiscono sull'offerta di prestiti di una banca sono, fra gli altri, la sua posizione patrimoniale, le tecnologie di monitoraggio di cui dispone e la struttura dei costi.

L'ingente eccesso di liquidità detenuto dal settore bancario potrebbe avere, come potenziale effetto tangibile, un impatto sui prezzi delle attività e sui tassi del mercato monetario, incidendo sui costi di rifinanziamento delle banche, sui prezzi relativi degli strumenti di investimento alternativi e, tramite questi canali, sull'offerta di prestito bancario. Come descritto sopra in maggior dettaglio, l'impatto diretto sui tassi a breve termine del mercato monetario esercitato dal rifinanziamento aggiuntivo offerto dalla banca centrale tramite le due ORLT a tre anni è stato relativamente modesto, mentre i tassi a più lungo termine del mercato monetario hanno evidenziato una flessione maggiore, soprattutto per via delle scadenze prolungate delle operazioni.

Pertanto, dal punto di vista del pilastro monetario della strategia di politica monetaria della BCE, lo stimolo monetario aggiuntivo risultante dagli aumentati prezzi delle attività e dai più bassi tassi di interesse del mercato monetario non si è tradotto in un'accelerazione della crescita degli aggregati monetari e non comporta quindi rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

Va sottolineato, infine, che la presenza di un ampio eccesso di liquidità non impedisce alla BCE di innalzare i tassi di interesse qualora l'analisi esaustiva dei rischi per la stabilità dei prezzi da essa condotta segnali la necessità di inasprire l'orientamento della politica monetaria.

⁴ Per un'analisi più dettagliata, cfr. il riquadro *La relazione fra base monetaria, aggregato monetario ampio e rischi per la stabilità dei prezzi*, nel numero di maggio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

LE TENSIONI NEI MERCATI OBBLIGAZIONARI DELL'AREA DELL'EURO SI SONO SIGNIFICATIVAMENTE AFFIEVOLITE NELLA SECONDA METÀ DEL 2012

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA nell'area dell'euro sono calati dal 2,6 per cento circa di inizio gennaio 2012 all'1,7 per cento di fine dicembre (cfr. figura 13). Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a lungo termine hanno registrato un calo modesto, dall'1,9 all'1,8 per cento circa.

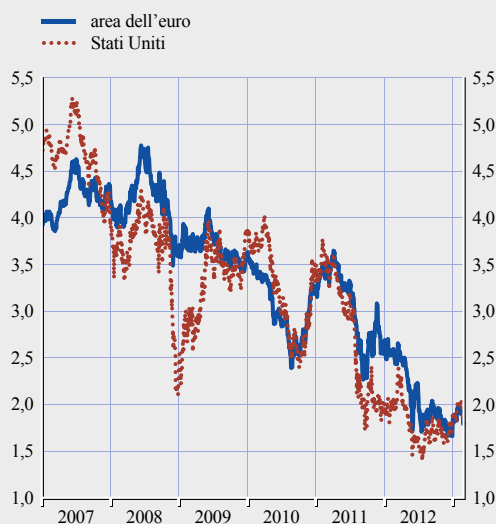
Le differenze fra gli andamenti dei mercati obbligazionari delle due principali aree economiche sono state più pronunciate nel primo trimestre del 2012, quando i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni con *rating* AAA dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli statunitensi sono cresciuti di oltre 30 punti base. Nel secondo trimestre l'andamento dei rendimenti, improntato al ribasso, è stato simile nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, sebbene i rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi si siano generalmente collocati circa 30 punti base al di sotto di quelli dei corrispondenti titoli dell'area dell'euro. Nel resto dell'anno i rendimenti delle due aree hanno teso a convergere.

L'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato nel 2012 può suddividersi in tre fasi distinte. Nella prima, da gennaio a metà marzo, il mercato dei titoli pubblici ha beneficiato di un clima di fiducia positivo su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nell'area dell'euro ciò si è tradotto in un calo dei differenziali di rendimento fra i titoli dei paesi maggiormente esposti alle tensioni finanziarie, da un lato, e quelli degli emittenti sovrani con *rating* AAA, dall'altro. Vi hanno contribuito i progressi compiuti verso una soluzione della crisi del debito sovrano dell'area. In primo luogo, le banche dell'area dell'euro hanno beneficiato di operazioni di politica monetaria fortemente espansive, fra cui si annoverano, in particolare, le ORLT a tre anni; in secondo luogo, è stato siglato il c.d. "patto di bilancio" (*fiscal compact*) fra i paesi dell'area dell'euro⁴; inoltre, il coinvolgimento del settore privato ha contribuito al buon esito del concambio del debito greco, aumentando la probabilità di evitare una ristrutturazione disordinata del debito sovrano ellenico. Le notizie economiche e finanziarie contrastanti, fra cui le riduzioni del merito di credito di vari emittenti sovrani dell'area dell'euro, non hanno inciso significativamente sul clima di fiducia del mercato obbligazionario dell'area. Negli Stati Uniti il clima di fiducia positivo è stato principalmente riconducibile alla pubblicazione di dati macroeconomici superiori alle attese, che hanno favorito l'aumento del rendimento dei titoli di Stato decennali statunitensi.

La seconda fase, da metà marzo a fine luglio, ha visto un calo significativo dei rendimenti sia dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA, sia di quelli statunitensi. Due sono

Figura 13 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: Bloomberg, EuroMTS e BCE.

Note: il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro è rappresentato dal tasso di parità a dieci anni desunto dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA stimata dalla BCE. Per gli Stati Uniti sono riportati i rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni.

4 Il *fiscal compact* è stato concluso sotto forma di trattato intergovernativo fra 25 dei 27 Stati membri dell'UE.

i motivi all'origine di questa inversione di tendenza. Anzitutto, il calo degli indicatori coincidenti e anticipatori dell'attività economica nei principali settori, il peggioramento della fiducia di famiglie e imprese e la debolezza dei dati sul mercato del lavoro hanno indotto una correzione al ribasso delle valutazioni sulle prospettive della crescita economica mondiale. In secondo luogo, sono riemerse preoccupazioni per la stabilità politica e finanziaria dell'area dell'euro, che hanno dato luogo alla ricerca, da parte degli investitori, di attività ritenute maggiormente sicure e a un ampliamento dei differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato dell'area dell'euro. Tali preoccupazioni sono state principalmente riconducibili al risultato delle elezioni greche in maggio, a vari declassamenti delle banche spagnole e italiane, e alla riduzione del merito di credito della Spagna in giugno da parte di Moody's.

La terza fase è iniziata in luglio, quando la BCE ha riaffermato l'irreversibilità dell'euro e ha sottolineato che sarebbe stata affrontata la questione dei premi per il rischio collegati ai timori di una dissoluzione dell'area dell'euro. Queste dichiarazioni sono state confermate dagli annunci delle ODM e delle loro modalità di realizzazione, rispettivamente agli inizi di agosto e in settembre. Ne è conseguito un significativo miglioramento del clima di fiducia dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro. In particolare, non si sono avuti ulteriori cali nei rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA, che sono rimasti pressoché stabili fra gli inizi di agosto e la fine del 2012. Inoltre, l'incertezza degli investitori riguardo agli andamenti di breve termine dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, si è considerevolmente ridotta rispetto al picco estivo di circa il 9,5 per cento, raggiungendo il 5,6 per cento a fine anno. Inoltre, i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro interessati da tensioni finanziarie sono diminuiti significativamente nell'arco del periodo. Lo slancio positivo del mercato è stato ulteriormente alimentato dai progressi compiuti sia nella definizione del meccanismo di vigilanza unico (*single supervisory mechanism*, SSM) sia nella ristrutturazione del sistema bancario spagnolo, nonché dal successo dell'operazione di riacquisto del debito greco in dicembre, seguita dall'approvazione del rilascio di fondi per l'aiuto alla Grecia. Tutti questi fattori hanno significativamente migliorato il clima di fiducia e ridotto la frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro alla fine del 2012. Ciononostante, spetta ancora ai governi sfruttare le condizioni di maggiore resilienza dei mercati per prendere senza indugio provvedimenti volti ad affrontare le cause fondamentali della crisi. Negli Stati Uniti le preoccupazioni per il c.d. *fiscal cliff* si sono intensificate dopo le elezioni presidenziali di novembre. Di conseguenza, i rendimenti sui titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono aumentati dai minimi storici dell'1,4 per cento circa osservati a fine luglio all'1,8 per cento circa a fine 2012.

Un elemento saliente, che ha caratterizzato l'andamento dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro nel 2012, è stata la tendenza dei rendimenti a convergere in gran parte dei paesi dell'area, grazie ai progressi, menzionati in precedenza, che sono stati compiuti nella direzione di una soluzione della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. La tendenza alla convergenza è stata particolarmente pronunciata all'inizio del 2012 e negli ultimi cinque mesi dell'anno, mentre i rendimenti di alcuni paesi, segnatamente Spagna e Italia, si sono discostati da questa tendenza a partire da metà marzo e fino agli ultimi di luglio. Complessivamente, da gennaio a dicembre del 2012 i differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali rispetto al Bund tedesco sono calati per tutti i principali paesi dell'area dell'euro ad eccezione della Spagna, dove sono cresciuti di circa 70 punti base (cfr. figura 14). I paesi destinatari di programmi di assistenza finanziaria hanno beneficiato soprattutto della fiducia dei mercati dell'area dell'euro. I differenziali greci rispetto al Bund tedesco si sono ridotti di oltre 2.000 punti base, mentre i corrispondenti differenziali portoghesi e irlandesi sono diminuiti di circa 600 e 350 punti base rispettivamente. Anche Italia e Belgio hanno beneficiato di un calo significativo dei differenziali, pari rispettivamente a 190 e 160 punti base.

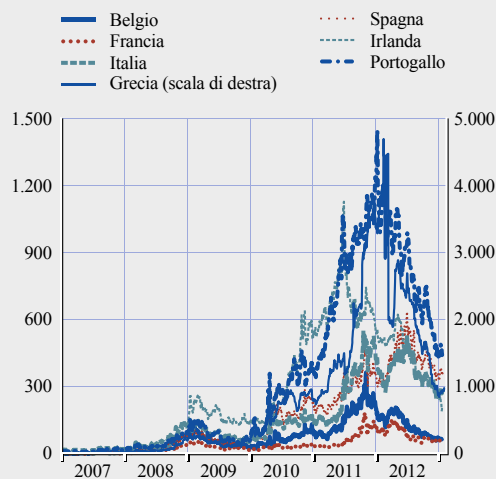
Questi andamenti si sono accompagnati a una flessione significativa dei premi sui *credit default swap* (CDS) degli emittenti sovrani dell'area dell'euro. Ciononostante, alla fine del 2012 le tensioni erano ben lungi dall'essersi dissipate. In particolare, gli *spread* e i premi sui CDS dei paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni finanziarie rimanevano ben al di sopra dei livelli osservati prima dello scoppio della crisi del debito sovrano.

Alla luce del peggioramento delle prospettive economiche, i rendimenti reali sui titoli di Stato con *rating* AAA dell'area dell'euro hanno tendenzialmente continuato a calare nel 2012, benché si collocassero su livelli già bassi a inizio anno, intorno allo 0,2 e 0,7 per cento rispettivamente per le scadenze a cinque e a dieci anni. In particolare, agli inizi del 2012 le prospettive di una protratta debolezza dell'attività economica hanno trascinato in territorio negativo i rendimenti reali dei titoli di Stato quinquennali

con *rating* AAA, che vi sono rimasti per il resto dell'anno. I rendimenti reali sugli analoghi titoli di Stato decennali sono anch'essi divenuti negativi nel 2012, ma soltanto a metà anno. Alla fine di dicembre i rendimenti reali a pronti a cinque e a dieci anni si situavano rispettivamente intorno al -0,8 e -0,2 per cento. Nel complesso, il calo dei rendimenti reali nel corso dell'anno è avvenuto in un contesto di sostanziale stabilità delle aspettative di inflazione (cfr. riquadro 3). A fine 2012 il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni sull'orizzonte quinquennale si collocava al 2,5 per cento circa, un livello analogo a quello osservato a inizio anno, mentre il tasso degli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale era prossimo al 2,2 per cento, un livello inferiore di circa 20 punti base a quello di un anno prima.

Figura 14 Differenziali dei titoli di Stato per alcuni paesi dell'area dell'euro

(punti base; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.

Nota: differenziale di rendimento fra titoli di Stato a dieci anni e i corrispondenti titoli di Stato tedeschi.

Riquadro 3

ANDAMENTI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A LUNGO TERMINE NELL'AREA DELL'EURO

La politica monetaria della BCE è incentrata sul conseguimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio termine. A tal fine, rimane essenziale seguire attentamente le aspettative di inflazione a lungo termine. Il presente riquadro esamina gli andamenti degli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro durante il 2012 e mostra che sia gli indicatori basati sulle indagini campionarie sia quelli finanziari segnalano aspettative di inflazione saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi¹.

¹ Cfr. anche l'articolo *Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine*, nel numero di luglio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Indicatori basati sulle indagini delle aspettative di inflazione

Nel 2012 le aspettative di inflazione a lungo termine basate sulle indagini sono rimaste prossime alla loro media storica (cfr. figura A). Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dalla *Survey of Professional Forecasters* della BCE sono aumentate dall'1,98 per cento nella media del 2011 all'1,99 nel 2012. Le aspettative di *Euro Zone Barometer* sono aumentate dal 2,03 al 2,10 per cento tra il 2011 e il 2012, mentre quelle di *Consensus Economics* sono diminuite dal 2,05 al 2,00 per cento nello stesso periodo.

Indicatori finanziari delle aspettative di inflazione

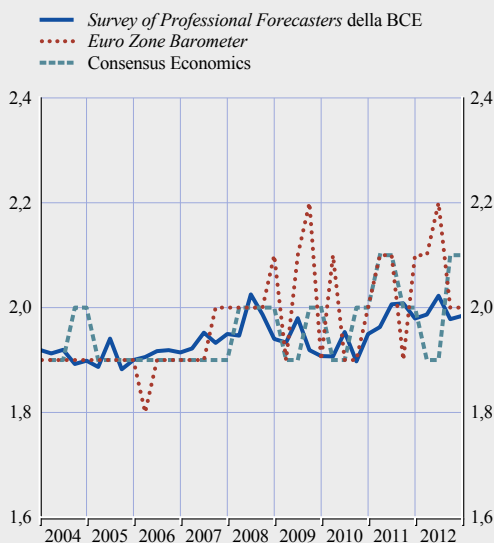
Gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione tendono a evidenziare una maggiore volatilità rispetto a quelli basati sulle indagini (cfr. figure B e C). Poiché i tassi di inflazione di pareggio (TIP), calcolati come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione, e altri indicatori finanziari comprendono non solo il livello di inflazione attesa ma anche il compenso (i premi al rischio) per i rischi che caratterizzano tale livello futuro, la loro maggiore volatilità spesso è connessa con le variazioni dei premi al rischio. A questo riguardo, dall'autunno del 2008 la maggiore volatilità dei prezzi delle attività finanziarie in generale e in particolare dei rendimenti delle obbligazioni ha accresciuto anche la volatilità (temporanea) degli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione².

I TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, un indicatore di riferimento delle aspettative di inflazione a lungo termine (e dei relativi premi), si sono collocati intorno al 2,4 per cento nella media del 2012, un livello prossimo a quello osservato nel 2011 e solo lievemente più elevato rispetto alla media storica del 2,3 per cento, calcolata a partire dal 2004. Nel 2012 tuttavia i TIP a termine a lunga scadenza sono stati lievemente più volatili del solito, oscillando tra il 2,1 e il 2,7 per cento.

Le oscillazioni dei TIP a termine a lunga scadenza registrate nel 2012 sembrano legate più a fenomeni di mercato di natura temporanea che a variazioni delle aspettative di inflazione (e dei relativi premi). In particolare, andamenti al rialzo e al ribasso episodici dei TIP a termine a lunga scadenza potrebbero derivare da fenomeni occasionali di riallocazione dei risparmi

Figura A Aspettative di inflazione a lungo termine rilevate dalle indagini

(dati trimestrali; valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, *Euro Zone Barometer* e Consensus Economics.

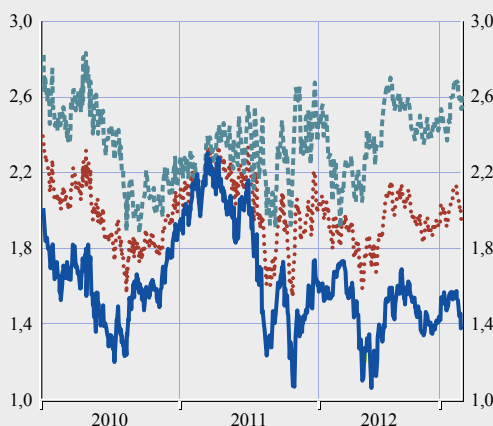
Note: le aspettative di inflazione a lungo termine sono rilevate su base trimestrale dalla *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE e dallo *Euro Zone Barometer* e su base semestrale da Consensus Economics. L'orizzonte di previsione differisce fra le varie indagini: cinque anni nell'SPF, quattro anni nello *Euro Zone Barometer* e sei-dieci anni per le previsioni di Consensus Economics.

² Alla fine del 2011 la BCE ha modificato il metodo per stimare i tassi di inflazione di pareggio per l'area dell'euro al fine di ridurre le distorsioni derivanti dall'ampliamento dei differenziali tra i rendimenti sui titoli di Stato tedeschi e francesi; cfr. il riquadro *La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano*, nel numero di dicembre 2011 del Bollettino mensile della BCE.

Figura B Tassi di inflazione di pareggio a lungo termine nell'area dell'euro

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

— TIP a pronti a cinque anni
 TIP a pronti a dieci anni
 - - - - - TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale

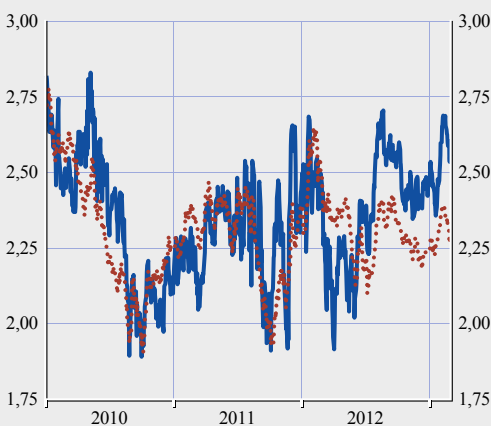


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i tassi di inflazione di pareggio ricavati dai rendimenti *zero coupon* sono destagionalizzati e stimati su obbligazioni con *rating* AAA indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro.

Figura C Tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

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

— TIP a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale
 tasso *swap* indicizzato all'inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale



Fonti: Thomson Reuters, ICAP ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i tassi di inflazione di pareggio ricavati dai rendimenti *zero coupon* sono destagionalizzati e stimati su obbligazioni con *rating* AAA indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro.

verso investimenti ritenuti più sicuri, che tendono ad avere effetti diversi sui rendimenti delle obbligazioni nominali e di quelle indicizzate all'inflazione con *rating* AAA. Più specificamente, quando si verificano tali fenomeni, i rendimenti delle obbligazioni nominali con *rating* AAA tendono a contrarsi maggiormente rispetto a quelli dei titoli indicizzati all'inflazione, riducendo quindi i TIP. Per contro, quando si verificano fenomeni opposti, i TIP calcolati aumentano, senza alcuna variazione delle attese sull'inflazione.

In tale contesto, i TIP sono stati tendenzialmente più bassi della loro media annuale nel primo semestre, quando il riemergere delle tensioni di mercato ha determinato flussi verso i più sicuri titoli con *rating* AAA. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, con l'allentamento delle tensioni nei mercati a seguito dell'annuncio di ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria, si è verificata una progressiva inversione dei flussi, osservati in precedenza, verso gli investimenti ritenuti più sicuri, che ha determinato un aumento dei TIP. Ciò è corroborato, ad esempio, dalla diminuzione dei premi di liquidità sui titoli con garanzia governativa emessi dagli enti pubblici tedeschi e francesi, rispetto ai corrispettivi titoli sovrani. Inoltre, in luglio, dopo il declassamento da A3 a Baa2 del debito sovrano italiano da parte di Moody's, i titoli italiani indicizzati all'inflazione sono stati rimossi da alcuni indici di riferimento di questa categoria di titoli, inducendo alcune riallocazioni di portafoglio a favore dei titoli indicizzati con *rating* AAA e riducendo i loro rendimenti. L'inversione dei flussi verso investimenti ritenuti più sicuri nel mercato dei titoli di Stato nominali e la ricomposizione dei portafogli a favore dei titoli indicizzati all'inflazione con *rating* AAA hanno esercitato alcune pressioni al rialzo sui TIP nella seconda metà dell'anno.

Due ulteriori osservazioni confermano la rilevanza dei fenomeni di mercato nel determinare la recente volatilità dei TIP. In primo luogo, i tassi a termine a lunga scadenza basati sugli

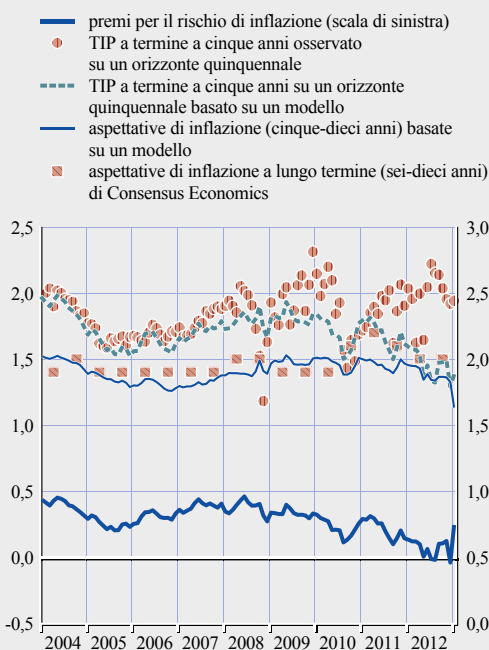
swap indicizzati all'inflazione, che dovrebbe risentire di meno dei flussi verso investimenti a più basso rischio, sono rimasti più stabili rispetto ai TIP calcolati sulla base dei prezzi dei titoli di Stato, oscillando intorno a un livello medio più basso, pari al 2,3 per cento, ed entro un intervallo di valori compreso fra il 2,1 e il 2,6 per cento.

In secondo luogo, la scomposizione dei TIP a termine a lunga scadenza in attese di inflazione, premi al rischio di inflazione ed errori di misurazione (che possono essere connessi con le distorsioni dovute alla liquidità del mercato), ottenuta con l'ausilio di modelli della struttura per scadenza dei tassi di interesse, come illustrato nella figura D, mostra che le stime delle distorsioni di mercato che influiscono sul valore dei TIP a termine a lunga scadenza sono aumentate sensibilmente dall'inizio della crisi finanziaria, ampliando il differenziale fra i TIP a termine a lunga scadenza osservati e quelli teorici ricavati sulla base dei modelli. Allo stesso tempo, le stime delle attese di inflazione a lungo termine, implicite nei prezzi delle attività finanziarie, che si sono collocate lievemente al di sotto del 2 per cento nel 2012, sono rimaste in linea con la stabilità dei prezzi e i dati delle indagini congiunturali. In aggiunta, i premi al rischio di inflazione sono rimasti alquanto contenuti, su livelli relativamente bassi in termini storici, presumibilmente di riflesso alle condizioni macroeconomiche dell'area dell'euro. Va da sé che i modelli econometrici che tengono conto del periodo di crisi devono essere interpretati con estrema cautela. Diversi lavori di ricerca confermano che le distorsioni dei rendimenti nominali e reali individuate dal modello della struttura per scadenza dei tassi sono di fatto legate rispettivamente ai flussi verso investimenti più sicuri e ai premi di liquidità specifici di ciascuna attività finanziaria³.

Nonostante l'evidenza che le aspettative di inflazione a lungo termine siano saldamente ancorate, allo stato attuale vi sono anche elementi che indicano un significativo grado di incertezza circa le prospettive di inflazione. Negli ultimi anni le misure di incertezza desunte dalle indagini campionarie si sono mantenute su livelli relativamente elevati e strumenti derivati indicizzati all'inflazione, quali i *caps* e i *floors*, continuano ad essere utilizzati per proteggersi da realizzazioni estreme dei tassi di inflazione (sia verso l'alto sia verso il basso). È pertanto raccomandabile prestare attenzione anche a questi indicatori delle attese di inflazione. Nondimeno, nell'insieme, i riscontri ottenibili sia dai dati delle indagini campionarie sia dagli indicatori desunti dai prezzi delle attività finanziarie suggeriscono che le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro rimangono saldamente ancorate a livelli in linea con la stabilità dei prezzi.

Figura D Scomposizione dei tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza dell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: per una descrizione dettagliata del modello, cfr. Garcia, J.A. e Werner, T., "Inflation risks and inflation risk premia", *Working Paper Series*, n. 1162, BCE, marzo 2010.

³ Cfr. Garcia, J.A. e T. Werner (2013), "Inflation compensation and inflation risk premia in the euro area term structure of interest rates", in J. Chadha, A. Durré e M. Joyce (a cura di), *Modern Macroeconomic Policy Making*, Cambridge University Press, Cambridge.

I CORSI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO SONO AUMENTATI IN MISURA MARCATA NEL 2012

Nel 2012 i corsi azionari sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, di circa il 16 e il 13 per cento rispettivamente (cfr. figura 15), a fronte di un rialzo del 23 per cento circa in Giappone. Gli indici generali di mercato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono mossi sostanzialmente in parallelo durante l'intero anno trascorso. Benché nel complesso la *performance* dei mercati azionari dell'area sia risultata positiva, essa non si è distribuita omogeneamente, e si sono anzi osservate differenze significative fra i vari paesi.

Nel primo trimestre del 2012 i mercati azionari hanno segnato forti rialzi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti: gli indici Dow Jones Euro Stoxx e S&P 500 hanno guadagnato rispettivamente il 14 e il 12 per cento circa fra l'inizio di gennaio e metà marzo. In aggiunta, l'incertezza del mercato azionario, misurata dalla

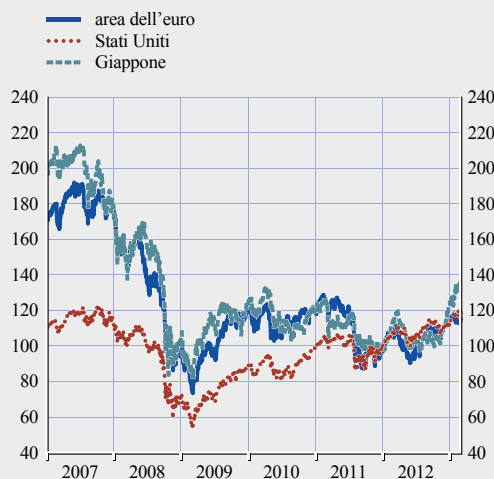
volatilità implicita, è sensibilmente diminuita su entrambe le sponde dell'Atlantico. I rialzi in entrambe le aree economiche sono stati trainati dal settore finanziario, le cui quotazioni sono salite di circa il 17 e 18 per cento, rispettivamente. I titoli finanziari nell'area dell'euro sono aumentati principalmente sulla scorta dello stimolo monetario fornito sotto forma di ORLT a tre anni, che ha permesso di alleviare significativamente le pressioni sulla provvista bancaria, ma hanno beneficiato anche delle prospettive di minori ripercussioni negative della crisi del debito sovrano sul settore finanziario, dovute ai provvedimenti concordati al vertice dei Capi di Stato o di governo dell'area dell'euro a fine gennaio. Per contro, la riduzione del merito di credito di alcune banche dell'area e la pubblicazione di utili generalmente deboli non hanno inciso significativamente sul clima di mercato.

La tendenza al rialzo dei corsi azionari ha subito un'inversione di tendenza nella seconda metà di marzo, lasciando spazio a ribassi che sono risultati più pronunciati nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Fra metà marzo e metà giugno le quotazioni azionarie nell'area, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono calate di quasi il 15 per cento, mentre quelle statunitensi, misurate dall'indice S&P 500, hanno perso approssimativamente il 4 per cento. In aggiunta, l'incertezza del mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata notevolmente nell'area dell'euro (di 14 punti percentuali) e solo moderatamente negli Stati Uniti (di 5 punti percentuali). Il netto calo dei corsi azionari dell'area è stato principalmente riconducibile al settore finanziario, il cui sottoindice ha segnato un ribasso superiore al 20 per cento. Inoltre, si è apparentemente verificata una nuova impennata dell'avversione al rischio degli operatori di mercato sulla scia di varie riduzioni del merito di credito di banche italiane e spagnole e dell'incertezza politica in Grecia. La generale moderazione dell'attività economica e l'aumento del rischio di insolvenza delle imprese europee hanno anch'essi inciso in generale sui prezzi dei titoli azionari dell'area dell'euro.

Il clima di fiducia del mercato azionario è significativamente migliorato nel terzo trimestre, in netto contrasto con gli andamenti negativi del secondo trimestre. In particolare, i mercati azionari dell'area

Figura 15 Principali indici dei corsi azionari

(indici riportati in base 100 il 1° gennaio 2012; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.

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

dell'euro hanno segnato forti rialzi sulla scorta di un vigoroso recupero delle quotazioni dei titoli finanziari, dovuto al venire meno dei timori per la stabilità finanziaria, a seguito delle dichiarazioni delle autorità circa il proprio impegno a prendere i provvedimenti necessari a risolvere la crisi. La BCE ha riaffermato l'irreversibilità dell'euro verso la fine di luglio e annunciato successivamente le ODM e le relative modalità di realizzazione agli inizi di agosto e di settembre rispettivamente, per affrontare il problema dei premi per il rischio collegati al timore che potessero essere reintrodotte le monete nazionali. Un ulteriore sostegno è provenuto dalle iniziative ufficiali volte a rafforzare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro mediante la costituzione di un'unione bancaria (iniziando con la creazione del SSM) e dalla sentenza della corte costituzionale tedesca sul Meccanismo europeo di stabilità. Infine, anche l'ulteriore stimolo monetario impartito negli Stati Uniti ha sostenuto i mercati azionari. Per effetto di ciò, fra metà giugno e fine settembre l'indice Dow Jones Euro Stoxx è salito del 12 per cento, mentre l'indice S&P 500 ha guadagnato il 7 per cento circa. In aggiunta, entrambi i mercati sono stati interessati da una flessione significativa dell'incertezza del mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita.

I corsi azionari nell'area dell'euro hanno continuato a guadagnare terreno nell'ultimo trimestre dell'anno, sebbene a ritmi inferiori rispetto al terzo trimestre. Il clima di fiducia del mercato ha risentito, da un lato, positivamente delle nuove decisioni riguardo alla definizione concreta dell'SSM e, dall'altro, negativamente del peggioramento delle prospettive economiche. Nel complesso, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono cresciute del 7 per cento circa nell'ultimo trimestre dell'anno. I titoli del settore finanziario, in rialzo del 10 per cento, hanno continuato a segnare un andamento migliore di quelli del settore non finanziario, aumentati del 6 per cento. Negli Stati Uniti, l'indice S&P 500 è rimasto pressoché invariato nello stesso periodo; i segnali di miglioramento dei mercati statunitensi delle abitazioni e del lavoro sono stati, infatti, controbilanciati dalle preoccupazioni per l'incombente *fiscal cliff*.

ULTERIORE CALO DELL'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE

Nel 2012 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti totali alle famiglie ha continuato a calare, collocandosi allo 0,5 per cento in dicembre 2012, dall'1,6 per cento in dicembre 2011. Tale andamento rispecchia quello dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per cessioni e cartolarizzazioni. Questa similitudine è riconducibile al fatto che le IFM rimangono i principali fornitori di credito alle famiglie. In aggiunta, l'offerta di prestiti alle famiglie da parte di soggetti diversi dalle IFM rispecchia in ampia misura l'attività delle IFM di cessione e cartolarizzazione dei prestiti che, a seconda dei criteri contabili applicati, risulta in un trasferimento dei prestiti alle famiglie dal settore delle IFM a quello del settore degli AIF.

I mutui per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a rappresentare la principale determinante della crescita del credito delle IFM alle famiglie. Il loro tasso di variazione sui dodici mesi, che a fine 2011 si collocava al 2,3 per cento, ha continuato a flettere, portandosi in settembre allo 0,7 per cento, per poi recuperare terreno raggiungendo l'1,3 per cento in dicembre. I tassi di crescita per l'area dell'euro celano tuttavia una notevole eterogeneità fra paesi, che nel 2012 ha continuato a dipendere dal diverso grado di indebitamento, e quindi dalle diverse esigenze di riduzione dello stesso, nonché dalle differenze in termini di capacità e disponibilità delle banche a erogare credito. In aggiunta, è probabile che il profilo di crescita dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni abbia risentito dell'indebolimento dell'attività economica e del deterioramento nelle prospettive del mercato delle abitazioni e nella fiducia dei consumatori. Questi fattori sono stati indicati anche nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro come le principali determinanti della contrazione della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni nella prima metà del 2012. Dal lato dell'offerta, nella seconda metà dell'anno il grado di irrigidimento netto dei

criteri di concessione dei prestiti è stato piuttosto contenuto, poiché le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE (in particolare le due ORLT a tre anni condotte verso la fine del 2011 e agli inizi del 2012) hanno contribuito ad allentare i vincoli all'erogazione di credito alle famiglie consentendo alle banche una raccolta a medio termine a costo ridotto. In linea con il calo dei tassi di mercato, i tassi attivi praticati dalle banche sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti nel corso del 2012 per l'area dell'euro nel suo complesso.

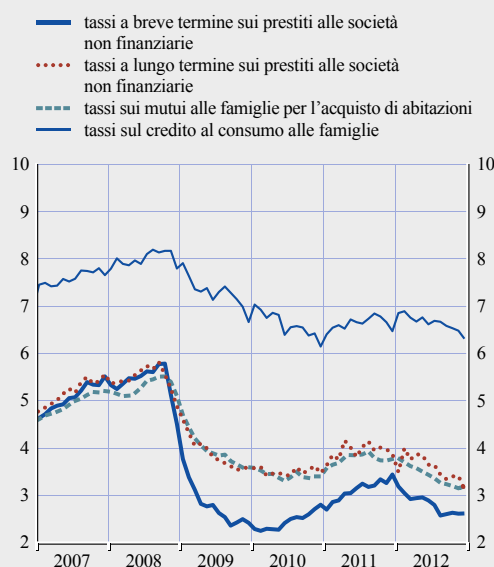
Dopo una certa stabilizzazione nel primo trimestre del 2012, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo ha ripreso a calare ed è rimasto negativo, collocandosi al -2,8 per cento in dicembre, da -1,8 in dicembre 2011. Questa debolezza ha riflesso in larga misura fattori di domanda (che hanno inciso in particolare su questa tipologia di credito) ed è risultata in linea con i risultati delle indagini presso i consumatori. La modesta crescita del reddito reale disponibile delle famiglie e il fatto che il loro indebitamento sia rimasto su livelli elevati in vari paesi dell'area dell'euro hanno continuato a frenare la domanda di credito al consumo. In linea con ciò, le indagini sul credito bancario hanno riportato sia un calo della domanda, sia un leggero irrigidimento dei criteri di concessione per questa tipologia di prestito. I tassi applicati dalle banche al credito al consumo si sono ridotti nella seconda metà dell'anno (cfr. figura 16). Ciò nonostante, si è osservata una considerevole eterogeneità nei tassi applicati dalle IFM nei vari paesi dell'area dell'euro.

DEBITO DELLE FAMIGLIE SOSTANZIALMENTE INVARIATO, MA ANCORA ALTO

Il 2012 ha visto un lieve aumento del rapporto fra debito e reddito disponibile lordo nominale delle famiglie, che si è portato su un livello prossimo a quello osservato a metà 2010. Questo moderato incremento ha riflesso la crescita del debito totale delle famiglie e la contestuale stagnazione del reddito disponibile (cfr. figura 17). I pagamenti per interessi delle famiglie in percentuale del reddito disponibile

Figura 16 Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie

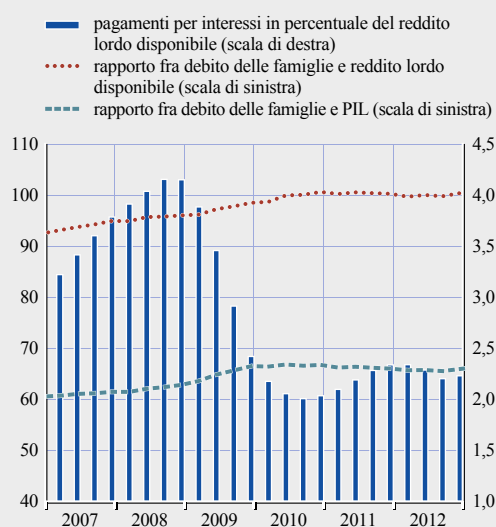
(valori percentuali in ragione d'anno escluse le spese; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.

Figura 17 Debito e pagamenti per interessi delle famiglie

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

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

loro sono rimasti sostanzialmente invariati nel corso del 2012, principalmente a causa della lieve flessione dei tassi di interesse applicati sui mutui per l'acquisto di abitazioni. Per contro, si stima che il debito delle famiglie in rapporto al PIL sia leggermente diminuito, collocandosi a 66,0 per cento nel quarto trimestre del 2012.

CALO DEL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO PER LE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il costo complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie si è ridotto di circa 80 punti base tra la fine del 2011 e la fine del 2012. Il calo ha riguardato le varie fonti di finanziamento esterno (cfr. figura 18). Tuttavia, benché i costi medi siano calati nella media dell'area dell'euro, si è continuata a registrare una significativa dispersione regionale.

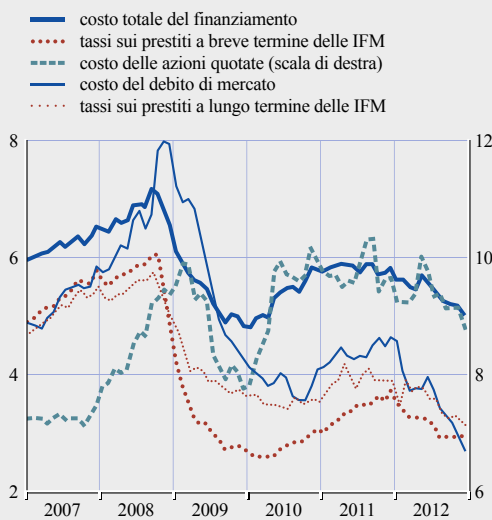
La trasmissione dei tagli ai tassi di politica monetaria, apportati verso la fine del 2011, unitamente al miglioramento del clima di fiducia sui mercati a seguito delle operazioni ORLT a tre anni condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012 hanno contribuito a far scendere il costo del finanziamento esterno per le società non finanziarie nella prima parte dell'anno in rassegna. Il calo ha segnato una battuta d'arresto intorno a metà anno, quando si sono intensificate le tensioni sui mercati. Tuttavia, con l'ulteriore riduzione dei tassi di politica monetaria nel luglio 2012 e l'annuncio delle ODM, il costo del finanziamento esterno è tornato a diminuire, a un ritmo più sostenuto.

Per quanto riguarda il costo del finanziamento bancario, tra la fine del 2011 e la fine del 2012 i tassi nominali applicati dalle IFM sui prestiti a breve termine sono calati dal 3,7 al 2,9 per cento. Nello stesso periodo, i tassi di mercato a breve termine sono diminuiti in misura maggiore, pari a circa 120 punti base nel caso dell'Euribor a tre mesi. Il differenziale fra i tassi di prestito a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi è andato pertanto ampliandosi durante tutto il 2012. I tassi nominali applicati dalle IFM ai prestiti a lungo termine sono calati meno (di circa 60 punti base) di quelli sui prestiti a breve termine. Anche il differenziale fra il tasso nominale sui prestiti a lungo termine delle IFM e quello sugli *overnight index swap* a dieci anni si è ampliato.

Se da un lato è probabile che le riduzioni dei tassi di politica monetaria effettuate verso la fine del 2011 si siano ampiamente trasmesse ai tassi attivi entro la fine del 2012, dall'altro lato è altrettanto probabile che la trasmissione del taglio apportato ai tassi di riferimento nel luglio 2012 sia ancora incompleta, giustificando in questo modo parte dell'aumento dei differenziali relativi ai tassi attivi delle banche. Inoltre, nel 2012 i tassi sui prestiti delle IFM hanno continuato a evidenziare un'ampia dispersione fra paesi all'interno dell'area. Di fatto, vari fattori possono aver contribuito ad accrescere i differenziali fra i tassi sui prestiti, specie in alcuni paesi dell'area, e alcuni di questi suggerirebbero malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Da un lato, il peggioramento del merito di credito delle imprese in alcune giurisdizioni dovuto

Figura 18 Costo totale del finanziamento esterno delle società non finanziarie e componenti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Reuters e Merrill Lynch.

Note: il costo totale 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 (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 della BCE).

a un protratto periodo di debolezza dell'attività economica e alle forti incertezze riguardo alle prospettive di crescita hanno indotto le banche a richiedere un compenso più elevato per il rischio e quindi ad applicare tassi più elevati. Dall'altro lato, l'aumento dei differenziali nei tassi sui prestiti potrebbe riflettere gli effetti di contagio che le tensioni nel mercato del debito sovrano hanno avuto sulle condizioni di provvista delle banche, nonché il potenziale impatto delle strategie di riduzione del grado di leva finanziaria adottate dalle banche per adeguarsi progressivamente ai nuovi requisiti patrimoniali.

Il costo del finanziamento mediante il ricorso al mercato è calato di circa 180 punti base fra la fine del 2011 e la fine del 2012, raggiungendo un minimo storico. Questa flessione è avvenuta in due fasi. A inizio anno, è stata in parte determinata dalle riduzioni apportate ai tassi di politica monetaria verso la fine del 2011, nonché dalle positive ricadute derivanti dalle misure non convenzionali della BCE, in particolare le due ORLT a tre anni. La flessione si è arrestata intorno a metà anno a seguito del riacutizzarsi delle tensioni sui mercati, ma è successivamente ripresa dopo i provvedimenti di politica monetaria (il taglio dei tassi di riferimento nel luglio 2012 e l'annuncio delle ODM), che hanno ristabilito la fiducia e il clima di mercato è fortemente migliorato.

Il costo dell'emissione di azioni quotate è anch'esso diminuito nell'arco del 2012, e alla fine dell'anno si collocava su un livello inferiore di circa 60 punti base a quello di dodici mesi prima. Rispetto al costo dell'emissione di titoli di debito, il costo delle azioni ha risentito in misura maggiore delle rinnovate tensioni sui mercati prima di metà 2012. Tuttavia, l'aumento registrato nel secondo trimestre del 2012 è rapidamente rientrato nel momento in cui è migliorato il clima di fiducia a seguito delle azioni di politica monetaria intraprese o annunciate nella seconda metà dell'anno.

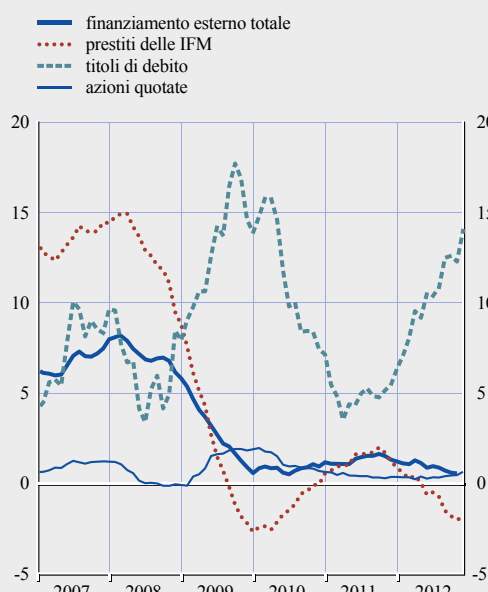
RICORSO LIMITATO AL FINANZIAMENTO ESTERNO

L'incremento del finanziamento esterno netto delle società non finanziarie dell'area dell'euro è stato contenuto nel 2012, raggiungendo un importo cumulato annuo storicamente basso, inferiore ai 100 miliardi di euro. In termini di composizione, il calo dei nuovi prestiti delle IFM alle società non finanziarie è stato parzialmente controbilanciato dai crescenti collocamenti di titoli di debito sul mercato, mentre le emissioni di azioni quotate sono rimaste modeste.

Più in dettaglio, dopo il lieve incremento registrato nel 2011, i prestiti alle società non finanziarie sono calati nel 2012, per un importo totale di circa 50 miliardi di euro. Per quanto riguarda il finanziamento mediante il ricorso al mercato, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è aumentato tra fine 2011 e fine 2012, dal 5 al 12 per cento, pur rimanendo inferiore al precedente picco del 16 per cento registrato all'inizio del 2010 (cfr. figura 19). Nel contempo, la crescita delle emissioni di azioni quotate è rimasta contenuta.

Figura 19 Finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro: scomposizione per strumento

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

Il rallentamento della domanda di finanziamenti esterni è in parte collegato al deterioramento delle condizioni economiche e alla debolezza delle dinamiche di investimento. In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, infatti, la domanda di prestiti delle imprese nell'area si è contratta in termini netti nel corso dell'anno, coerentemente con il minore fabbisogno di finanziamento per investimenti e scorte. Anche la disponibilità di autofinanziamento potrebbe spiegare la modesta crescita del finanziamento esterno, in particolare per le imprese di grandi dimensioni come desumibile dalle situazioni contabili delle società non finanziarie quotate. Per quanto riguarda le imprese minori, l'indagine sull'accesso al finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro ha delineato un quadro meno favorevole.

Dal lato dell'offerta, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che i criteri applicati dalle banche dell'area per la concessione di prestiti alle imprese sono rimasti restrittivi nel 2012, con variazioni della percentuale netta dei criteri di restrizione che ne hanno evidenziato nel corso dell'anno un ulteriore inasprimento. Con l'avanzare dell'anno, la percezione di rischio ha avuto un effetto significativo sulle condizioni di offerta di credito mentre, a seguito delle misure non convenzionali della BCE (in particolare le due ORLT a tre anni) i vincoli di bilancio o di raccolta delle banche hanno al contrario esercitato minori pressioni sull'irrigidimento dei criteri di concessione del credito.

Le variazioni dei flussi di finanziamento esterno registrate nel 2012 fanno ritenere che alcune imprese siano state in grado di diversificare le fonti di finanziamento in risposta all'irrigidimento dei criteri di concessione del credito delle banche. Il fenomeno di sostituzione del credito bancario con finanziamenti di altra provenienza è rimasto circoscritto alle imprese di maggiori dimensioni, che hanno prevalentemente sede in paesi con mercati obbligazionari più sviluppati. Le imprese che più dipendono dal credito bancario, comprese le PMI, e quelle situate nei paesi in difficoltà sono, invece, rimaste vulnerabili all'inasprimento dell'offerta di credito. Più specificamente, le due indagini sull'accesso al credito delle PMI condotte nel 2012 evidenziavano una disparità nelle condizioni di finanziamento alle PMI nei vari paesi dell'area, con la presenza di chiari ostacoli di finanziamento per le PMI dei paesi più duramente colpiti dalla crisi.

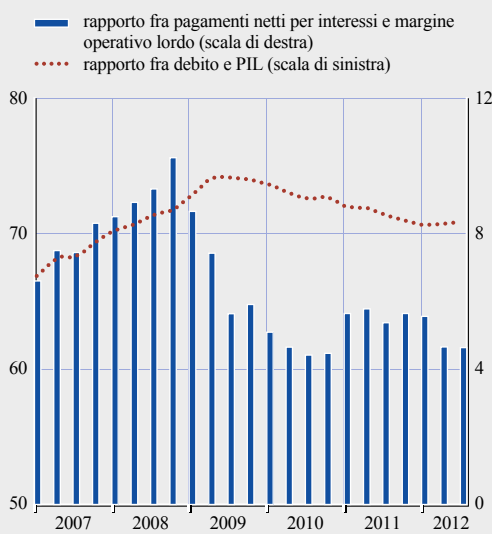
STABILITÀ DELL'INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE

La debolezza dell'attività economica registrata nel 2012 ha pesato sulla capacità da parte delle società non finanziarie nell'area dell'euro di produrre utili e ha mantenuto la loro redditività su livelli relativamente bassi durante l'intero anno. La ridotta capacità di accumulare utili ha ostacolato le iniziative del settore volte a ridurre il grado di indebitamento.

Nel 2012 l'andamento della redditività è stato tuttavia marcatamente differenziato a seconda delle dimensioni aziendali. Da un lato, sono emersi segnali di un moderato miglioramento

Figura 20 Debito e costi di rimborso delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: 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 terzo trimestre del 2012.

della redditività per le imprese quotate (di dimensioni generalmente maggiori); dall'altro lato, invece, l'indagine sull'accesso delle PMI al credito mostra che i profitti delle PMI hanno continuato a peggiorare dalla fine del 2011.

L'indebitamento del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel 2012, in linea con quanto osservato in una prospettiva di più lungo termine dal 2008 (cfr. figura 20). Esso rimane elevato, specie in questa fase del ciclo economico e in modo particolare in alcuni settori, come quello delle costruzioni. Sebbene l'onere del debito delle imprese abbia continuato a beneficiare di un contesto di bassi tassi di interesse e bassi rendimenti delle obbligazioni societarie, il reddito delle imprese non finanziarie risulta ancora relativamente sottotono per cui, in proporzione, i pagamenti netti per interessi sono rimasti su livelli elevati.

2.3 PREZZI E COSTI

Nel 2012 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è collocata in media al 2,5 per cento, rispetto al 2,7 nel 2011 e all'1,6 nel 2010. Dalla fine del 2010 l'inflazione è rimasta alquanto elevata, principalmente a causa della vigorosa dinamica dei prezzi dei beni energetici, ma anche per i consistenti aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati in alcuni paesi dell'area. Dopo essere scesa nel secondo trimestre del 2012, l'inflazione complessiva è risalita nei mesi estivi, per poi ridiscendere in ottobre, riflettendo soprattutto gli andamenti dei prezzi dell'energia.

Come evidenziato dagli andamenti dei prezzi alla produzione e dei dati ricavati dalle indagini, nella prima metà del 2012 le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate, principalmente a seguito dalla moderazione dei corsi del petrolio e delle materie prime. Dopo essere sceso temporaneamente al livello minimo nel luglio 2012, l'indice dei prezzi alla produzione per l'industria (al netto delle costruzioni) è aumentato, sebbene abbia ripreso a diminuire in ottobre. Tale profilo è stato influenzato dalle fluttuazioni dei corsi petroliferi e dai rincari mondiali degli alimentari in estate.

Per tutto il 2012 le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono rimaste contenute. I dati sulle retribuzioni, inclusi i redditi per occupato, hanno evidenziato segnali di moderazione rispetto al 2011, in un contesto di debolezza dell'attività economica e crescente rallentamento del mercato del lavoro. Nel 2012 la produttività del lavoro è aumentata a un tasso molto contenuto, ma positivo. La crescita dei redditi per occupato è diminuita rispetto all'anno precedente. Questo rallentamento ha attenuato in parte l'impatto al rialzo della minore crescita della produttività sulla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, che ha oscillato intorno all'1,5 per cento nei primi tre trimestri dell'anno.

Nel 2012 le percezioni dell'inflazione al consumo e le aspettative d'inflazione a breve termine sono rimaste più o meno stabili. Le attese di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste molto stabili, saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione inferiore ma prossima al 2 per cento nel medio termine.

L'INFLAZIONE SI È COLLOCATA SU LIVELLI ELEVATI NEL 2012

Le variazioni delle imposte indirette hanno costituito una determinante significativa dei livelli di inflazione sia a livello nazionale sia nell'area dell'euro. Nel 2012 gli aumenti delle aliquote dell'IVA

Tavola 1 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2012	2011 4°trim.	2012 1°trim.	2012 2°trim.	2012 3°trim.	2012 4°trim.	2012 nov.	2012 dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti										
Indice complessivo	1,6	2,7	2,5	2,9	2,7	2,5	2,5	2,3	2,2	2,2
Beni energetici	7,4	11,9	7,6	11,5	9,1	7,2	8,0	6,3	5,7	5,2
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	3,0	1,8	2,0	2,3	3,4	4,3	4,1	4,4
Alimentari trasformati	0,9	3,3	3,1	4,2	4,0	3,5	2,7	2,4	2,4	2,4
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0
Servizi	1,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,8
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	2,6	5,1	3,7	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	86,6	80,7	90,1	84,6	87,3	84,4	84,8	82,8
Materie prime non energetiche	44,6	12,2	0,5	-2,5	-5,8	-1,1	5,3	4,4	5,2	2,5

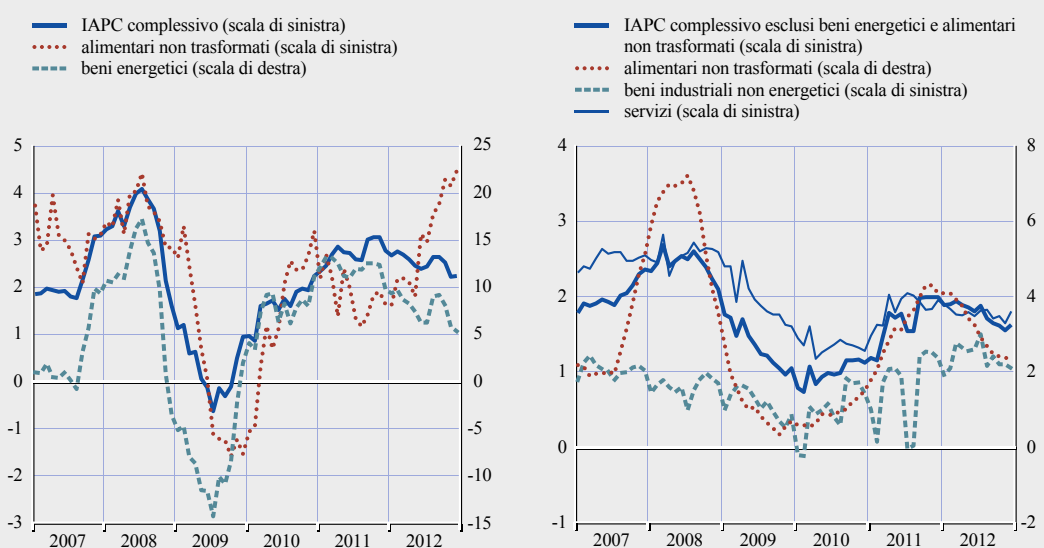
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati di Thomson Reuters.

e delle accise introdotti durante l'anno e nel 2011 hanno avuto un impatto sull'inflazione nell'area dell'euro superiore a quello esercitato dagli aumenti adottati negli anni precedenti e sono avvenuti in un numero più ampio di paesi. Il riquadro 4 analizza più in dettaglio l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo sia nel complesso dell'area sia nei singoli paesi. Un altro fattore che ha influenzato l'andamento dell'inflazione complessiva nel 2012 è stato, come negli anni precedenti, quello delle oscillazioni dei corsi energetici e delle materie prime (cfr. tavola 1 e figura 21).

La variazione tendenziale della componente energetica, che costituisce l'11,0 per cento dell'indice complessivo, è rimasta su valori a una sola cifra per tutto il 2012, attestandosi al 7,6 per cento in

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

media d'anno, contro l'11,9 nel 2011, principalmente a causa di effetti base. L'impatto è stato più evidente sulla dinamica dei prezzi delle voci direttamente connesse alle quotazioni del greggio, come i combustibili liquidi, i carburanti e i lubrificanti per il trasporto privato, ma non ha risparmiato i prezzi di elettricità, gas e combustibili per riscaldamento.

Riflettendo sia gli andamenti delle quotazioni mondiali delle materie prime alimentari sia le condizioni dell'offerta a livello locale, la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari è rimasta su un livello elevato, intorno al 3 per cento, per tutto il 2012. Tuttavia, non esistono riscontri concreti che i bruschi rincari delle materie prime in estate abbiano avuto un impatto più prolungato. Il fatto che l'inflazione della componente alimentare abbia oscillato intorno allo stesso livello, ha celato gli andamenti divergenti delle due sottocomponenti. Nel 2012 l'inflazione degli alimentari freschi ha mostrato una tendenza al rialzo, collocandosi in media al 3,0 per cento, un livello nettamente superiore all'1,8 per cento del 2011 e all'1,3 per cento del 2010. Per contro, l'inflazione degli alimentari trasformati è scesa costantemente nel 2012, situandosi in media al 3,1 per cento, contro il 3,3 per cento nel 2011 e lo 0,9 per cento nel 2010.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia è aumentata nel 2012 rispetto al 2011 e al 2010, nonostante la moderazione della domanda e della crescita salariale. Questa misura di inflazione di fondo è costituita da due voci principali, ossia i beni industriali non energetici e i servizi. Nell'ultimo anno e mezzo gli aumenti dell'IVA in diversi paesi dell'area dell'euro si sono riflessi in un aumento dei tassi di variazioni di queste due voci. La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici ha mantenuto la tendenza verso l'alto iniziata nel secondo trimestre del 2010, combinando effetti base al rialzo e una serie di aumenti sul mese precedente. Questi ultimi hanno rispecchiato una parziale trasmissione del passato deprezzamento del tasso di cambio, i rincari delle materie prime e gli aumenti delle imposte. Nella prima metà del 2012 il tasso di inflazione nei servizi è sceso gradualmente dal livello intorno al 2 per cento osservato alla fine del 2011. L'inflazione è poi rimasta relativamente stabile intorno all'1,7 per cento nella parte restante dell'anno, con rialzi episodici dovuti agli aumenti delle imposte indirette in diversi paesi, in un contesto caratterizzato da un generale rallentamento della domanda e, in misura minore, dei costi del lavoro.

Riquadro 4

L'IMPATTO DELLE IMPOSTE INDIRETTE SULL'INFLAZIONE AL CONSUMO NEL 2012

Le variazioni delle imposte indirette rivestono un ruolo sempre più rilevante nella dinamica dell'inflazione, sia a livello nazionale sia a livello dell'area dell'euro. Nel 2012 gli aumenti delle aliquote dell'IVA e delle accise introdotti durante l'anno e nel 2011 hanno avuto un impatto sull'inflazione nell'area dell'euro superiore a quello esercitato dagli aumenti adottati negli anni precedenti e sono avvenuti in un numero più ampio di paesi. Il contributo positivo netto delle imposte indirette all'inflazione nell'ultimo decennio è riconducibile alla tendenza generale ad aumentare le aliquote fiscali sui consumi e a ridurre le tasse sui redditi da lavoro¹. La principale ragione di tale spostamento è il fatto che le imposte indirette sono considerate più facilmente riscuotibili, più difficili da evadere e più favorevoli alla crescita economica. Negli ultimi anni

¹ Cfr. Commissione europea (2012), *Taxation trends in the European Union – data for the EU Member States, Iceland and Norway*, Eurostat Statistical Books.

le aliquote delle imposte indirette sono state aumentate a più riprese a seguito delle misure di consolidamento fiscale adottate in diversi paesi dell'area che hanno cercato di stimolare le entrate senza esercitare effetti negativi sulla propria competitività. Il presente riquadro analizza l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione ed esamina l'evoluzione dell'inflazione al netto di tali effetti temporanei, sia nel complesso dell'area sia nei singoli paesi.

Impatto delle variazioni delle imposte indirette sull'inflazione nell'area dell'euro e nei singoli paesi²

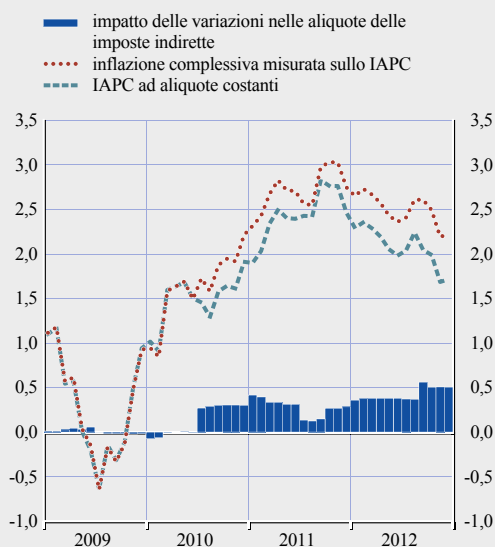
L'impatto "meccanico" delle variazioni delle imposte indirette sullo IAPC dell'area dell'euro può essere desunto dallo IAPC ad aliquote fiscali costanti (HICP-CT), pubblicato dall'Eurostat. Tale impatto è di natura meccanica perché si presume che le modifiche delle imposte erariali siano trasmesse ai prezzi al consumo in maniera completa e istantanea. Pertanto può essere visto come il probabile limite superiore dell'effettivo impatto diretto, che normalmente è inferiore e distribuito nel tempo, in base a diversi fattori legati alla situazione ciclica e al contesto concorrenziale delle imprese che determinano i prezzi³. Il fatto che la domanda di consumi rimanga molto debole in numerosi paesi che hanno introdotto aumenti delle imposte indirette suggerisce che la trasmissione sia stata parziale.

In base allo HICP-CT, l'impatto meccanico al rialzo degli aumenti delle imposte indirette a livello dell'area dell'euro è stato pari a 0,4 punti percentuali nel 2012, contro 0,3 e 0,1 punti percentuali rispettivamente nel 2011 e 2010 (cfr. figura A), a fronte di un impatto medio di 0,2 punti percentuali dal 2004. Nonostante la natura temporanea delle singole variazioni fiscali, che, ipotizzando un trasferimento immediato, sono escluse dal calcolo del tasso di inflazione dopo dodici mesi, l'impatto a livello dell'area dell'euro è stato, in una certa misura, distribuito nel tempo per via dell'ampio numero di misure adottate da vari paesi in momenti differenti.

Nel 2012, dieci paesi dell'area dell'euro hanno introdotto modifiche dell'imposizione indiretta che hanno avuto un impatto al rialzo di almeno ¼ di punto percentuale sui rispettivi tassi di inflazione (cfr. figura B). Si tratta del maggior numero di paesi da quando l'HICP-CT è stato

Figura A Impatto meccanico delle variazioni nelle aliquote delle imposte indirette sull'inflazione misurata dallo IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



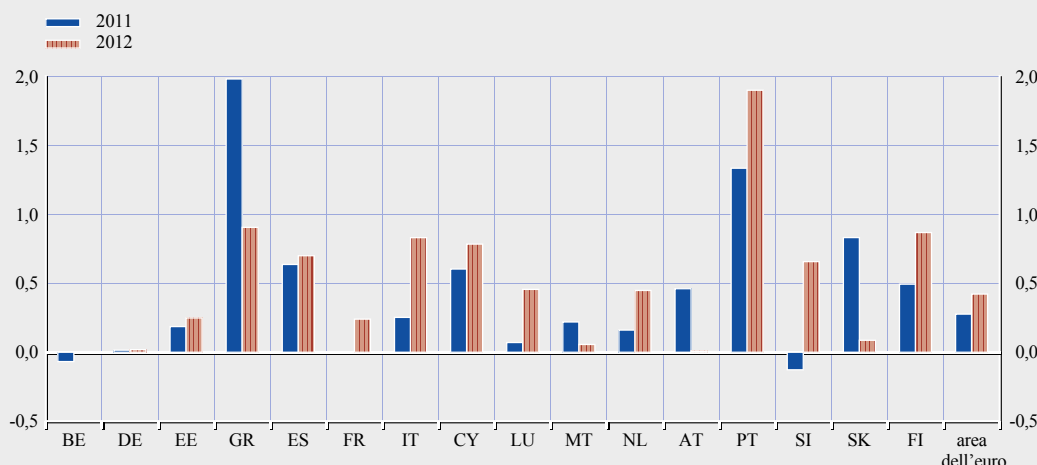
Fonte: Eurostat.

2 Lo IAPC ad aliquote fiscali costanti non viene pubblicato per l'Irlanda. Pertanto, questo paese non è incluso nei dati presentati in questo riquadro. In Irlanda l'aliquota ordinaria dell'IVA è aumentata di 2 punti percentuali nel 2012, e ha avuto un impatto significativo sull'inflazione.

3 Le evidenze econometriche relative alla trasmissione delle modifiche delle imposte erariali sono contrastanti. Ad esempio, uno studio della Deutsche Bundesbank sull'aumento dell'IVA in Germania nel 2007 ha concluso che, nonostante siano passati alcuni mesi prima che tale modifica fiscale abbia avuto un impatto sui prezzi al consumo, nel complesso il trasferimento è stato completo. Un altro studio del Banco de España ha concluso che il trasferimento dell'aumento dell'IVA in Spagna a metà del 2010 ha rappresentato solo il 40-60 per cento dell'impatto complessivo. Per ulteriori informazioni cfr. il numero di aprile 2008 del rapporto mensile della Deutsche Bundesbank e il numero di ottobre 2010 del bollettino economico del Banco de España.

Figura B Impatto delle variazioni nelle aliquote delle imposte indirette sul tasso di inflazione nel 2011 e nel 2012

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

compilato per la prima volta nel 2004. Peraltro, l'entità dell'impatto nel 2012 è stata notevolmente diversa nei vari paesi. Quello di gran lunga maggiore è stato registrato in Portogallo (1,9 punti percentuali), seguito dalla Grecia e dalla Finlandia (0,9 punti percentuali). Nel caso della Grecia, l'impatto è stato nettamente inferiore rispetto al 2011 e al 2010, quando era stato rispettivamente di 2,0 e 3,3 punti percentuali. Quanto ai paesi che hanno introdotto una variazione fiscale nello scorcio dell'anno, l'impatto medio annuo ha celato effetti molto più consistenti: ad esempio, l'aumento dell'IVA in Spagna nel settembre 2012 ha avuto un impatto meccanico di 2,1 punti percentuali negli ultimi quattro mesi dell'anno, ma di soli 0,7 punti percentuali nel complesso dell'anno. Questa modifica fiscale continuerà a esercitare un effetto al rialzo sull'inflazione nei primi otto mesi del 2013, con un impatto meccanico di 1,4 punti percentuali nel complesso dell'anno.

INFLAZIONE DI FONDO

Le variazioni delle aliquote delle imposte indirette tendono ad avere effetti *una tantum* sul livello dei prezzi, simili a quelli a volte connessi agli shock sui prezzi delle materie prime. In assenza di effetti di secondo impatto, l'impatto sui tassi di inflazione annua è temporaneo. Pertanto, per valutare gli andamenti di fondo dell'inflazione, è utile escludere non solo le componenti volatili dello IAPC, ossia i beni alimentari ed energetici, ma anche gli effetti delle variazioni dell'imposizione indiretta⁴ (cfr. figura C). Applicando questa misura di esclusione, l'inflazione di fondo nel 2012 è stata negativa in Grecia e Portogallo e inferiore all'1 per cento in Spagna, Cipro e Slovenia. In Italia l'inflazione complessiva è stata superiore al 3 per cento, ma quella di fondo si è collocata all'1,7 per cento. Nel 2012 l'inflazione di fondo nel complesso dell'area si è posizionata all'1,2 per cento, a fronte di un'inflazione generale pari al 2,5 per cento.

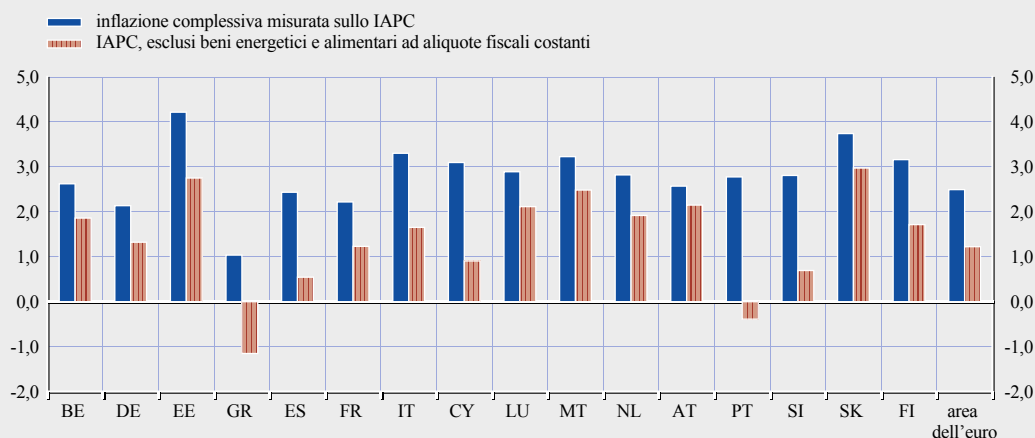
CONCLUSIONI

Nel 2012 le variazioni dell'imposizione indiretta hanno esercitato un significativo impatto al rialzo sull'inflazione nell'area dell'euro. Tali modifiche hanno anche contribuito a ridurre più

4 I dati evidenziati sono calcolati in base allo IAPC ad aliquote fiscali costanti dell'Eurostat, scomposto nelle principali componenti, evitando quindi di conteggiare due volte l'impatto delle imposte sui beni energetici e alimentari.

Figura C Inflazione nell'intera area dell'euro e nei singoli paesi nel 2012

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

di quanto non sarebbe stato altrimenti la dispersione dei tassi di inflazione fra i paesi dell'area, dato che sono state particolarmente significative nei paesi dove la dinamica dell'inflazione di fondo era più debole per effetto dei processi di aggiustamento macroeconomico. L'impatto delle imposte indirette avrà un ruolo rilevante nel determinare l'inflazione anche nel 2013, in quanto alcune misure devono ancora essere portate a termine e ne sono state programmate altre in diversi paesi. Sebbene l'impatto al rialzo sia solo temporaneo per ogni singola misura, è importante che il ripetersi degli impatti al rialzo non dia origine a effetti di secondo impatto sotto forma di attese di inflazione più elevate e maggiori rivendicazioni salariali. Di fatto, considerando che la BCE intende mantenere l'inflazione dell'area dell'euro inferiore ma prossima al 2 per cento nel medio periodo, questi ricorrenti impatti al rialzo limitano il margine per i rincari connessi agli andamenti delle retribuzioni e dei profitti che possono essere sostenuti se l'obiettivo di stabilità dei prezzi deve essere conseguito⁵.

⁵ Cfr. il riquadro *Fattori limitanti il margine disponibile per un incremento dei prezzi interni*, nel numero di gennaio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

I PREZZI ALLA PRODUZIONE HANNO CONTINUATO A DIMINUIRE NEL 2012

Dopo essere cresciuto tra la fine del 2010 e la prima metà del 2011, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è sceso nel 2012, soprattutto per effetto del calo dei corsi delle materie prime. Nella prima metà dell'anno le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate. In seguito ai rincari dei beni energetici connessi all'aumento dei corsi petroliferi, i prezzi alla produzione sono saliti temporaneamente in estate, per poi ridiscendere nel quarto trimestre. Gli effetti ritardati dei rincari mondiali delle materie prime alimentari, verificatisi in estate e ampiamente riassorbiti in autunno, hanno continuato a ripercuotersi sulla catena produttiva alimentare.

Nel 2012 i prezzi alla produzione dei beni industriali (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro sono saliti in media del 2,6 per cento, a fronte del 5,9 e del 2,9 per cento rispettivamente nel 2011 e 2010. Anche l'inflazione tendenziale dei prezzi alla produzione nell'industria al netto di costruzioni ed energia è scesa rispetto agli anni precedenti (all'1,3 per cento, contro il 3,8 nel 2011 e l'1,6 nel 2010). L'attenuazione delle pressioni sui prezzi è stata più evidente ai primi stadi della

catena dei prezzi (prezzi alla produzione dei beni intermedi) che a quelli successivi (prezzi alla produzione dei beni di consumo al netto dei beni alimentari; cfr. figura 22).

LE SPINTE INFLAZIONISTICHE INTERNE SONO RIMASTE CONTENUTE NEL 2012

Nel 2012 i dati sulle retribuzioni, inclusi i redditi per occupato, hanno evidenziato alcuni segnali di moderazione rispetto al 2011, in un contesto di debolezza dell'attività economica e di crescente rallentamento del mercato del lavoro. Tale moderazione andrebbe considerata sullo sfondo degli elevati livelli raggiunti dalle pressioni salariali nella prima metà del 2011, in concomitanza con il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro a seguito dell'ultima ripresa congiunturale.

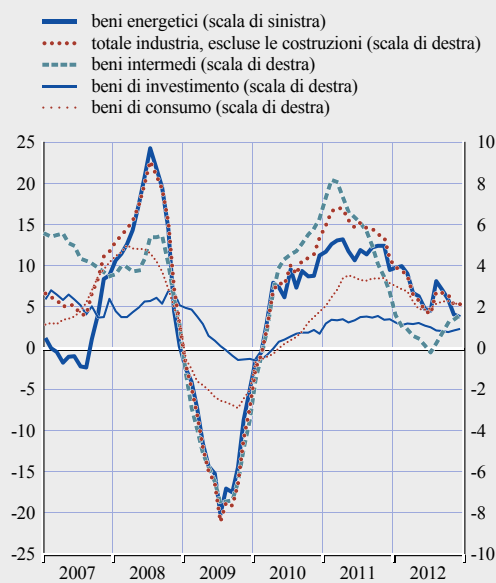
Nel terzo trimestre del 2012 la dinamica dei redditi per occupato si è collocata all'1,8 per cento, nettamente al di sotto del 2,2 per cento registrato nella media del 2011 (cfr. tavola 2). Altri indicatori salariali, come la crescita del costo orario del lavoro, sono lievemente diminuiti nel 2012, a differenza del 2011, quando la crescita dei salari per ora lavorata era aumentata sensibilmente. Nel complesso, i costi non salariali hanno continuato a crescere a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

Nel 2012 la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è stata lievemente più sostenuta rispetto al 2011, raggiungendo il 2,1 per cento nella media del 2012, dal 2,0 per cento nel 2011. Il fatto che la crescita dei salari effettivi, misurata dal reddito per addetto, sia stata più contenuta rispetto a quella delle retribuzioni contrattuali indica che l'adeguamento dei costi salariali nell'area dell'euro sta avvenendo in virtù dell'inerzia salariale negativa.

A causa del rallentamento del PIL dal secondo trimestre del 2011, la dinamica annuale della produttività del lavoro per addetto è scesa intorno allo 0,3 per cento nei primi tre trimestri

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2012	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	1,7	2,0	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	1,5	2,2	.	2,2	1,6	1,9	2,0	.
Redditi per occupato	1,7	2,2	.	2,2	2,0	1,6	1,8	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	2,5	1,2	.	0,7	0,4	0,3	0,1	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,9	1,0	.	1,6	1,6	1,3	1,7	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

del 2012, contro l'1,2 per cento nel 2011. La crescita della produttività del lavoro per addetto nell'area dell'euro è stata sensibilmente inferiore a quella dei redditi per occupato, di conseguenza il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato a un tasso sensibilmente più elevato rispetto agli anni precedenti. Nel terzo trimestre del 2012 esso è aumentato dell'1,7 per cento sul periodo corrispondente, a fronte dell'1,0 per cento nel 2011.

Di riflesso a tale aumento e alle sfavorevoli condizioni economiche, la crescita dei profitti per unità di prodotto si è contratta nei primi tre trimestri del 2012 ed è divenuta addirittura negativa nel terzo trimestre. Dopo la ripresa iniziata a metà del 2009, il livello dei profitti è rimasto sostanzialmente invariato nel 2011 e nel 2012. Allo stesso tempo, l'aumento delle imposte per unità di prodotto si è rafforzato lievemente nel 2012 rispetto al 2011. Nel complesso, la crescita del deflatore del PIL è rimasta sostanzialmente stabile intorno all'1,2 per cento negli ultimi due anni.

Figura 23 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su statistiche nazionali non armonizzate.
Nota: i dati per il 2012 sono relativi ai primi tre trimestri.

I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI SONO DIMINUITI

Nel terzo trimestre del 2012 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, non inclusi nello IAPC, sono scesi del 2,6 per cento sul periodo corrispondente (cfr. figura 23). In un contesto caratterizzato da tensioni in diversi mercati finanziari dell'area dell'euro, il tasso di variazione di questo indicatore è diminuito gradualmente dalla fine del 2010, quando era intorno al 2 per cento, entrando in territorio negativo nell'ultimo trimestre del 2011. Nel 2012 si è osservata anche una significativa dispersione della crescita dei prezzi delle abitazioni tra i paesi dell'area dell'euro. Mentre il tasso annuale di crescita dei prezzi delle abitazioni è stato negativo e ha continuato a diminuire in diversi paesi dell'area, esso si è mantenuto positivo in Belgio, Germania, Austria, Lussemburgo, Estonia e Finlandia.

ANDAMENTI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

Le informazioni raccolte dalle indagini *Consensus Economics*, *Euro Zone Barometer* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE mostrano che le attese di inflazione a lungo termine (su un orizzonte di cinque anni) si sono collocate in prossimità del 2,0 per cento nel 2012. Anche gli indicatori di mercato, come i tassi di inflazione di pareggio desunti da obbligazioni indicizzate all'inflazione e quelli comparabili ricavati da *swap* indicizzati all'inflazione, sono rimasti perfettamente in linea con la definizione di stabilità dei prezzi del Consiglio direttivo (cfr. il riquadro 3).

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

LA CRESCITA È DIVENUTA NEGATIVA NEL 2012

Dopo il brusco calo della produzione nel 2009, il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha registrato una crescita positiva per due anni consecutivi. Nel 2012 tuttavia la crescita ha perso

Tavola 3 Crescita del PIL in termini reali e sue componenti

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

	Variazioni sul periodo corrispondente ¹⁾								Variazioni trimestrali ²⁾				
	2010	2011	2012	2011	2012	2012	2012	2012	2011	2012	2012	2012	2012
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
PIL in termini reali di cui:	2,0	1,4	-0,5	0,6	-0,1	-0,5	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,6
Domanda interna ³⁾	1,3	0,5	.	-0,7	-1,6	-2,3	-2,3	.	-0,9	-0,4	-0,6	-0,3	.
Consumi delle famiglie	0,9	0,1	.	-0,8	-1,1	-1,1	-1,4	.	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1	.
Consumi collettivi	0,7	-0,1	.	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	.	0,0	0,1	-0,1	-0,1	.
Investimenti fissi lordi	-0,1	1,5	.	0,8	-2,5	-3,9	-4,2	.	-0,5	-1,4	-1,7	-0,6	.
Variazioni delle scorte ^{3), 4)}	0,6	0,2	.	-0,3	-0,5	-0,8	-0,6	.	-0,5	0,0	0,0	-0,1	.
Esportazioni nette ³⁾	0,7	0,9	.	1,3	1,5	1,8	1,6	.	0,6	0,3	0,5	0,3	.
Esportazioni ⁵⁾	11,2	6,3	.	3,6	2,4	3,5	3,0	.	0,0	0,5	1,6	0,9	.
Importazioni ⁵⁾	9,6	4,2	.	0,5	-1,1	-0,6	-0,7	.	-1,4	-0,3	0,6	0,3	.
Valore aggiunto lordo in termini reali di cui:	2,1	1,6	.	0,9	0,0	-0,3	-0,5	.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	.
Industria escluse le costruzioni	9,1	3,4	.	0,1	-1,1	-1,4	-1,7	.	-1,6	0,1	-0,1	-0,2	.
Costruzioni	-5,4	-0,8	.	0,7	-2,8	-2,6	-2,7	.	-0,1	-1,0	-0,9	-0,8	.
Servizi	1,2	1,3	.	1,1	0,6	0,2	0,0	.	0,1	0,0	0,0	0,0	.
<i>Per memoria:</i>													
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	1,2	1,5	.	1,1	0,5	0,0	-0,1	.	0,0	0,0	-0,2	0,1	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati annuali sono calcolati utilizzando dati non destagionalizzati. La seconda stima dei dati di contabilità nazionale diffusa dall'Eurostat per il quarto trimestre 2012 (che include la scomposizione della spesa) è stata rilasciata dopo la data limite di aggiornamento dei dati per questo rapporto.

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 importazioni e le esportazioni 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.

slancio e il prodotto sarebbe sceso dello 0,5 per cento (cfr. tavola 3). Analogamente alla flessione del 2009, anche nel 2012 sia la domanda interna sia le variazioni delle scorte hanno contribuito negativamente alla dinamica del prodotto. Il profilo della crescita del PIL è stato influenzato in ampia misura dalla debolezza degli investimenti e dei consumi privati, che, a loro volta, hanno risentito sfavorevolmente del basso clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, dei rincari petroliferi, dell'inasprimento dei criteri per l'erogazione del credito bancario e delle tensioni nei mercati del debito sovrano causate principalmente dai timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche in alcuni paesi dell'area. A differenza del 2009, l'interscambio netto ha fornito un contributo positivo alla crescita nel 2012 nonostante la debole espansione delle esportazioni, in ragione del calo delle importazioni. Tali andamenti confermano la tesi che la debolezza dell'attività economica nell'area dell'euro nel 2012 sia ascrivibile ai mercati interni e che non sia dunque un fenomeno globale, come è stato il caso nel 2009.

Nel primo trimestre del 2012 il PIL reale dell'area dell'euro è rimasto stabile in termini congiunturali, dopo un calo dello 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2011, che ha rispecchiato l'acuirsi della crisi finanziaria in aggiunta a un temporaneo indebolimento della domanda estera. Nel secondo e nel terzo trimestre il livello di produzione è sceso rispettivamente dello 0,2 e dello 0,1 per cento, a causa del protratto rallentamento della domanda interna e delle scorte in un contesto caratterizzato da bassa fiducia ed elevata incertezza. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat per il quarto trimestre, la variazione del PIL sul periodo precedente è stata di -0,6 per cento. Non è

ancora disponibile una scomposizione per il quarto trimestre, ma le ultime informazioni segnalano un contributo negativo della domanda interna unitamente a un calo delle esportazioni.

LA DOMANDA INTERNA È DIMINUITA PER LA PRIMA VOLTA DAL 2009

Nel 2012 i consumi privati sono diminuiti rispetto al 2011, quando aumentarono di appena lo 0,1 per cento. Il calo nel 2012 rispecchierebbe il rallentamento della spesa per consumi di beni al dettaglio, nonché i minori acquisti di autovetture. Il consumo di servizi sarebbe aumentato, benché in misura marginale. Gli andamenti dei consumi sono stati in linea con la riduzione del reddito reale causata dall'elevata inflazione e dal calo dell'occupazione. Nel contempo, per attenuare l'impatto del minore reddito disponibile sugli standard di consumo correnti, le famiglie hanno attinto ai loro risparmi. Di conseguenza, nel 2012 il loro tasso di risparmio è sceso al livello minimo registrato in diversi anni. L'indice del clima di fiducia dei consumatori, che fornisce un'indicazione piuttosto affidabile dei trend dei consumi, è migliorato lievemente, pur rimanendo negativo nella prima metà del 2012, dopo il periodo di flessione iniziato a metà del 2011. Nella seconda metà del 2012, tuttavia, il clima di fiducia è peggiorato nettamente fino a toccare un livello ben al di sotto della sua media di lungo periodo (cfr. figura 24).

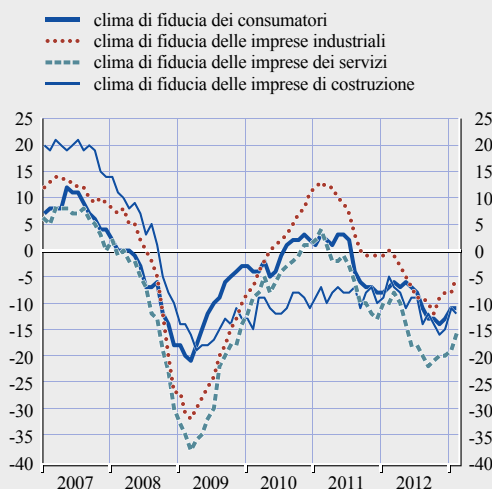
La crescita degli investimenti fissi lordi, divenuta positiva nel 2011 dopo essersi contratta per tre anni consecutivi, è tornata di segno negativo nel 2012. Tale contrazione ha riguardato gli investimenti sia in costruzioni sia negli altri comparti. L'andamento negativo nel 2012 è attribuibile principalmente all'elevato grado di incertezza e al peggioramento del clima di fiducia, nonché all'inasprimento dei criteri per l'erogazione del credito bancario in alcuni paesi e nel complesso dell'area dell'euro. Anche il processo in atto di ristrutturazione dei bilanci e le sfavorevoli condizioni finanziarie hanno frenato lo slancio della crescita nel corso di tutto l'anno. Ulteriori considerevoli aggiustamenti nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi hanno esercitato pressioni al ribasso sugli investimenti residenziali.

Nel 2012 la crescita sui dodici mesi dei consumi pubblici è stata, con ogni probabilità, quasi nulla o appena negativa, continuando sostanzialmente il lieve calo osservato nel 2011, per effetto delle ulteriori iniziative di risanamento fiscale in diversi paesi dell'area. Tali iniziative si sono concentrate in particolare sul contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che contribuiscono per circa la metà alla spesa pubblica totale nell'area dell'euro. Anche la spesa per consumi intermedi si è ridotta, mentre i trasferimenti sociali in natura sono nuovamente aumentati, sostanzialmente in linea con l'andamento degli anni precedenti.

In un contesto caratterizzato dal calo del prodotto, dal peggioramento delle prospettive economiche e dal significativo inasprimento delle condizioni di finanziamento in alcuni paesi, la crescita è stata frenata anche dal decumulo delle scorte. Di conseguenza, le scorte hanno fornito un apporto negativo alla crescita nel 2012, pari a circa -0,6 punti percentuali del PIL (in base ai dati per i

Figura 24 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

Note: i dati sono calcolati come deviazioni dalla media del periodo da gennaio 1985 per il clima di fiducia dei consumatori, delle imprese industriali e di costruzione e da aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi.

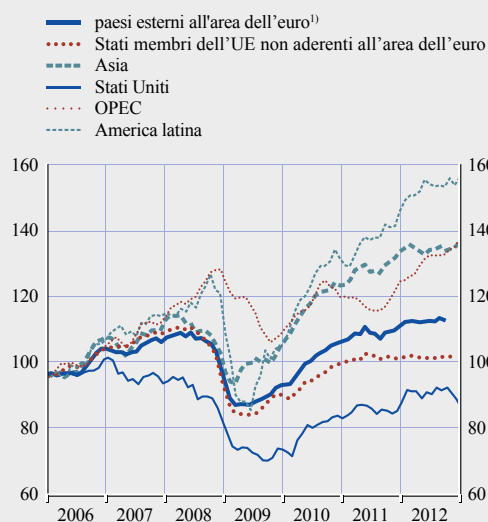
primi tre trimestri del 2012), dopo aver determinato i contributi positivi nel 2011 e nel 2010, pari rispettivamente a 0,2 e 0,6 punti percentuali.

TENUTA DELL'INTERSCAMBIO NETTO, SOPRATTUTTO PER LA DEBOLEZZA DELLE IMPORTAZIONI

La componente del commercio con l'estero è stata l'unica a fornire un contributo positivo netto all'espansione del PIL nell'area dell'euro nel 2012. Mentre le esportazioni hanno registrato un moderato incremento, le importazioni sono diminuite per la prima volta dal 2009. Di conseguenza, nel 2012 il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è stato in assoluto uno dei più elevati. Il calo delle importazioni è stato indotto soprattutto dalla debolezza dell'attività economica nell'area, che ha determinato una riduzione della domanda di consumi, investimenti e beni intermedi provenienti dall'estero. Allo stesso tempo, la crescita delle esportazioni è stata frenata dal calo della domanda estera, in un contesto di rallentamento economico mondiale, rimanendo ben al di sotto dei tassi osservati nel 2010 e nel 2011. Ciò nondimeno, i miglioramenti della competitività di prezzo sulla scia del processo in atto di correzione degli squilibri ha sostenuto l'aumento delle esportazioni in alcuni paesi dell'area (cfr. riquadro 5). Per quanto riguarda la scomposizione geografica delle esportazioni di beni dell'area, le esportazioni verso gli Stati Uniti sono rimaste abbastanza sostenute, nonostante un lieve rallentamento (cfr. figura 25). Per contro, gli scambi all'interno dell'area hanno segnato un forte rallentamento, così come le esportazioni verso gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e l'Asia.

Figura 25 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali

(indici: 1° trim. 2006 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili a tre mesi)



Fonte: BCE.

Note: l'ultima rilevazione è relativa a dicembre 2012, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro e per gli Stati membri dell'UE non aderenti all'area, per i quali l'ultima osservazione è relativa a novembre 2012.

1) Sotto la voce "paesi esterni all'area dell'euro" si riportano gli andamenti dell'area dell'euro nel suo insieme rispetto al resto del mondo.

Riquadro 5

IL PROCESSO DI RIEQUILIBRIO NELL'AREA DELL'EURO¹

Prima della recente crisi alcuni paesi dell'area dell'euro hanno attraversato un periodo di crescita salariale e di tassi di inflazione persistentemente al di sopra della media dell'area. Questi andamenti, insieme alle favorevoli condizioni di finanziamento, hanno contribuito alla perdita di competitività e all'accumularsi di squilibri macroeconomici esterni e interni. Il presente riquadro esamina il processo di riequilibrio nei paesi dell'area che è stato avviato con l'inizio della crisi.

1 Il presente riquadro esamina il processo di riequilibrio nei dodici paesi membri dell'UE che al 2001 erano entrati a far parte dell'area dell'euro, ossia Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Sono esclusi i paesi entrati nell'area dopo il 2001, dato che per essi le questioni relative alla convergenza reale e nominale svolgono un ruolo più importante nel determinare i differenziali di inflazione.

L'accumularsi di squilibri macroeconomici prima del 2008

Il basso costo reale del finanziamento e le ipotesi eccessivamente ottimistiche da parte di famiglie, imprese e settore pubblico circa gli andamenti economici futuri sono stati alcuni dei principali fattori che hanno contribuito agli squilibri. Essi in particolare hanno determinato un significativo deterioramento cumulato della competitività, con una dinamica salariale persistentemente superiore ai guadagni di produttività e con tassi di inflazione al di sopra della media dell'area dell'euro². Alcuni paesi hanno registrato un'insostenibile crescita della domanda interna finanziata dal credito e da bolle immobiliari. A causa del deterioramento della competitività e del forte incremento delle importazioni sulla scia della sostenuta domanda interna, i disavanzi correnti sono aumentati sensibilmente in alcuni paesi dell'area. Poiché la forte domanda ha rispecchiato soprattutto gli andamenti dei consumi e degli investimenti privati e pubblici nel settore dei beni non commerciabili (specie nel settore edile, provocando una bolla immobiliare in alcuni paesi), è mancato un corrispondente incremento della capacità di finanziare il crescente onere del debito estero. Per quanto concerne le politiche fiscali, la consistente crescita delle entrate, alimentata dal periodo di forte crescita non sostenibile della domanda interna, ha determinato aumenti strutturali della spesa pubblica, anche nei paesi dove il disavanzo di bilancio e il debito pubblico erano già relativamente elevati. La successiva debolezza della domanda interna connessa alla crisi ha evidenziato le gravi vulnerabilità di bilancio che ne sono derivate, con un forte incremento dei disavanzi e dei livelli del debito pubblico.

Il processo di riequilibrio dall'inizio della crisi

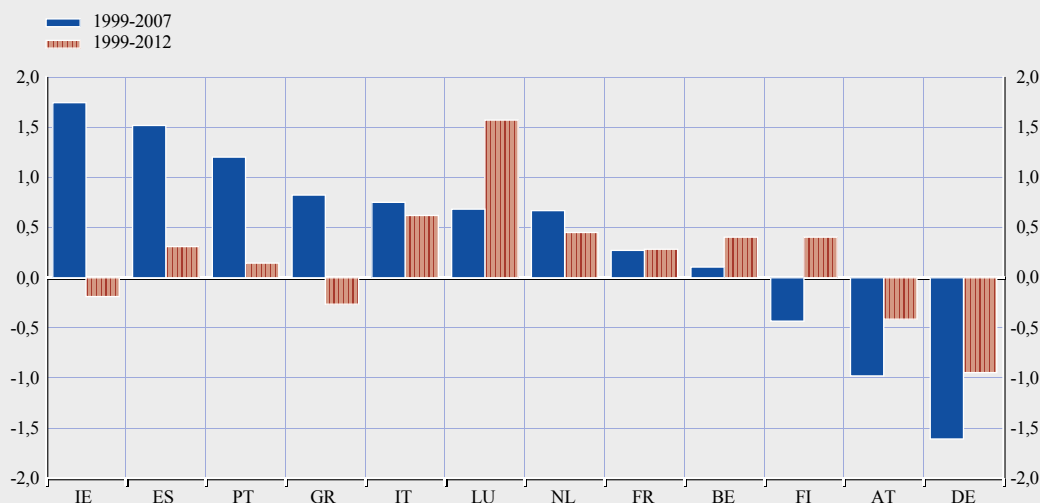
Il processo di riequilibrio, iniziato nel 2008, comporta un aggiustamento delle posizioni di competitività relativa e degli squilibri macroeconomici interni ed esterni. Dal 2008 il costo del lavoro per unità di prodotto ha rallentato in gran parte dei paesi dell'area con esigenze di aggiustamento, contribuendo a ripristinare la competitività (cfr. figura A). La soppressione di posti di lavoro su vasta scala ha portato a un miglioramento della competitività di costo attraverso un incremento della produttività misurata. Allo stesso tempo, gli adeguamenti retributivi, inizialmente piuttosto limitati, sono divenuti di recente più consistenti, sospinti in alcuni casi dalla riduzione delle retribuzioni nel settore pubblico nel quadro delle iniziative di consolidamento fiscale. Il processo di attuazione delle riforme strutturali per affrontare le rigidità strutturali profondamente radicate in alcuni paesi ha iniziato a prendere slancio, anche nei paesi beneficiari dei programmi di aggiustamento dell'UE e dell'FMI. In particolare, le riforme per accrescere la flessibilità del mercato del lavoro potrebbero già aver contribuito agli incrementi di competitività relativa.

Per migliorare la competitività di prezzo è necessario che le riduzioni del costo del lavoro relativo si traducano in corrispondenti aggiustamenti dei prezzi relativi. Tuttavia, l'adeguamento dei prezzi relativi non è stato in linea con i miglioramenti del costo del lavoro relativo (cfr. figura B). Ciò è in parte attribuibile alle iniziative di consolidamento fiscale, che hanno comportato un

2 Nei primi anni dell'UEM, il consistente aumento dei costi e dei prezzi relativi era in parte attribuibile al normale processo di convergenza reale e nominale. Tuttavia, la letteratura empirica non è riuscita a dimostrare inequivocabilmente l'incidenza degli effetti di convergenza (sotto forma di effetti Balassa-Samuelson) dopo l'inizio della Terza Fase dell'UEM. Studi precedenti sugli effetti Balassa-Samuelson nell'area dell'euro (ad esempio, Hofmann, B. e H. Remsperger (2005), "Inflation differentials among the euro area countries: potential causes and consequences", conference paper presentato all'assemblea annuale della Allied Social Science Associations del 2005, e Katsimi, M. (2004), "Inflation divergence in the euro area: the Balassa-Samuelson effect", *Applied Economics Letters* Vol. 11, n. 5, pp. 329-332) non hanno evidenziato alcun contributo significativo della convergenza dei prezzi tra paesi ai tassi di inflazione domestici nella Terza Fase dell'UEM. L'effetto Balassa-Samuelson è stato rilevato per un gruppo di paesi dell'area dell'euro tra il 1992 e il 2001 da Wagner, M. (2005), "The Balassa-Samuelson effect in 'East and West': differences and similarities", *Economics Series*, n. 180, Institute for Advanced Studies, Vienna.

Figura A Variazione media sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto rispetto al valore medio per l'area dell'euro nei periodi 1999-2007 e 1999-2012

(punti percentuali)



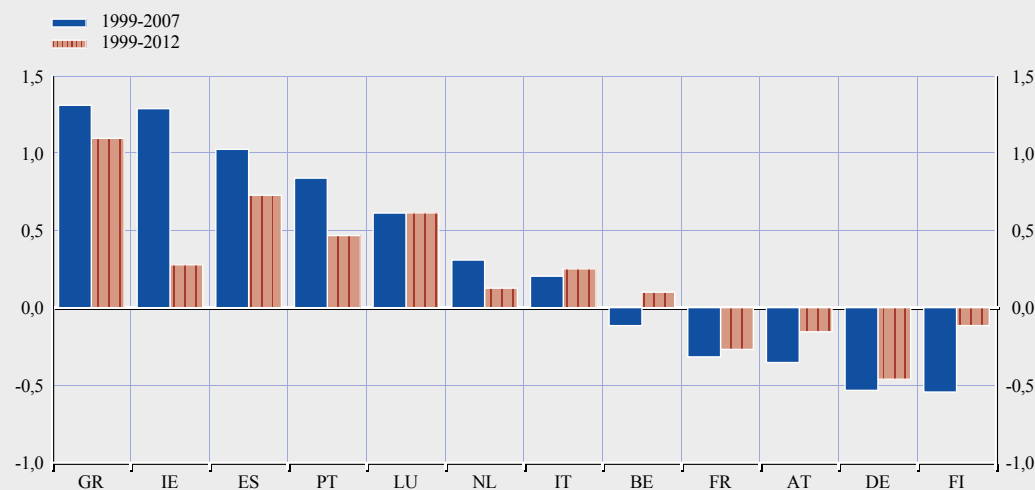
Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono ai 12 Stati membri che hanno aderito all'area dell'euro entro il 2001. I paesi sono elencati in ordine discendente per il periodo 1999-2007. I dati relativi alla Grecia coprono solo i periodi 2001-2007 e 2001-2012.

aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, esercitando quindi pressioni al rialzo sui prezzi. Inoltre, il limitato adeguamento dei prezzi può riflettere anche il concomitante aumento dei margini di profitto, che potrebbe essere stato causato da diversi fattori; potrebbe rispecchiare la normale ripresa congiunturale dei profitti, dopo la loro contrazione iniziale registrata negli anni precedenti a causa della perdurante tenuta della dinamica salariale. Inoltre, i più consistenti margini di profitto aggregati potrebbero essere riconducibili in parte a effetti di

Figura B Differenziali medi dell'inflazione sui dodici mesi, misurata sullo IACP, relativi all'area dell'euro nei periodi 1999-2007 e 1999-2012

(punti percentuali)

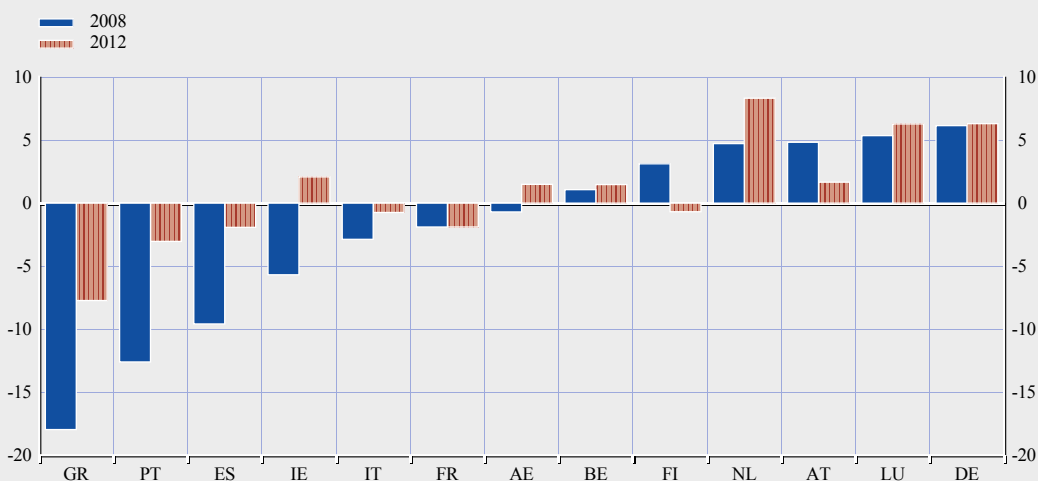


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono ai 12 Stati membri che hanno aderito all'area dell'euro entro il 2001. I paesi sono elencati in ordine discendente per il periodo 1999-2007. I dati relativi alla Grecia coprono solo i periodi 2001-2007 e 2001-2012.

Figura C Saldi delle partite correnti

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono ai 12 Stati membri che hanno aderito all'area dell'euro entro il 2001. I paesi sono elencati in ordine ascendente sulla base dei saldi delle partite correnti nel 2008.

composizione, dovuti, ad esempio, alla chiusura di imprese non redditizie. Tuttavia, i crescenti margini di profitto potrebbero riflettere anche la mancanza di concorrenza in determinati settori dell'economia, dove le imprese possono applicare margini elevati non essendo costrette dalla concorrenza a trasferire ai prezzi finali i miglioramenti del costo del lavoro. In tale contesto, dato che le riforme nei mercati dei beni e servizi sono state finora limitate, è essenziale che le iniziative per rafforzare la concorrenza assicurino che l'adeguamento dei prezzi sia in linea con il costo del lavoro.

La contrazione della domanda interna dal 2008 e, di conseguenza, il sostanziale rallentamento delle importazioni non energetiche hanno rappresentato le principali determinanti del miglioramento dei saldi correnti osservato nei paesi dell'area dell'euro che prima della crisi avevano registrato disavanzi correnti (cfr. figura C). L'attuale miglioramento dei saldi con l'estero potrebbe essere in parte invertito con la ripresa dell'attività economica in questi paesi. Tuttavia, la domanda non dovrebbe tornare ai livelli eccessivi raggiunti prima della crisi; in aggiunta, il potenziale produttivo delle economie interessate è diminuito per effetto della recessione. Inoltre, in alcuni paesi il saldo corrente dovrebbe rispecchiare maggiormente i guadagni di competitività relativa di costo e di prezzo, nonché, in alcuni casi, l'aumento del numero di imprese esportatrici. La crescente sostituzione delle importazioni (con la produzione interna) e il guadagno di quote di mercato delle esportazioni dovrebbero sostenere l'aggiustamento esterno³. Nonostante questo miglioramento dei saldi correnti, rimane una sfida significativa in termini di stock, in quanto i disavanzi persistenti registrati nell'ultimo decennio hanno portato a un accumulo di passività nette nei confronti di altri paesi. Negli ultimi anni la posizione patrimoniale netta sull'estero ha continuato a deteriorarsi in gran parte dei paesi che prima della crisi avevano registrato disavanzi correnti, nonostante questi ultimi siano stati notevolmente ridotti. I paesi dovranno registrare avanzi correnti ancora per qualche tempo per ridurre l'indebitamento estero e riguadagnare la fiducia degli investitori.

³ Tuttavia, nel medio termine la sostituzione delle importazioni potrebbe avere un effetto potenzialmente negativo sulla produttività e quindi sulla crescita delle esportazioni, a causa del ridotto uso di *input* di migliore qualità, più diversificati ed economici.

Sono necessari ulteriori sforzi per continuare il processo di riequilibrio

Nonostante gli aggiustamenti osservati finora, sembra necessario un ulteriore significativo riequilibrio per recuperare competitività e riassorbire gli squilibri rimanenti, come testimoniano la persistenza dei differenziali di costo e dei disavanzi correnti (cfr. figure A e C). Per continuare tale processo, i paesi dovranno adottare ulteriori misure ambiziose per rafforzare sia la competitività di prezzo sia quella non di prezzo. L'insieme di misure che devono essere attuate e la loro urgenza variano tra paesi. Una sensibile, effettiva riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto e dei margini di profitto (ove sia evidente una mancanza di concorrenza) è particolarmente urgente nei paesi dove l'elevata disoccupazione rischia di divenire strutturale e la concorrenza è debole.

Diversi ambiti di politica economica sono di particolare importanza per agevolare il protrarsi del processo di riequilibrio. Essi sono connessi alle riforme che accrescono la flessibilità dei mercati del lavoro e la concorrenza nei mercati dei beni e servizi per facilitare il necessario aggiustamento della competitività di prezzo. Quanto al mercato del lavoro, è necessario accrescere la flessibilità del processo di determinazione dei salari in diversi paesi dell'area, ad esempio rendendo meno vincolante la normativa a tutela dell'occupazione, abolendo i meccanismi di indicizzazione dei salari, riducendo i salari minimi e consentendo le contrattazioni salariali a livello aziendale. Inoltre, un aumento permanente della produttività facilita l'aggiustamento della competitività perché riduce il costo del lavoro per unità di prodotto e aumenta il prodotto potenziale. Tuttavia, per accrescere la produttività (attraverso l'innovazione di processi e prodotti, le competenze della forza lavoro o i fattori di contesto operativo) sono necessarie riforme strutturali che possono richiedere diverso tempo prima di avere effetti visibili (come la liberalizzazione degli ordini professionali chiusi e dell'immigrazione per lavoro, il riorientamento della spesa su istruzione, ricerca e sviluppo, la riforma delle principali condizioni strutturali che rendano il contesto giudiziario e regolamentare più favorevole alle imprese). Inoltre, margini di profitto elevati prevalgono in particolare nei settori con orientamento domestico (soprattutto in quello dei servizi). Pertanto, le misure di riforma strutturale possono affrontare la situazione rimuovendo gli ostacoli alla concorrenza (internazionale), specie in settori professionali protetti, ad esempio abbattendo le barriere all'ingresso di nuove imprese e riducendo in generale le pratiche burocratiche. Ciò, a sua volta, consentirà di ridurre le attuali rigidità al ribasso dei prezzi e permetterà ai paesi di trarre vantaggio dalle misure di aggiustamento.

Quanto alle politiche di bilancio, devono essere affrontati i problemi connessi agli squilibri nel settore pubblico e alla sostenibilità dei conti pubblici. Un obiettivo prioritario è ristabilire la sostenibilità delle finanze pubbliche riconducendo il rapporto debito/PIL su una traiettoria discendente. A tal fine, piani di consolidamento a medio termine precisi e credibili sono cruciali per riguadagnare la fiducia dei mercati finanziari e ridurre i costi del servizio del debito.

Il riequilibrio della competitività di prezzo e costo nei paesi dell'area dell'euro comporta che la crescita dei salari e dei prezzi nei paesi dove in precedenza si erano registrati eccessi a questo riguardo debba essere sensibilmente inferiore rispetto alla media per l'area dell'euro durante la fase di transizione. Allo stesso tempo, è probabile che diverse economie nell'area che prima della crisi si erano rafforzate in termini di competitività crescano a un ritmo più sostenuto e registrino temporaneamente aumenti di salari e prezzi superiori alla media dell'area. Tuttavia, è necessario evitare incrementi salariali eccessivi e forti rincari nei paesi più competitivi, anche durante tale fase di transizione, perché sarebbero dannosi per la crescita reale e porterebbero a un aumento della disoccupazione.

IL RALLENTAMENTO ECONOMICO HA INTERESSATO TUTTI I SETTORI

Il rallentamento economico nel 2012 è stato generalizzato a tutti i settori. Il valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) è sceso su base annua, con un calo dell'1,4 per cento nei primi tre trimestri dell'anno, a fronte di un aumento del 3,4 per cento nel 2011. La dinamica della crescita si è indebolita nell'arco dell'intero anno, in linea con il rallentamento della crescita del PIL. Questa tendenza è stata confermata dall'andamento della produzione industriale (al netto delle costruzioni), che nel dicembre 2012 è sceso del 2,3 per cento rispetto al livello dell'anno precedente. Fra le componenti della produzione industriale (al netto delle costruzioni), i beni intermedi hanno registrato il calo più consistente nel 2012 (cfr. figura 26).

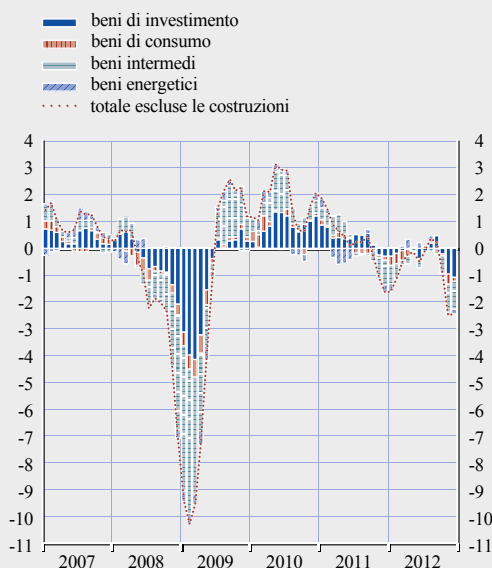
Nel 2012 la produzione nel settore edile è diminuita ulteriormente, protraendo un lungo periodo di debolezza. Dopo aver segnato un calo dello 0,8 per cento nel 2011, il valore aggiunto nelle costruzioni si è contratto in media del 3,5 per cento sul periodo corrispondente nei primi tre trimestri del 2012 (basato su dati non corretti per la stagionalità). Nello stesso periodo il valore aggiunto nei servizi ha registrato una modesta crescita annua dello 0,2 per cento, inferiore a quella del 2011, quando è aumentato dell'1,3.

I MERCATI DEL LAVORO HANNO CONTINUATO A DETERIORARSI

Il numero di occupati, che aveva iniziato a diminuire nella seconda metà del 2011, è sceso ulteriormente nel corso del 2012 (cfr. figura 27). Di conseguenza, nel terzo trimestre del 2012 l'occupazione nell'area dell'euro è diminuita di circa lo 0,7 per cento rispetto al livello dell'anno precedente. I risultati delle indagini segnalano ulteriori perdite di posti di lavoro nel quarto trimestre del 2012. Nel complesso del 2012 l'occupazione ha verosimilmente registrato una flessione di circa lo 0,7 per cento, a fronte di un aumento dello 0,3 per cento nel 2011. In una prospettiva settoriale, la riduzione dei posti di lavoro ha interessato tutti i principali settori. Nel 2012 il

Figura 26 Crescita della produzione nell'industria e relativi contributi

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come variazioni delle medie mobili di tre mesi rispetto all'analogo dato relativo ai tre mesi precedenti.

Figura 27 Andamenti del mercato del lavoro

(tassi di crescita sul trimestre precedente; percentuali delle forze lavoro; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

numero di ore lavorate totali ha subito un calo più pronunciato rispetto al numero di occupati. A fronte del nuovo indebolimento della crescita, numerose imprese hanno preferito diminuire l'utilizzo della forza lavoro riducendo le ore lavorate piuttosto che il numero di dipendenti, per evitare i costi di aggiustamento connessi al licenziamento dei lavoratori.

Dato che l'andamento del mercato del lavoro tende a essere in ritardo rispetto all'andamento congiunturale complessivo, la crescita dell'occupazione è diminuita in misura minore rispetto a quella del prodotto. Ciò ha comportato un calo della crescita della produttività per occupato dallo 0,7 allo 0,1 per cento tra l'ultimo trimestre del 2011 e il primo trimestre del 2012. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente nei primi tre trimestri dell'anno è stato in media dello 0,3 per cento, a fronte di un incremento dell'1,2 per cento nell'anno precedente. Il calo della crescita della produttività ha sostanzialmente riguardato tutti i settori, anche se la contrazione più brusca è stata osservata nel settore industriale (al netto delle costruzioni). Poiché la diminuzione delle ore lavorate è stata più brusca di quella dei posti di lavoro, la crescita della produttività complessiva misurata per ore lavorate si è collocata appena sopra l'1 per cento nei primi tre trimestri del 2012, un valore solo marginalmente più basso rispetto a quello del 2011.

Dopo aver raggiunto il minimo nella prima metà del 2011, il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare nel 2012, raggiungendo livelli mai registrati dal 1995, anno di inizio della serie per l'area dell'euro (cfr. figura 27). Nel dicembre 2012 il tasso di disoccupazione si è situato all'11,8 per cento, segnando un incremento di quasi 2 punti percentuali rispetto al livello minimo dell'aprile 2011. Tuttavia, il tasso di disoccupazione ha iniziato a rallentare da metà del 2012. Nel complesso del 2012 il tasso di disoccupazione si è collocato in media all'11,4 per cento, a fronte del 10,2 per cento del 2011.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe essere diminuito significativamente per il secondo anno consecutivo nel 2012, per effetto di considerevoli sforzi di risanamento in gran parte dei paesi. La crisi degli ultimi anni conferma che il mantenimento della solidità delle finanze pubbliche o la definizione di strategie credibili di risanamento per ripristinare la sostenibilità del debito nel momento in cui questa sia a repentaglio costituisce una condizione indispensabile per la stabilità macroeconomica e finanziaria complessiva, nonché per l'ordinato funzionamento dell'unione monetaria. I paesi dell'area dell'euro, compresi quelli più colpiti, hanno risposto vigorosamente alla crisi del debito sovrano in atto e agli effetti di contagio negativi attuando misure di consolidamento fiscale e di riforma strutturale e rafforzando i propri assetti di bilancio nazionali. Il quadro di riferimento dell'UE per la *governance* di bilancio è stato ulteriormente rafforzato con l'adozione del patto di bilancio (*fiscal compact*, cfr. la sezione 1 del capitolo 4).

IL RISANAMENTO DEI BILANCI NEL 2012

Malgrado le difficoltà economiche, secondo le previsioni economiche invernali elaborate dalla Commissione europea nel 2013, il disavanzo pubblico aggregato dell'area dell'euro è sceso al 3,5 per cento del PIL nel 2012, dal 4,2 del 2011 (cfr. tavola 4). La riduzione va ricondotta all'aumento delle entrate in percentuale del PIL, di riflesso alle maggiori tasse sul reddito e sulla ricchezza e, in misura inferiore, all'incremento delle imposte indirette, mentre le spese sono lievemente aumentate in rapporto al PIL. Fra il 2011 e il 2012 le entrate e le spese pubbliche totali sono cresciute rispettivamente dal 45,4 al 46,3 per cento del PIL e dal 49,5 al 49,8 per cento.

Tavola 4 Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

(percentuale del PIL)

	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche				Debito lordo delle amministrazioni pubbliche			
	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità 2012	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità 2012
	2010	2011	2012		2010	2011	2012	
Belgio	-3,8	-3,7	-3,0	-2,8	95,5	97,8	99,8	99,4
Germania	-4,1	-0,8	0,1	-1,0	82,5	80,5	81,6	82,0
Estonia	0,2	1,1	-0,5	-2,6	6,7	6,1	10,5	8,8
Irlanda	-30,9	-13,4	-7,7	-8,3	92,2	106,4	117,2	117,5
Grecia ¹⁾	-10,7	-9,4	-6,6	-6,6	148,3	170,6	161,6	-
Spagna ¹⁾	-9,7	-9,4	-10,2	-6,3	61,5	69,3	88,4	-
Francia	-7,1	-5,2	-4,6	-4,4	82,3	86,0	90,3	89,0
Italia	-4,5	-3,9	-2,9	-1,7	119,2	120,7	127,1	123,4
Cipro	-5,3	-6,3	-5,5	-2,6	61,3	71,1	86,5	-
Lussemburgo	-0,8	-0,3	-1,5	-1,5	19,2	18,3	20,5	20,9
Malta	-3,6	-2,7	-2,6	-2,2	67,4	70,4	73,1	70,3
Paesi Bassi	-5,1	-4,5	-4,1	-4,2	63,1	65,5	70,8	70,2
Austria	-4,5	-2,5	-3,0	-3,0	72,0	72,4	74,3	74,7
Portogallo ¹⁾	-9,8	-4,4	-5,0	-5,0	93,5	108,0	120,6	-
Slovenia	-5,7	-6,4	-4,4	-3,5	38,6	46,9	53,7	51,9
Slovacchia	-7,7	-4,9	-4,8	-4,6	41,0	43,3	52,4	50,2
Finlandia	-2,5	-0,8	-1,7	-1,1	48,6	49,0	53,4	50,7
Area dell'euro	-6,2	-4,2	-3,5	-3,2	85,6	88,1	93,1	-

Fonti: previsioni economiche dell'inverno 2013 della Commissione europea, aggiornamento dell'aprile 2012 dei programmi di stabilità ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni SEC 95.

1) Per Grecia, Spagna e Portogallo le cifre non si riferiscono agli obiettivi dei programmi di stabilità ma alla revisione del secondo programma di aggiustamento (per la Grecia) e agli obiettivi rivisti della procedura per disavanzo eccessivo (per Spagna e Portogallo).

Sempre secondo le previsioni dell'inverno 2013 della Commissione europea, il rapporto medio tra il debito lordo delle amministrazioni pubbliche e il PIL dell'area dell'euro è cresciuto ulteriormente, dall'88,1 per cento nel 2011 al 93,1 per cento nel 2012, a seguito di un ampio effetto "palla di neve" pari al 2,5 per cento del PIL (che riflette l'impatto della spesa per interessi, della crescita del PIL reale e dell'inflazione sul rapporto debito/PIL) e di un aggiustamento stock-flussi del 2,2 per cento del PIL, mentre il saldo primario di bilancio, pari al -0,4 per cento del PIL, ha contribuito solo marginalmente al deterioramento del debito. Il rapporto debito/PIL si collocava al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento del PIL a fine 2012 in 12 dei 17 paesi dell'area dell'euro.

Come mostra la tavola 4, le previsioni dell'inverno 2013 della Commissione europea evidenziano, per gran parte dei paesi, un livello del disavanzo e del debito nel 2012 più elevato rispetto alle stime contenute nei programmi di stabilità presentati nell'aprile 2012, o ai nuovi obiettivi di disavanzo eccessivo (Spagna e Portogallo) ovvero all'obiettivo rivisto del secondo programma di aggiustamento (Grecia). Il disavanzo è risultato significativamente superiore al previsto per alcuni paesi, segnatamente Spagna, Italia, Cipro e Slovenia. In base alle proiezioni, gli obiettivi non sono stati raggiunti, seppure per poco, da Belgio, Francia, Malta, Slovacchia e Finlandia. Per quanto riguarda i paesi interessati da un programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI, rispetto al 2011 il disavanzo dei conti pubblici è migliorato notevolmente in Irlanda e in Grecia, mentre si è deteriorato leggermente in Portogallo, in parte a seguito del venir meno degli effetti di una misura temporanea. Di seguito viene presentata una breve sintesi degli andamenti di bilancio relativi ai paesi interessati da un programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI.

GLI ANDAMENTI NEI PAESI SOGGETTI AI PROGRAMMI UE-FMI

GRECIA

In Grecia il risanamento dei conti pubblici dall'avvio del primo programma di aggiustamento economico nel maggio 2010 è stato notevole. Tuttavia, sono necessari ulteriori progressi affinché il debito pubblico possa essere riportato saldamente su un sentiero sostenibile.

Considerato il peggioramento delle prospettive per la sostenibilità del debito pubblico, si è reso necessario modificare il progetto del programma originale, e le autorità si sono impegnate nel marzo 2012 a un secondo programma di aggiustamento. Quest'ultimo contemplava il coinvolgimento del settore privato sotto forma di un concambio volontario di titoli di debito greci, che ha permesso di alleggerire sostanzialmente l'onere debitorio del paese. Nella parte successiva dell'anno, tuttavia, l'attuazione delle politiche in numerosi ambiti ha subito considerevoli ritardi e le condizioni macroeconomiche sono assai peggiorate, di riflesso all'accresciuta incertezza politica di fronte a due elezioni. Sono emersi dubbi significativi riguardo alla capacità e alla disponibilità del governo greco di attuare le riforme di bilancio e strutturali necessarie a ripristinare la sostenibilità del debito e la competitività. A seguito della seconda elezione, nel giugno 2012, il nuovo governo ellenico si è impegnato a riportare il programma in carreggiata.

Il sentiero del risanamento dei conti pubblici previsto dal secondo programma è stato modificato nel dicembre 2012 per tenere conto delle condizioni macroeconomiche peggiori rispetto alle attese. Di conseguenza, l'obiettivo per il saldo primario è stato rivisto dal -1,0 al -1,5 per cento del PIL, e l'obiettivo di conseguire un avanzo primario pari al 4,5 per cento del PIL è stato posticipato dal 2014 al 2016. Anche il termine ultimo per la correzione del disavanzo eccessivo è stato esteso dal 2014 al 2016. Al fine di colmare lo squilibrio, stimato pari a circa 13,5 miliardi di euro (7,3 per cento del PIL) per il periodo 2013-2014, le autorità hanno definito, nell'ambito della strategia di medio termine per i conti pubblici per il 2013-2016, un piano di consolidamento incentrato prevalentemente sulla spesa.

Per quanto riguarda il rapporto debito/PIL, il raggiungimento del 120 per cento entro il 2020, assunto a obiettivo all'epoca dell'approvazione del secondo programma, non risultava più realizzabile. Al fine di ridimensionare il debito e agevolare i finanziamenti erogati nell'ambito del programma, l'Eurogruppo ha concordato il 26 e il 27 novembre 2012 una serie di misure di abbattimento del debito, compresa la possibilità di riacquisti del debito da parte della Grecia. Considerato l'impatto di tali misure, compreso il buon esito dell'operazione di riacquisto di debito nel dicembre 2012, e ipotizzando un'attuazione rigorosa del programma, il rapporto debito/PIL dovrebbe raggiungere il 124 per cento nel 2020 e scendere ben al di sotto del 110 per cento entro il 2022.

IRLANDA

In Irlanda, dove sono stati centrati tutti i precedenti obiettivi in termini di disavanzo, nel 2012 è proseguita con successo l'attuazione del programma di aggiustamento UE-FMI. Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nel 2012 dovrebbe essere inferiore all'obiettivo sia del programma di stabilità sia del programma di aggiustamento.

Nel novembre 2012 è stato pubblicato l'aggiornamento del documento di programmazione a medio termine per i conti pubblici nel 2013-2015, con cui il governo si impegnava a proseguire nell'opera di risanamento fiscale anche dopo il completamento del programma, così da centrare l'obiettivo di correzione del disavanzo eccessivo entro il 2015. In base alle previsioni, la composizione

dell'aggiustamento rimarrà invariata: un terzo del risanamento restante riguarderà il lato delle entrate, due terzi quello della spesa. Fra le misure concernenti le entrate figurano l'introduzione di un'imposta sulla ricchezza immobiliare e l'ampliamento della base per l'imposizione sui redditi personali e per i contributi previdenziali. Significativi risparmi di spesa deriveranno dal sistema di previdenza sociale e dalle retribuzioni e pensioni del settore pubblico.

In prospettiva, il governo irlandese resta impegnato a proseguire sul cammino di riforma concordato nell'ambito del programma di aggiustamento ed è pronto ad attuare ulteriori misure in caso di necessità. Al fine di ridurre al minimo l'incertezza, andrebbero evitate revisioni della composizione dell'aggiustamento strutturale. Il conseguimento degli obiettivi di bilancio, se protratto nel tempo, manderebbe un forte segnale ai mercati e rafforzerebbe le probabilità per l'Irlanda di riacquistare il pieno accesso ai finanziamenti di mercato nel 2013, dopo la buona accoglienza che i mercati hanno riservato al primo tentativo in tal senso nell'estate 2012.

PORTOGALLO

In Portogallo l'aggiustamento è proseguito nel 2012 sostanzialmente in linea con i programmi. Mentre la spesa (al netto dei sussidi di disoccupazione) ha segnato un andamento più favorevole di quanto preventivato, la dinamica delle entrate è stata inferiore a quella contenuta nei piani originari, soprattutto a causa delle condizioni macroeconomiche peggiori del previsto.

Il percorso del risanamento previsto dal programma è stato adeguato per consentire il ribilanciamento interno dell'economia e salvaguardare al tempo stesso l'obiettivo di riduzione del rapporto debito/PIL nel medio termine. Per il 2012 l'obiettivo di disavanzo è stato rivisto al rialzo, dal 4,5 al 5 per cento del PIL.

Nuovi significativi interventi di risanamento sono necessari per migliorare ulteriormente la situazione delle finanze pubbliche. Per il 2013 sono state inserite nella legge di bilancio misure di consolidamento pari al 3 per cento del PIL. Per la maggior parte, gli interventi riguardano il lato delle entrate, con un aumento significativo delle aliquote sui redditi delle persone fisiche. Dal lato della spesa, nuove misure generalizzate di contenimento sono pressoché interamente controbilanciate dalla reintroduzione di erogazioni annuali aggiuntive per i pensionati e i dipendenti pubblici stabilita da una sentenza della Corte costituzionale.

In prospettiva, il mantenimento dell'impegno politico all'attuazione del programma e il raggiungimento degli obiettivi di bilancio concordati saranno cruciali per preservare lo slancio di riforma e riacquistare l'accesso ai mercati finanziari nel 2013 come programmato.

GLI INDICATORI CORRETTI PER IL CICLO

Come mostra la tavola 5, i tre indicatori di finanza pubblica che tengono conto degli effetti del ciclo economico (il saldo di bilancio corretto per il ciclo, il saldo primario corretto per il ciclo e il saldo strutturale) confermano tutti la notevole azione di risanamento compiuta a livello aggregato nell'area dell'euro nel 2012. Il saldo di bilancio corretto per il ciclo e il saldo primario, che esclude la spesa per interessi, corretto per il ciclo sono migliorati rispettivamente di 1,2 e 1,3 punti percentuali di PIL. Il saldo strutturale dell'area (che esclude le misure straordinarie e quelle temporanee) ha registrato un miglioramento di 1,4 punti percentuali di PIL. Questi valori vanno interpretati con cautela poiché le stime in tempo reale degli effetti del ciclo sui saldi di bilancio sono caratterizzate da incertezza, specie nelle economie dove è in atto un ribilanciamento significativo.

Tavola 5 Variazioni del saldo di bilancio e del saldo primario corretti per il ciclo e del saldo strutturale nell'area dell'euro e nei paesi dell'area

(in punti percentuali del PIL)

	Variazione del saldo di bilancio corretto per il ciclo			Variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo			Variazioni nel saldo strutturale di bilancio		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Belgio	1,2	-0,4	1,3	0,9	-0,4	1,4	0,5	-0,2	0,7
Germania	-2,8	2,4	1,4	-2,9	2,4	1,3	-1,5	1,3	1,4
Estonia	1,1	-0,9	-1,8	1,1	-0,9	-1,8	-0,1	0,5	0,8
Irlanda	-16,8	16,7	5,0	-15,6	16,9	5,5	0,7	1,4	0,3
Grecia	6,7	3,4	4,2	7,3	4,7	2,2	6,7	3,3	4,2
Spagna	1,8	-0,1	-0,5	1,9	0,4	0,0	1,1	0,1	1,5
Francia	0,1	1,6	1,2	0,1	1,8	1,1	0,3	1,3	1,2
Italia	0,0	0,4	1,7	-0,1	0,8	2,3	0,4	0,0	2,3
Cipro	0,8	-1,0	1,5	0,5	-0,8	2,8	0,8	-0,7	0,5
Lussemburgo	-1,1	0,3	-0,9	-1,1	0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,8
Malta	-0,1	0,8	0,3	-0,2	0,9	0,4	-0,5	1,2	0,0
Paesi Bassi	0,0	0,5	1,1	-0,2	0,5	1,1	0,1	0,4	1,1
Austria	-1,0	1,2	-0,3	-1,1	1,1	-0,2	-0,6	1,0	-0,1
Portogallo	-0,5	5,9	0,2	-0,5	7,0	0,4	-0,1	2,2	2,2
Slovenia	-0,2	-1,1	2,4	0,0	-0,9	2,9	-0,3	-0,1	1,4
Slovacchia	-0,4	2,5	0,3	-0,5	2,8	0,4	0,0	2,0	0,5
Finlandia	-1,4	0,7	-0,5	-1,5	0,7	-0,5	-1,4	0,7	-0,6
Area dell'euro	-0,6	1,6	1,2	-0,6	1,8	1,3	0,1	0,9	1,4

Fonte: previsioni economiche della Commissione europea dell'inverno 2013.

Note: un numero positivo/negativo corrisponde a un miglioramento/peggiornamento delle finanze pubbliche. Le variazioni del saldo e del saldo primario di bilancio corretti per il ciclo comprendono rilevanti misure *una tantum* e temporanee, incluse quelle di sostegno al settore finanziario.

LE PROCEDURE PER I DISAVANZI ECCESSIVI

Secondo le previsioni dell'inverno 2013 della Commissione europea, tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione di Germania, Estonia, Italia, Lussemburgo, Malta e Finlandia dovrebbero aver registrato un disavanzo pari o superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2012. Alla fine del 2012 erano sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi 12 paesi dell'area, con scadenze per la riduzione del rapporto disavanzo/PIL al disotto del valore di riferimento del 3 per cento comprese tra il 2012, per il Belgio, l'Italia e Cipro, al 2016 per la Grecia (cfr. tavola 6). Il Consiglio dell'Unione europea ha revocato la procedura nei confronti della Germania nel giugno 2012 e quella nei confronti di Malta nel dicembre 2012, dal momento che i dati definitivi mostravano che

Tavola 6 Procedure per i disavanzi eccessivi nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio per il 2012	Inizio	Scadenza	Correzione strutturale media annua raccomandata
Belgio	-3,0	2010	2012	¾
Irlanda	-7,7	2010	2015	2
Grecia	-6,6	2010	2016	-
Spagna	-10,2	2010	2014	2½
Francia	-4,6	2010	2013	1
Italia	-2,9	2010	2012	½
Cipro	-5,5	2010	2012	
Paesi Bassi	-4,1	2011	2013	¾
Austria	-3,0	2011	2013	¾
Portogallo	-5,0	2010	2014	1¾
Slovenia	-4,4	2010	2013	¾
Slovacchia	-4,8	2010	2013	1

Fonte: previsioni economiche della Commissione europea dell'inverno 2013.

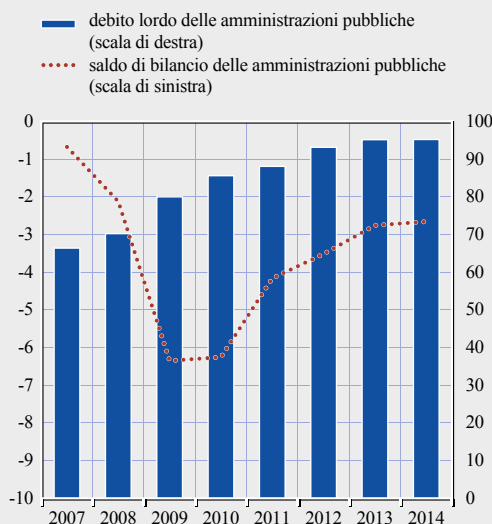
i disavanzi non avevano superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2011 e le previsioni della Commissione indicavano per il 2012 un disavanzo inferiore al 3 per cento del PIL per entrambi i paesi.

UN ULTERIORE RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI È ATTESO NEL 2013

Nel 2013 la situazione di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe continuare a migliorare. Secondo le previsioni dell'inverno 2013 della Commissione europea, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL per l'area dell'euro scenderà di 0,7 punti percentuali, al 2,8 per cento (cfr. figura 28). In rapporto al PIL, le entrate dovrebbero aumentare di 0,5 punti percentuali, mentre la spesa diminuirebbe di 0,3 punti. Si prevede che il debito pubblico dell'area dell'euro in rapporto al PIL continui ad aumentare, di 2,0 punti percentuali al 95,1 per cento, con valori superiori al 100 per cento in cinque paesi (Belgio, Irlanda, Grecia, Italia e Portogallo).

Figura 28 Andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: previsioni economiche della Commissione europea dell'inverno 2011.
Nota: i dati dei saldi di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

IL RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI DEVE PROSEGUIRE

Nonostante i progressi realizzati finora, occorre proseguire sulla via del risanamento per ripristinare la sostenibilità a lungo termine del debito nell'area dell'euro. Per quanto il risanamento possa dare luogo a un deterioramento temporaneo della crescita economica, se ben disegnato esso conduce a un miglioramento permanente dei saldi strutturali, con un impatto favorevole sulle traiettorie del rapporto debito/PIL⁵. I timori per la crescita andrebbero affrontati imprimendo un'accelerazione alle riforme strutturali e del settore finanziario.

In caso di inazione, gli elevati livelli del debito e la persistenza di disavanzi potrebbero compromettere le prospettive di crescita economica. Benché il tasso di aumento del rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL dell'area dell'euro sia diminuito nel 2012 in base alle proiezioni, il rapporto debito/PIL nel 2013 rimane su una traiettoria ascendente in molti paesi. Le evidenze empiriche mostrano che livelli persistentemente elevati del rapporto debito pubblico/PIL (intorno o superiori al 90 per cento) incidono negativamente sulla crescita economica. Oltre ad avere un effetto diretto di spiazzamento dell'investimento privato, essi si associano a premi per il rischio sul debito pubblico più elevati, i quali comportano a loro volta tassi di interesse maggiori, con ripercussioni avverse per gli investimenti e altri ambiti dell'attività economica sensibili all'andamento dei tassi di interesse.

Il risanamento delle finanze pubbliche può favorire la crescita economica nel breve periodo alimentando la fiducia del mercato finanziario. Esso dovrebbe accompagnarsi a riforme strutturali e del settore finanziario. Accrescere la flessibilità dei mercati del lavoro, dei prodotti e dei servizi migliorerebbe in misura decisiva la capacità di tenuta delle economie dell'area dell'euro.

⁵ Cfr. anche il riquadro intitolato *Il ruolo dei moltiplicatori fiscali nell'attuale dibattito sul risanamento* nel numero di dicembre 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Le politiche di bilancio possono inoltre contribuire ad aumentare la competitività e la crescita a medio e lungo termine. Ciò richiederà il contenimento della spesa e una maggiore efficienza di quest'ultima, in particolare nelle aree dell'istruzione, della sanità, della pubblica amministrazione e delle infrastrutture, nonché strutture di imposizione più favorevoli alla crescita e l'impegno a contrastare l'economia sommersa.

Le strategie di risanamento dei conti pubblici dovrebbero essere incentrate sul rigoroso rispetto degli impegni già assunti nell'ambito del Patto di stabilità e crescita e del *fiscal compact*. I paesi destinatari di assistenza finanziaria sono tenuti a rispettare pienamente gli impegni presi nell'ambito dei programmi UE-FMI. Tutti i paesi sottoposti a procedure per i disavanzi eccessivi devono assicurare il pieno conseguimento degli obiettivi di bilancio. I piani di bilancio di medio termine devono contenere misure credibili e margini adeguati, e ispirarsi a strategie fermamente incentrate sulla correzione dei disavanzi eccessivi. Laddove ciò non avvenga, occorrerebbe adottare misure procedurali tempestive nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi al fine di evitare che il consolidamento sia indebitamente ritardato e che venga compromessa fin dall'inizio la credibilità della nuova *governance* rafforzata per le finanze pubbliche.

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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2012, nonostante il miglioramento delle condizioni finanziarie, l'attività economica in gran parte dei dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (in seguito denominati anche "paesi dell'UE10") è rimasta debole, specialmente verso la fine dell'anno. Il tasso di incremento del PIL nel 2012 è stato considerevolmente inferiore che nel 2011. La ripresa è stata frenata principalmente dalla perdurante necessità di ridurre la leva finanziaria in diversi paesi e dalla debolezza del quadro economico nell'area dell'euro, che ha influito soprattutto sulle economie la cui crescita nel 2011 era stata trainata in larga parte dalla domanda estera. La domanda interna (escluse le scorte) è rimasta una determinante di rilievo dell'espansione del PIL, fornendo un contributo ampiamente positivo nei paesi che avevano registrato una crescita. Gli investimenti sono aumentati in diversi paesi e nello specifico in Bulgaria, Danimarca, Romania e nel Regno Unito. La crescita debole o ancora negativa del credito ha continuato a influire negativamente sull'economia di diversi paesi come conseguenza delle condizioni tese dal lato dell'offerta e del basso livello della domanda, di riflesso alla moderazione dell'attività economica e al ridimensionamento della leva finanziaria. La disoccupazione è scesa in alcuni paesi, ma si è mantenuta su livelli elevati nella maggior parte dei paesi dell'UE10 – e specialmente in Bulgaria, Lettonia, Lituania e Ungheria – a causa della perdurante debolezza economica.

In termini medi ponderati, il tasso di crescita annuo del PIL dei paesi dell'UE10 è sceso nel corso dei primi tre trimestri del 2012 rispetto al 2011. Le differenze tra paesi sono state in ogni caso sostanziali, ancorché più contenute rispetto all'apice della crisi nel 2009 (cfr. tavola 7). Il ritmo di espansione del PIL si è mantenuto robusto, seppur inferiore al 2011, in Lettonia e Lituania ed è rimasto ben superiore alla media dell'UE in Polonia. In Lettonia si è evidenziata una ripresa generalizzata della crescita, attestatasi al 5,2 per cento, il livello più alto dell'intera UE nei primi tre trimestri del 2012. In Lituania la maggiore incertezza ha influito negativamente sulla spesa

Tavola 7 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)

	2009	2010	2011	2012 ¹⁾	1° trim. 2012	2° trim. 2012	3° trim. 2012	4° trim. 2012
Bulgaria	-5,5	0,4	1,7	.	0,5	0,5	0,5	.
Repubblica Ceca	-4,5	2,5	1,9	.	-0,5	-1,0	-1,3	.
Danimarca	-5,7	1,6	1,1	-0,6	0,2	-1,4	0,0	-1,0
Lettonia	-17,7	-0,9	5,5	.	5,6	4,8	5,2	.
Lituania	-14,8	1,5	5,9	3,6	4,3	3,1	3,4	3,0
Ungheria	-6,8	1,3	1,6	.	-1,3	-1,4	-1,6	.
Polonia	1,6	3,9	4,3	.	3,5	2,3	1,8	.
Romania	-6,6	-1,7	2,5	0,2	0,8	1,3	-0,3	0,1
Svezia	-5,0	6,6	3,7	.	1,2	1,4	0,6	.
Regno Unito	-4,0	1,8	0,9	0,2	0,3	-0,2	0,2	0,3
UE7 ²⁾	-3,1	2,1	3,2	.	1,7	1,1	0,6	.
UE10 ³⁾	-4,0	2,4	1,8	.	0,8	0,3	0,3	.
Area dell'euro	-4,4	2,0	1,4	-0,5	-0,1	-0,5	-0,6	-0,9

Fonte: Eurostat.

Note: i dati annuali sono calcolati utilizzando dati non destagionalizzati. I dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative ad eccezione di quelli relativi alla Romania, i cui dati sono solo destagionalizzati.

1) I dati per il 2012 sono stime rapide, ovvero dati preliminari.

2) L'aggregato UE7 comprende i sette paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE nel 2004 e nel 2007.

3) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2012.

interna e, anche se la minore domanda estera ha frenato le esportazioni, il contributo positivo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è rimasto sostanziale. In Polonia il tasso di incremento del PIL in termini reali è diminuito sensibilmente nel 2012 da livelli relativamente alti, riflettendo in larga parte un generale rallentamento della domanda sia interna sia estera. Nei primi tre trimestri del 2012 il PIL ha subito una contrazione nella Repubblica Ceca e in Ungheria. Il rallentamento nella Repubblica Ceca va ricondotto in larga misura all'evoluzione della domanda interna, che ha risentito della caduta dei consumi delle famiglie e della minore spesa pubblica. Il forte calo cumulato dell'attività economica osservato in Ungheria è dovuto alla diminuzione della domanda interna in presenza di un ridimensionamento della leva finanziaria di famiglie e imprese, dell'azione di risanamento dei conti pubblici e del debole clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. Nel Regno Unito il prodotto ha subito una contrazione nella prima metà del 2012. Il PIL in termini reali è cresciuto notevolmente nel terzo trimestre, grazie a effetti di calendario positivi e alle Olimpiadi di Londra, ma è tornato a scendere nel quarto. Per quanto concerne la Bulgaria e la Romania, l'attività economica ha continuato a recuperare a ritmi moderati nel 2012. La Danimarca ha registrato una crescita del PIL in termini reali ancora contenuta come conseguenza della modesta evoluzione della domanda interna, che ha riflesso la necessità di ristrutturare i bilanci dopo il rapido aumento della leva finanziaria nel periodo antecedente la crisi. Nel 2012 il tasso di incremento del PIL è lievemente diminuito in Svezia rispetto al 2011, ma è rimasto sensibilmente al di sopra della media dell'UE.

PREZZI

Nel 2012 l'inflazione media ponderata sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari al 3,0 per cento nei paesi dell'UE10, dal 4,0 del 2011. Le dinamiche inflative hanno tuttavia continuato a evidenziare notevoli differenze tra paesi (cfr. tavola 8). Il tasso sui dodici mesi più elevato tra i paesi dell'UE10 si è registrato in Ungheria (5,7 per cento), mentre quello più basso in Svezia, dove è sceso allo 0,9 per cento. In gran parte dei paesi, l'evoluzione modesta della domanda interna e l'ampio margine di capacità inutilizzata hanno contribuito al contenimento delle pressioni al rialzo sui prezzi. Per quanto concerne gli altri fattori che influiscono sui tassi di inflazione, gli effetti base aumenti dei rincari dei corsi internazionali delle materie prime nel primo semestre del 2011 hanno determinato una moderazione delle pressioni al

Tavola 8 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)

	2009	2010	2011	2012	1° trim. 2012	2° trim. 2012	3° trim. 2012	4° trim. 2012
Bulgaria	2,5	3,0	3,4	2,4	1,9	1,8	3,0	2,8
Repubblica Ceca	0,6	1,2	2,1	3,5	4,0	3,8	3,4	2,9
Danimarca	1,1	2,2	2,7	2,4	2,8	2,2	2,4	2,1
Lettonia	3,3	-1,2	4,2	2,3	3,3	2,4	1,9	1,6
Lituania	4,2	1,2	4,1	3,2	3,6	2,8	3,2	3,0
Ungheria	4,0	4,7	3,9	5,7	5,6	5,5	6,0	5,5
Polonia	4,0	2,7	3,9	3,7	4,2	4,0	3,9	2,8
Romania	5,6	6,1	5,8	3,4	2,7	2,1	4,2	4,7
Svezia	1,9	1,9	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Regno Unito	2,2	3,3	4,5	2,8	3,5	2,7	2,4	2,7
UE7 ¹⁾	3,7	3,2	3,9	3,7	3,9	3,6	4,0	3,4
UE10 ²⁾	2,7	3,2	4,0	3,0	3,4	2,9	2,9	2,8
Area dell'euro	0,3	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE7 comprende i sette paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE nel 2004 e nel 2007.

2) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2012.

rialzo sui prezzi in gran parte dei paesi dell'UE10. L'aumento delle quotazioni di alcune materie prime nel terzo trimestre ha tuttavia sospinto l'inflazione verso l'alto. Ciò vale specialmente per Bulgaria e Romania, più esposte alle oscillazioni dei corsi delle derrate alimentari. Le variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette hanno avuto effetti eterogenei sull'inflazione nei paesi dell'UE10. Per quanto concerne la Lettonia e il Regno Unito, il venir meno dell'impatto dei precedenti aumenti delle imposte indirette (oltre che, in Lettonia, la riduzione di 1 punto percentuale dell'aliquota standard dell'IVA introdotta a luglio 2012) ha contribuito a moderare l'aumento dei prezzi e nel 2012 l'inflazione è di conseguenza scesa al 2,3 per cento in Lettonia e al 2,8 nel Regno Unito (rispettivamente, dal 4,2 e 4,5 per cento del 2011). Nella Repubblica Ceca e in Ungheria le recenti misure di risanamento dei conti pubblici hanno invece sortito l'effetto opposto. L'inflazione è salita al 3,5 per cento nella Repubblica Ceca e al 5,7 per cento in Ungheria (rispettivamente, dal 2,1 e 3,9 per cento del 2011). L'inflazione media misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è scesa nei paesi dell'UE10 al 2,5 per cento, dal 3,1 del 2011. Nel complesso la forte influenza di fattori idiosincratici si è tradotta in considerevoli variazioni di prezzo nei vari paesi durante l'anno, ma nell'insieme delle economie dell'UE10 l'inflazione si è mantenuta mediamente più bassa nel 2012 che nel 2011.

POLITICHE DI BILANCIO

Nel 2012 il rapporto tra il saldo di bilancio e il PIL è migliorato in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e ha subito un peggioramento solo nella Repubblica Ceca, in Danimarca, Svezia e Ungheria. Per quanto concerne l'Ungheria, se si escludono le entrate *una tantum* connesse alla nazionalizzazione del pilastro pensionistico privato obbligatorio nel 2011, la situazione di bilancio sottostante è tuttavia migliorata nel 2012 dopo il deterioramento dei due anni precedenti. Secondo le stime, cinque dei dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno registrato disavanzi di bilancio superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2012 (cfr. tavola 9). Nonostante i significativi sforzi di risanamento, il Regno Unito ha continuato a evidenziare un disavanzo molto ampio, stimato pari al 6,3 per cento del PIL, come conseguenza di un contesto macroeconomico meno favorevole del previsto. In Danimarca il disavanzo è salito sensibilmente al 4,0 per cento del PIL per la decelerazione del prodotto, l'aumento degli investimenti pubblici e il pagamento *una tantum* dei contributi volontari per il pensionamento

Tavola 9 Finanze delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio					Debito lordo				
	Commissione europea				Aggiornamenti dei programmi di stabilità/convergenza di aprile 2012	Commissione europea				Aggiornamenti dei programmi di stabilità/convergenza di aprile 2012
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012	
Bulgaria	-4,3	-3,1	-2,0	-1,0	-1,6	14,6	16,2	16,3	18,9	19,8
Repubblica Ceca	-5,8	-4,8	-3,3	-5,2	-3,0	34,2	37,8	40,8	45,5	44,0
Danimarca	-2,7	-2,5	-1,8	-4,0	-4,0	40,7	42,7	46,4	45,6	40,5
Lettonia	-9,8	-8,1	-3,4	-1,5	-2,1	36,7	44,5	42,2	41,9	44,5
Lituania	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	-3,0	29,3	37,9	38,5	41,1	40,2
Ungheria	-4,6	-4,4	4,3	-2,4	-2,5	79,8	81,8	81,4	78,6	78,4
Polonia	-7,4	-7,9	-5,0	-3,5	-2,9	50,9	54,8	56,4	55,8	53,7
Romania	-9,0	-6,8	-5,7	-2,9	-2,8	23,6	30,5	34,7	38,0	34,2
Svezia	-0,7	0,3	0,3	-0,2	-0,1	42,6	39,5	38,4	37,7	37,7
Regno Unito	-11,5	-10,2	-7,8	-6,3	-5,9	67,8	79,4	85,2	89,8	89,0
UE7 ¹⁾	-7,0	-6,5	-3,6	-3,4	-2,8	44,1	48,6	50,3	51,2	49,5
UE10 ²⁾	-8,5	-7,5	-5,3	-4,7	-4,3	56,8	64,1	67,5	70,7	69,5
Area dell'euro ³⁾	-6,3	-6,2	-4,2	-3,5	-3,2	80,0	85,6	88,1	93,1	-

Fonti: previsioni economiche dell'inverno 2013 della Commissione europea, aggiornamenti di aprile 2012 dei programmi di stabilità/convergenza ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni del SEC 95. Le cifre per il 2012 riportate negli aggiornamenti di aprile 2012 dei programmi di stabilità/convergenza sono state fissate dai governi nazionali e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

1) L'aggregato UE7 comprende i sette paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE nel 2004 e nel 2007.

2) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2012.

3) Il saldo di bilancio aggregato dell'area dell'euro è basato sugli obiettivi dell'UE-FMI o su quelli delle PDE per Irlanda, Grecia, Spagna e Portogallo e sugli aggiornamenti di aprile 2012 dei programmi di stabilità per gli altri paesi dell'area dell'euro. Il debito lordo aggregato dell'area dell'euro non viene riportato per la mancanza di dati relativi ad alcuni paesi.

anticipato. Si stima che nel 2012 il disavanzo abbia superato il valore di riferimento anche nella Repubblica Ceca, in Lituania e in Polonia, sebbene questi ultimi due paesi abbiano visto migliorare considerevolmente la loro posizione. Nell'insieme, fatta eccezione per Polonia e Repubblica Ceca, i risultati dei conti pubblici nel 2012 sono stati sostanzialmente in linea con gli obiettivi contenuti nei programmi di convergenza di aprile 2012. Il miglioramento dei saldi di bilancio nel 2012 è ascrivibile soprattutto alle misure strutturali di risanamento delle finanze pubbliche attuate in gran parte dei paesi.

Alla fine del 2012 tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro tranne la Bulgaria e la Svezia erano oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. La procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) avviata nei confronti della Bulgaria è stata revocata dal Consiglio dell'Unione europea a giugno 2012 e le azioni di risanamento dei conti pubblici sono proseguite nel 2012. Il termine per l'adozione di misure correttive è stato fissato al 2012 per Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia e Romania, al 2013 per Repubblica Ceca e Danimarca e all'esercizio finanziario 2014-2015 per il Regno Unito.

Secondo le stime, nel 2012 il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL è aumentato in cinque Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (Bulgaria, Lituania, Regno Unito, Repubblica Ceca e Romania). L'incidenza del debito sul PIL è rimasta al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento in Ungheria e nel Regno Unito, diminuendo nel primo caso e aumentando ulteriormente nel secondo. Il calo osservato in Ungheria ha riflesso, fra l'altro, l'apprezzamento del fiorino e la conseguente rivalutazione della parte del debito pubblico denominata in valuta estera.

Tavola 10 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				Investimenti diretti (flussi netti)				Altri investimenti (flussi netti)			
	2009	2010	2011	2012 ¹⁾	2009	2010	2011	2012 ¹⁾	2009	2010	2011	2012 ¹⁾
Bulgaria	-7,6	-0,7	1,6	-0,5	7,2	2,7	4,1	5,9	-2,0	-2,7	-5,1	-0,4
Repubblica Ceca	-1,0	-3,0	-2,5	-1,2	1,0	2,5	2,0	4,1	-1,4	-1,8	0,3	-4,2
Danimarca	3,4	5,9	5,9	5,3	-0,8	-3,7	-0,2	-1,8	3,8	4,2	-3,0	4,1
Lettonia	11,1	4,9	0,0	0,4	0,6	1,5	4,9	2,9	-9,8	-0,8	-7,2	-5,7
Lituania	7,1	2,7	-1,3	-0,4	-0,6	2,2	3,2	1,7	-10,3	-9,2	-1,5	-5,0
Ungheria	0,9	2,8	3,3	3,6	0,1	0,8	0,3	2,1	9,1	0,7	-3,8	-10,6
Polonia	-2,2	-3,3	-2,9	-1,5	1,9	1,4	2,3	1,1	3,1	2,1	0,5	-0,7
Romania	-3,6	-4,2	-3,9	-2,7	3,0	1,8	1,3	1,8	2,3	4,7	1,6	-0,3
Svezia	6,6	6,5	6,3	6,6	-3,9	-4,2	-2,3	-4,5	-10,0	-8,8	-9,7	-5,6
Regno Unito	-1,5	-3,1	-1,2	-2,9	1,2	0,9	-2,3	-1,2	-3,0	0,0	5,9	12,3
UE7 ²⁾	-1,4	-2,1	-1,9	-0,9	1,8	1,7	2,0	2,2	1,8	0,9	-0,4	-2,7
UE10 ³⁾	-0,2	-1,1	0,0	-0,7	0,7	0,2	-1,0	-0,8	-1,9	-0,4	1,7	5,9
Area dell'euro	-0,1	0,1	0,3	1,1	-0,8	-1,0	-1,6	-0,9	-2,1	-0,3	-1,6	0,3

Fonte: BCE.

1) I dati per il 2012 sono medie mobili di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2012.

2) L'aggregato UE7 comprende i sette paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE nel 2004 e nel 2007.

3) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2012.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2012 il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale (in percentuale del PIL) ha continuato a migliorare in gran parte dei paesi dell'UE10 a eccezione di Bulgaria, Danimarca e del Regno Unito (cfr. tavola 10). In Danimarca, Lettonia, Ungheria e Svezia si è registrato un avanzo e in Bulgaria e Lituania un lieve disavanzo. Repubblica Ceca, Polonia e Romania hanno ridotto notevolmente il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale, che nel caso di Polonia e Romania è sceso sui livelli più bassi dall'adesione all'UE. La correzione esterna nella Repubblica Ceca e in Polonia va in larga parte ricondotta al miglioramento del saldo dei beni, favorito dalla robusta crescita delle esportazioni nella prima metà dell'anno, mentre in Romania ha riflesso il più favorevole saldo dei redditi e del conto capitale. Il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale è rimasto in avanzo, senza subire variazioni di rilievo, in Ungheria e Svezia, mentre è lievemente migliorato, mantenendosi prossimo al pareggio, in Lettonia e Lituania, che avevano registrato i disavanzi correnti più ampi prima della crisi finanziaria e evidenziato in seguito un netto miglioramento.

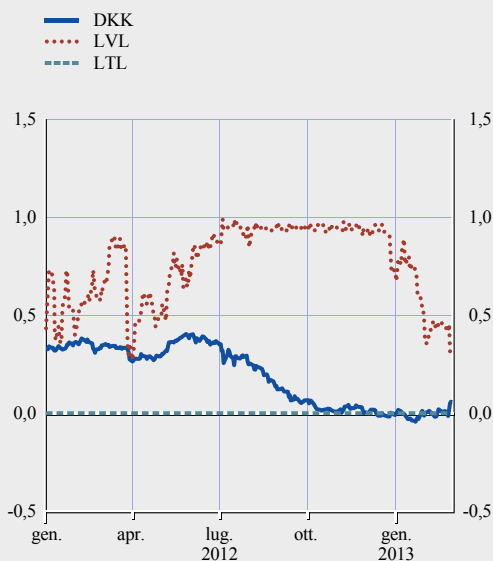
Per quanto concerne il conto finanziario, i deflussi netti per investimenti diretti esteri dai paesi dell'UE10 si sono nell'insieme collocati su livelli prossimi all'1 per cento del PIL. Mentre Danimarca, Svezia e Regno Unito sono stati esportatori netti di investimenti diretti, gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che si trovano nell'Europa centrale e orientale hanno registrato afflussi netti. Gli investimenti di portafoglio hanno fatto registrare cospicui flussi in uscita in Danimarca e nel Regno Unito, contro considerevoli flussi in entrata in Lituania e Svezia. Nel conto degli "altri investimenti" tutti i paesi dell'UE10 tranne la Danimarca e il Regno Unito hanno registrato deflussi netti nel 2012, probabilmente connessi al processo di riduzione della leva finanziaria in atto.

TASSI DI CAMBIO

Gli andamenti dei tassi di cambio nei paesi dell'UE10 hanno riflesso i diversi regimi valutari dei singoli paesi. Le divise di Danimarca, Lettonia e Lituania hanno partecipato ai Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) con una banda di oscillazione standard rispetto alla parità centrale con l'euro di $\pm 15\%$ per il lat lettone e il litas lituano e una più ristretta di $\pm 2,25$ per cento per la corona

Figura 29 Andamenti delle valute dei paesi dell'UE che aderiscono agli AEC II

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

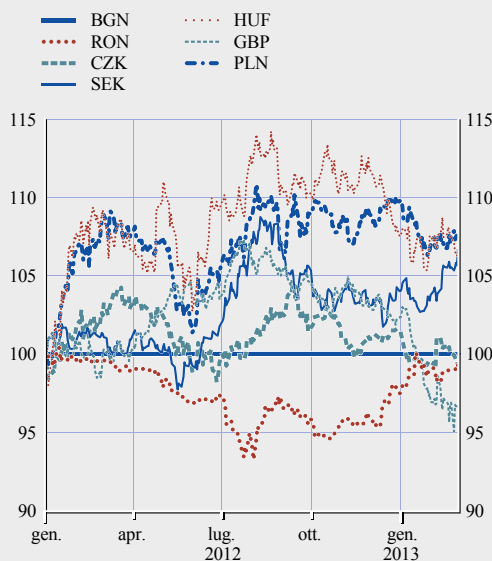


Fonte: BCE.

Note: una deviazione positiva (negativa) dalla parità centrale contro l'euro implica che la moneta considerata si trova dal lato forte (debole) della banda di oscillazione. La banda di oscillazione è pari a $\pm 2,25\%$ per la corona danese e a $\pm 15\%$ per le altre valute. L'ultima osservazione è relativa al 1° marzo 2013.

Figura 30 Andamenti rispetto all'euro delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II

(dati giornalieri; indice: 2 gennaio 2012 = 100)



Fonte: BCE.

Note: un aumento (calo) indica un apprezzamento (deprezzamento) della valuta indicata. L'ultima osservazione è relativa al 1° marzo 2013.

danese (cfr. figura 29). Nel caso della Lettonia e della Lituania, la partecipazione agli AEC II è stata accompagnata da impegni unilaterali al mantenimento di bande di oscillazione più ristrette o regimi di *currency board* che non determinano obblighi aggiuntivi per la BCE. Il litas lituano ha aderito agli AEC II preservando i preesistenti accordi di *currency board*. Le autorità lettoni hanno invece deciso di mantenere il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro entro una banda di oscillazione di ± 1 per cento. Nel 2012 il litas lituano non si è discostato dalla parità centrale, mentre il lat lettone ha oscillato entro la banda di ± 1 per cento fissata unilateralmente.

Per quanto riguarda le monete dei paesi dell'UE10 che non hanno partecipato agli AEC II nel 2012, gli andamenti valutari possono essere suddivisi in tre fasi (cfr. figura 30). Nel primo trimestre dell'anno, le divise dei paesi dell'Europa centrale e orientale si sono per lo più apprezzate rispetto all'euro sullo sfondo di una stabilizzazione delle prospettive economiche della regione e di un calo dell'avversione al rischio tra gli investitori internazionali. Nel secondo trimestre e durante l'estate, le acute incertezze circa le prospettive economiche e l'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro hanno fatto crescere la volatilità nei mercati valutari dell'Europa centrale e orientale e determinato un apprezzamento della sterlina britannica e della corona svedese. Tale tendenza si è invertita dopo l'estate, quando il clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali è migliorato e l'avversione al rischio è diminuita. Di conseguenza, la sterlina britannica e la corona svedese hanno perso parte dei guadagni precedenti e agli inizi di gennaio 2013 erano scambiate su livelli rispettivamente superiori del $2\frac{1}{2}$ e 4 per cento nel confronto con un anno prima. Al tempo stesso, i tassi di cambio delle divise dell'Europa centrale e orientale si sono stabilizzati per lo più al di sopra dei livelli osservati agli inizi del 2012. Nella prima parte di gennaio 2013 il fiorino

ungherese e lo zloty polacco risultavano apprezzati di circa il 7 e 9 per cento rispetto a gennaio 2012, mentre la corona ceca era su un livello superiore dell'1 per cento a quello degli inizi del 2012 e il leu romeno inferiore del 2½ per cento. Il lev bulgaro è rimasto invariato rispetto alla moneta unica per l'intero periodo in esame, di riflesso al suo sistema di *currency board* basato sull'euro.

MERCATI FINANZIARI

Nel corso del 2012 le condizioni nei mercati finanziari degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono generalmente migliorate. I tassi di interesse a lungo termine misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti ovunque e in molti casi si sono portati su livelli storicamente bassi. Tale andamento va ricondotto in parte alla percezione di un minor rischio di eventi a bassa probabilità ma a elevato impatto e alle attese di crescita moderata. I tassi di interesse a lungo termine in Danimarca, Svezia e nel Regno Unito sono scesi anche come conseguenza dei flussi connessi alla ricerca di investimenti più sicuri, per lo più concentrati nella prima metà del 2012. Le emissioni a più alto rendimento collocate dagli altri paesi dell'UE10 hanno beneficiato della ricerca di una remunerazione più elevata a livello mondiale, specialmente nel secondo semestre dell'anno. I premi per il rischio di credito misurati dai *credit default swap* (CDS) si sono nettamente ridotti nella seconda metà del 2012 come conseguenza del generale miglioramento dei mercati finanziari. Ciò ha riflesso in misura significativa il minor rischio di eventi a bassa probabilità ma a elevato impatto nell'area dell'euro dopo l'annuncio ad agosto-settembre dell'introduzione delle operazioni definitive monetarie. Per quanto concerne i mercati monetari, i tassi di interesse sono scesi pressoché in tutti i paesi dell'UE10. L'unica eccezione è costituita dalla Romania, dove l'aumento dei tassi ha riflesso una serie di fattori quali la revisione delle aspettative delle banche circa le prospettive sul tasso ufficiale e la situazione di liquidità, oltre che la riduzione della liquidità offerta da parte della Banca Națională a României a partire da agosto 2012. Nel 2012 i mercati azionari dei paesi dell'UE10 sono saliti in media dell'11 per cento, un valore lievemente inferiore al 16 per cento osservato nell'area dell'euro. Le quotazioni hanno evidenziato l'incremento più cospicuo in Danimarca e Polonia (rispettivamente del 28 e 25 per cento), un lieve miglioramento in Bulgaria e una sostanziale stabilità in Romania.

POLITICA MONETARIA

L'obiettivo primario della politica monetaria in tutti i paesi dell'UE10 è la stabilità dei prezzi. Nel 2012 le strategie monetarie hanno tuttavia continuato a presentare differenze considerevoli tra paesi (cfr. tavola 11).

L'abbassamento del tasso di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, sia in dicembre 2011 sia in luglio 2012, ha definito il contesto per le misure adottate dalle banche centrali di diversi paesi dell'UE10. I tassi di interesse sono stati ridotti in alcune economie dell'Europa centrale e orientale e in Danimarca. Gli abbassamenti operati dalla Danmarks Nationalbank fino a luglio hanno fatto scendere il tasso di interesse sui certificati di deposito a -0,20 per cento (da +0,30 a dicembre 2011), il tasso di rifinanziamento allo 0,20 per cento (da 0,70) e il tasso sui conti correnti e il tasso di sconto allo 0,00 per cento (dallo 0,25 e 0,75 per cento, rispettivamente). La Latvijas Banka ha abbassato il suo tasso di rifinanziamento per un totale di 100 punti base, al 2,5 per cento. Nel primo trimestre del 2012, la Banca Națională a României ha ridotto in tre riprese il tasso di riferimento per la politica monetaria, di 25 punti base in ciascuna occasione, portandolo al 5,25 per cento e lasciandolo successivamente invariato. Analogamente, la Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso sulle operazioni pronti contro termine per un totale complessivo di 75 punti base, all'1,00 per cento, come conseguenza delle più deboli prospettive economiche e di inflazione. La Magyar Nemzeti Bank ha allentato il suo orientamento monetario riducendo il tasso base di 175 punti base tra agosto 2012 e febbraio 2013, al 5,25 per cento. La Narodowy Bank Polski ha

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: fisso con l'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: 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.
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 lituani per euro. La Lituania continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Ungheria	Obiettivo di inflazione	Fiorino ungherese	Obiettivo di inflazione: 3 per cento, obiettivo a medio termine dal 2007 con un margine di ± 1 punto percentuale per valutare (<i>ex-post</i>) il raggiungimento dell'obiettivo. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Polonia	Obiettivo di inflazione	Zloty polacco	Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento con ± 1 p.p. (variazione sui dodici mesi dell'IPC). Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Romania	Obiettivo di inflazione	Leu rumeno	Obiettivo di inflazione: 3,0 per cento con ± 1 p.p. a fine 2011 e a fine 2012 e 2,5 per cento con ± 1 p.p. a partire da fine 2013. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: variazione sui dodici mesi dell'IPC del 2 per cento. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Sterlina britannica	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui dodici mesi dell'IPC. In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il Governatore della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere per conto del Monetary Policy Committee. Libera fluttuazione del tasso di cambio.

Fonte: SEBC.

Nota: per il Regno Unito il CPI è identico allo IAPC.

innalzato il proprio tasso sulle operazioni pronti contro termine di 25 punti base in maggio, per poi abbassarlo (ogni volta di 25 punti base) a novembre, dicembre, gennaio e febbraio, portandolo al 3,75 per cento alla fine di febbraio 2013. Anche la Česká národní banka ha ridotto i tassi di riferimento ufficiali e alla fine del 2012 il tasso sulle operazioni pronti contro termine era pari allo 0,05 per cento.

Per quanto concerne le altre misure di politica monetaria, oltre alle modifiche dei tassi di riferimento richiamate in precedenza, la Danmarks Nationalbank è intervenuta nel mercato valutario nella prima metà del 2012 per contrastare le spinte all'apprezzamento della corona danese. L'obiettivo di tali misure è stato quello di mantenere stabile il tasso di cambio con l'euro e al tempo stesso restringere il differenziale tra il tasso di rifinanziamento e il tasso sui certificati di deposito per ridurre la possibilità di fluttuazioni dei tassi del mercato monetario a breve termine. La Česká národní banka ha segnalato di essere pronta a utilizzare il tasso di cambio della corona ceca come strumento per allentare in modo più aggressivo l'orientamento monetario. Al tempo stesso la Bank of England ha

incrementato il suo programma di acquisizione di attività in misura pari a 50 miliardi di sterline in febbraio e ad altri 50 miliardi in luglio, facendo salire gli attivi totali acquistati con riserve della banca centrale da 275 miliardi di sterline nel 2011 a 375 miliardi alla fine del 2012. La Bank of England e il Tesoro britannico hanno altresì introdotto il *Funding for Lending Scheme*, che fornisce alle banche finanziamenti a basso costo assieme a incentivi ad accrescere l'offerta di credito. La Magyar Nemzeti Bank ha anch'essa adottato un nuovo strumento di immissione di liquidità a lungo termine ed è pronta a varare un programma per l'acquisto di obbligazioni ipotecarie una volta introdotto il modello universale per il collocamento di tali titoli. Lo strumento di immissione di liquidità è stato inteso a sostenere le riserve di liquidità del sistema bancario e aiutare quest'ultimo a ridurre i disallineamenti fra attività e passività. La Latvijas Banka ha abbassato il coefficiente minimo di riserva di un punto percentuale, visto l'andamento calante dell'inflazione e la conseguente capacità di offrire all'economia maggiori risorse del settore finanziario. Al tempo stesso, la Lietuvos bankas ha introdotto delle operazioni di mercato aperto limitate per aiutare le banche a gestire la liquidità in modo più ottimale.

Le decisioni di abbassamento dei tassi nei paesi dell'UE10 sono generalmente riconducibili alla percezione di spinte disinflazionistiche nel medio periodo. Ha tuttavia svolto un ruolo anche la volontà di offrire un ulteriore sostegno alla ripresa dopo la crisi e alla crescita del credito (in Lettonia) e successivamente di contrastare il peggioramento delle prospettive economiche. L'orientamento della politica monetaria è rimasto accomodante nella media dei paesi dell'UE10. I tassi di interesse reali *ex ante* nel mercato monetario hanno evidenziato alcuni ampi movimenti al ribasso (in Bulgaria, Ungheria, nel Regno Unito e nella Repubblica Ceca). Le misure dei tassi di interesse reali *ex post* a breve termine sono diminuite in gran parte dei paesi, mantenendosi in media negative. Nel complesso, l'orientamento monetario accomodante ha riflesso le prospettive di inflazione moderata, oltre che le incertezze connesse alla ripresa economica in gran parte dei paesi dell'UE10.



La nuova sede della BCE ha preso gradualmente forma nel 2012, stagliandosi nel profilo urbano della città di Francoforte. La struttura a sviluppo verticale è stata eretta al ritmo di un piano ogni sei giorni circa, con una rapidità lievemente maggiore del previsto.

CAPITOLO 2

LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DI 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

Gli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema utilizzati nel 2012 comprendono le operazioni di mercato aperto, quali le operazioni di rifinanziamento principali (ORP), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), le operazioni di regolazione puntuale (operazioni di *fine tuning*), nonché le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria. Nel settembre 2012 la BCE ha annunciato le caratteristiche operative di una nuova misura non convenzionale, le operazioni definitive monetarie (ODM). Tale misura è tesa a salvaguardare un'appropriata trasmissione della politica monetaria e l'unicità della politica monetaria nell'area dell'euro. Il secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite si è concluso come previsto il 31 ottobre 2012 e il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP) è stato altresì chiuso a seguito della decisione sulle ODM.

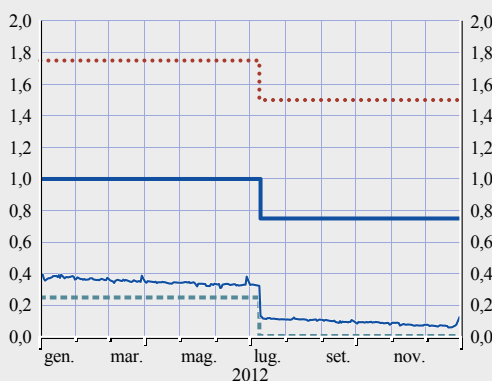
Nel 2012 il Consiglio direttivo ha modificato i tassi di interesse di riferimento della BCE in una occasione (cfr. figura 31). L'11 luglio 2012 i tassi di interesse sulle ORP, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali sono stati ridotti di 25 punti base, rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. L'ampiezza del corridoio dei tassi di interesse è stata pertanto mantenuta a 150 punti base (ossia a 75 punti base al di sotto e al di sopra del tasso fisso sulle ORP).

L'attuazione della politica monetaria nel 2012 è stata guidata dalla volontà dell'Eurosistema di far fronte alle tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e al malfunzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti hanno continuato ad applicarsi a tutte le operazioni di rifinanziamento di immissione di liquidità¹. Di conseguenza, il volume in essere delle operazioni di rifinanziamento ha continuato a dipendere dalla domanda delle controparti, riflettendo così le loro preferenze in termini di liquidità. La domanda di liquidità dall'Eurosistema da parte

Figura 31 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

(valori percentuali)

— tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali
- - - tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale
- - - tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale
— tasso di interesse overnight (Eonia)

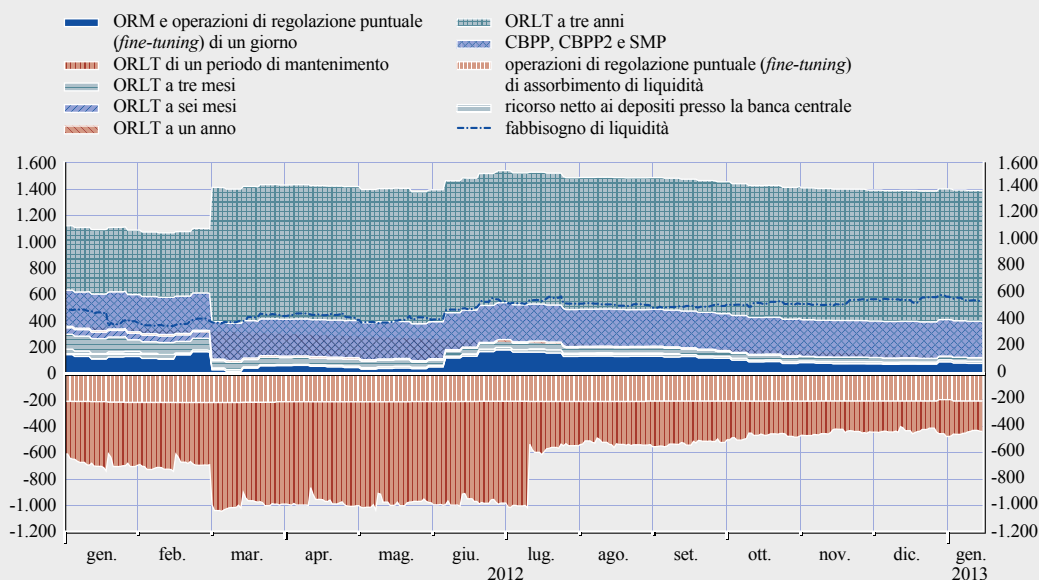


Fonte: BCE.

¹ I tassi delle ORLT a tre mesi sono stati fissati al tasso medio delle ORP eseguite nell'arco della durata della ORLT.

Figura 32 Volume delle operazioni di politica monetaria in essere

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

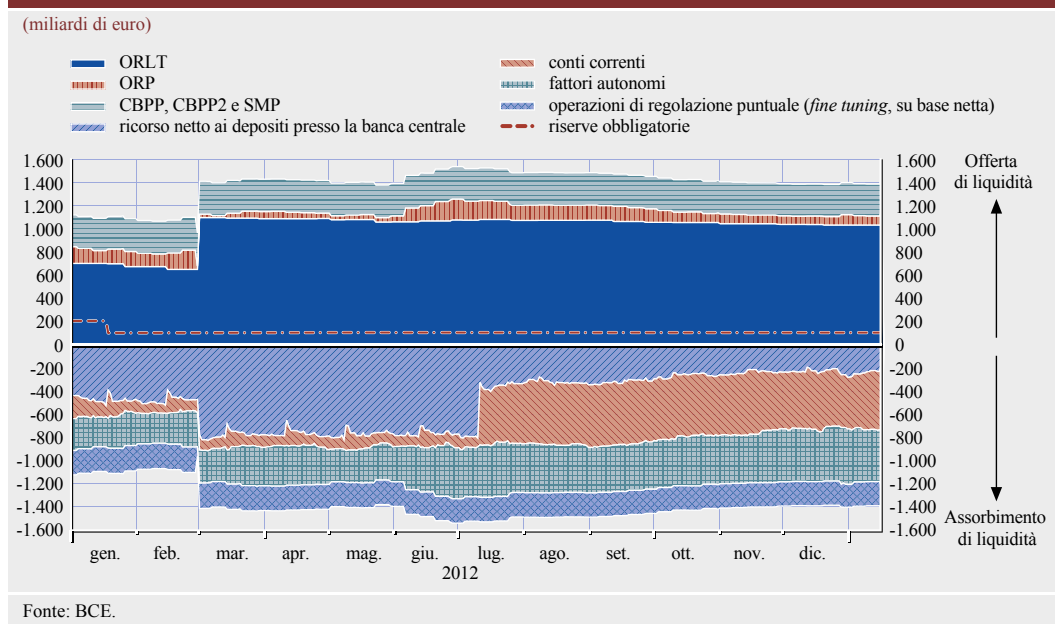
del sistema bancario è aumentata nettamente a seguito delle due ORLT a tre anni in cui è stato assegnato un importo complessivo di oltre 1.000 miliardi di euro a 800 diverse controparti. Di conseguenza, la domanda complessiva di liquidità del sistema bancario ha raggiunto un livello di oltre 1.200 miliardi di euro nella prima metà del 2012, ma si è stabilizzata nel secondo semestre ed è diminuita leggermente verso la fine dell'anno quando le tensioni sui mercati finanziari si sono in parte attenuate (cfr. figura 32).

Nei 12 periodi di mantenimento del 2012 (dal 18 gennaio 2012 al 15 gennaio 2013), il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro – definito come la somma di fattori autonomi² e della riserva obbligatoria – è stato pari a 487,6 miliardi di euro, con un rialzo del 4 per cento rispetto ai 12 periodi di mantenimento del 2011. Il lieve aumento del fabbisogno di liquidità è stato determinato al tempo stesso da un incremento dei fattori autonomi, del 47 per cento a 381,6 miliardi di euro in media (cfr figura 33), e da una considerevole diminuzione della riserva obbligatoria, a seguito della decisione del Consiglio direttivo del dicembre 2011 di ridurre l'obbligo di riserva dal 2 all'1 per cento a decorrere dal periodo di mantenimento iniziato il 18 gennaio 2012. Il principale contributo all'incremento dei fattori autonomi è giunto dai depositi delle amministrazioni pubbliche, che sono aumentati considerevolmente nel 2012.

La riserva obbligatoria è diminuita a 106 miliardi in media nei 12 periodi di mantenimento del 2012, contro i 208 miliardi dei 12 periodi del 2011. L'ammontare mensile di riserve in eccesso (i depositi in conto corrente eccedenti la riserva obbligatoria) nel 2012 è stato pari a 208,7 miliardi di euro, con una media di 4,61 miliardi di euro nei primi 6 periodi di mantenimento del 2012

² I fattori autonomi sono voci del bilancio dell'Eurosistema, quali le banconote in circolazione e i depositi delle amministrazioni pubbliche, che hanno un impatto sui saldi dei conti degli enti creditizi, ma esulano dal controllo diretto della funzione di gestione della liquidità da parte della BCE.

Figura 33 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2012



(dal 18 gennaio al 10 luglio) e di 412,74 miliardi negli ultimi 6 periodi di mantenimento dell'anno (dal 11 luglio 2012 al 15 gennaio 2013), in aumento rispetto agli anni precedenti (2,53 miliardi di euro nel 2011 e 1,26 miliardi nel 2010).

Le riserve in eccesso sono aumentate nella seconda metà del 2012 a causa della riduzione a zero del tasso sui depositi nel luglio 2012 che, in linea di principio, ha reso indifferente per le banche fare ricorso per i propri fondi ai depositi *overnight* presso la banca centrale o lasciarli sui propri conti bancari come riserve in eccesso (cfr. figura 33). L'ammontare medio giornaliero delle riserve in eccesso è stato pari a 29,7 miliardi di euro durante i primi 6 periodi di mantenimento del 2012 e a 419,9 miliardi negli ultimi 6 periodi di mantenimento dell'anno. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di deposito è stato di circa 701,9 miliardi durante i primi 6 periodi di mantenimento del 2012 ed è diminuito a 282,8 miliardi negli ultimi 6 periodi di mantenimento dell'anno.

OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Nel 2012 l'Eurosistema ha utilizzato ORP, ORLT convenzionali a tre mesi, operazioni di rifinanziamento con durata pari a un periodo di mantenimento, ORLT a tre anni 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 frequenza settimanale e scadenza normalmente pari a una settimana. Sono il principale strumento tradizionale di segnalazione dell'orientamento della politica monetaria della BCE. Tuttavia, data l'abbondante liquidità in eccesso, la relativa importanza delle ORP è temporaneamente diminuita dopo l'aggiudicazione delle ORLT a tre anni. Nel 2012 tutte le 52 ORP sono state condotte con aste a tasso fisso in cui è stata soddisfatta la totalità delle richieste. Il numero di controparti idonee per le operazioni di mercato aperto è diminuito a 2.298 nel 2012, da 2.319 nel 2011, mentre il numero di IFM dell'area dell'euro è diminuito da 7.533 alla fine del 2011 a 7.059 alla fine del 2012. In media, 95 controparti hanno partecipato alle ORP nel 2012. Il volume medio aggiudicato

nelle ORP del 2012 è stato pari a 98 miliardi di euro (contro 159 miliardi del 2011), mentre il volume medio aggiudicato nella prima metà dell'anno è stato inferiore del 20 per cento circa a quello della seconda metà. Nel 2012, il minor numero di controparti (65) che ha partecipato a una ORP e il minore volume aggiudicato (17,5 miliardi di euro) sono stati registrati nell'operazione regolata il 7 marzo. La partecipazione più elevata (169 controparti) si è avuta il 22 febbraio, mentre l'importo maggiore di aggiudicazione (180,4 miliardi) è stato registrato il 27 giugno.

Nel 2012 il volume medio giornaliero in essere di liquidità aggiudicata nelle ORLT convenzionali a tre mesi, nelle operazioni di rifinanziamento con durata pari al periodo di mantenimento e nelle ORLT supplementari è stato pari a 1.022 miliardi di euro. La partecipazione alle ORLT a tre mesi è stata pari in media a 14,4 miliardi di euro e ha continuato a essere volatile nell'arco dell'intero anno, variando da un minimo di 6,2 miliardi di euro aggiudicati in ottobre a un massimo di 26,3 miliardi in giugno. Per le operazioni di rifinanziamento con scadenza pari al periodo di mantenimento, il volume medio di aggiudicazione è stato pari a 17,8 miliardi di euro, mentre il numero medio di controparti partecipanti è stato pari a 26. Infine, nella ORLT a tre anni³ regolata il 1° marzo hanno partecipato 800 controparti per un importo totale di 529,5 miliardi di euro, mentre nella ORLT a tre anni regolata il 22 dicembre 2011 hanno partecipato 523 controparti per un importo totale di 489,2 miliardi di euro.

Oltre alle operazioni di mercato aperto utilizzate per l'attuazione della politica monetaria, la BCE può fornire alle controparti idonee liquidità in valute diverse dall'euro (cfr. la sezione 1.2 di questo capitolo).

IL PROGRAMMA PER IL MERCATO DEI TITOLI FINANZIARI

Nel maggio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di costituire il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP). L'obiettivo di questo programma temporaneo era di far fronte al malfunzionamento di alcuni segmenti dei mercati dei titoli di debito dell'area dell'euro e ripristinare un appropriato meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il programma è stato attuato dai gestori di portafoglio dell'Eurosistema che effettuano acquisti di determinati titoli di Stato dell'area dell'euro attraverso interventi sul mercato secondario. Gli acquisti sono stati effettuati tra il maggio 2010 e il marzo 2011 e tra l'agosto 2011 e il febbraio 2012. Con l'annuncio delle caratteristiche tecniche delle ODM il 6 settembre 2012, è stato posto termine all'SMP. La liquidità immessa tramite l'SMP continuerà a essere assorbita come in passato e i titoli esistenti acquistati nel quadro dell'SMP saranno detenuti fino alla scadenza. Al massimo del programma, l'Eurosistema deteneva titoli nell'ambito dell'SMP per un volume di regolamento totale di 219,5 miliardi di euro, contro 208,7 miliardi alla fine del 2012⁴.

IL SECONDO PROGRAMMA DI ACQUISTO DI OBBLIGAZIONI GARANTITE

Nell'ottobre 2011 il Consiglio direttivo ha annunciato il secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, il CBPP2, allo scopo di allentare le condizioni di finanziamento delle banche e delle imprese e di incoraggiare gli istituti di credito a mantenere o espandere l'attività di prestito alla clientela. Il programma ha consentito all'Eurosistema di acquistare obbligazioni garantite idonee denominate in euro ed emesse all'interno dell'area dell'euro per un importo

3 Il tasso di questa ORLT è posto pari a quello medio delle ORP nell'arco della durata dell'operazione. Dal 27 febbraio 2013 le controparti hanno la possibilità di rimborsare su base settimanale (ossia nel giorno in cui è regolata l'ORP settimanale) i fondi (o una parte di essi) presi in prestito nella seconda ORLT a tre anni.

4 Ulteriori informazioni sull'SMP sono disponibili nel comunicato stampa della BCE del 10 maggio 2010, nella Decisione della BCE del 14 maggio 2010 che istituisce un programma per il mercato dei titoli finanziari e nei dati pubblicati nell'ambito della situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema.

nominale previsto di 40 miliardi di euro. Gli acquisti sono stati effettuati sia sui mercati primari sia su quelli secondari dal novembre 2011 alla fine di ottobre 2012, per un importo nominale totale di 16,418 miliardi di euro. Il programma non è stato pienamente utilizzato per via della mancanza di emissioni di obbligazioni garantite sui mercati primari, nonché degli effetti positivi delle ORLT a tre anni. Le obbligazioni acquistate saranno detenute fino alla scadenza.

Il Consiglio direttivo ha deciso di mettere a disposizione i portafogli del primo e del secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite per operazioni di prestito titoli. Queste ultime sono effettuabili su base volontaria e condotte mediante le linee di prestito titoli offerte dai sistemi di deposito accentrato, oppure per il tramite di operazioni di riacquisto corrispondenti effettuate con controparti idonee. Sebbene questa attività di credito sia rimasta limitata in termini di importi, è ritenuto utile per un adeguato funzionamento del mercato che i titoli detenuti nell'ambito dei programmi siano in linea di principio disponibili per le operazioni di prestito.

OPERAZIONI DEFINITIVE MONETARIE

Nell'agosto 2012 il Consiglio direttivo ha annunciato la predisposizione delle ODM, specificandone ulteriormente le caratteristiche tecniche in settembre⁵. Queste ODM sono tese a salvaguardare un'appropriata trasmissione della politica monetaria e l'unicità della politica monetaria nell'area dell'euro.

Un presupposto necessario per la conduzione di ODM è il rispetto di condizioni rigorose ed efficaci connesse a un adeguato programma della European Financial Stability Facility e/o del Meccanismo europeo di stabilità (EFSF/MES). Tali condizioni mirano a garantire che i governi intraprendano le necessarie riforme e mantengano la disciplina di bilancio. Il Consiglio direttivo valuterà la conduzione di ODM qualora siano necessarie da una prospettiva di politica monetaria, finché le condizioni imposte dal programma siano integralmente rispettate, e stabilirà la loro cessazione una volta raggiunti gli obiettivi perseguiti oppure in caso di mancata aderenza al programma di aggiustamento macroeconomico o precauzionale. Le ODM saranno considerate nell'ambito dei futuri programmi di aggiustamento macroeconomico o precauzionali dell'EFSF/MES (*Enhanced Conditions Credit Line*). Inoltre, potranno essere prese in esame per gli Stati membri già beneficiari di un programma di aggiustamento macroeconomico, quando questi avranno riacquisito accesso ai mercati obbligazionari. Le ODM non avrebbero luogo qualora un programma fosse sotto revisione per riprendere al termine della revisione stessa nel caso la conformità al programma fosse accertata.

Le ODM saranno incentrate sul segmento più breve della curva dei rendimenti, e in particolare sui titoli di Stato con scadenze comprese tra uno e tre anni. Non sono fissati limiti quantitativi *ex ante* all'entità delle ODM. L'Eurosistema intende accettare di essere equiparato ai creditori privati o di altro tipo relativamente alle obbligazioni emesse da paesi dell'area dell'euro e acquistate dallo stesso tramite le ODM. La liquidità creata mediante le ODM sarà integralmente sterilizzata, come avviene per l'SMP, mentre la trasparenza del portafoglio delle ODM sarà maggiore che per il portafoglio SMP. A fine 2012 le ODM non erano state attivate.

AGENTE PER LA EUROPEAN FINANCIAL STABILITY FACILITY E/O IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

Nel dicembre 2011 il Consiglio direttivo ha dato l'approvazione affinché la BCE operi in veste di agente per conto dell'EFSF/MES in interventi sul mercato obbligazionario secondario per l'EFSF. Nel giugno 2012 è stato annunciato che è stato intrapreso tutto il lavoro preparatorio necessario, ma alla fine del 2012 non era stata condotta alcuna effettiva operazione nell'ambito di tale funzione di agente.

⁵ Cfr. il comunicato stampa del 6 settembre 2012, disponibile sul sito Internet della BCE.

LE OPERAZIONI DI REGOLAZIONE PUNTUALE (*FINE-TUNING*)

Al fine di riassorbire la liquidità immessa tramite l'SMP, la BCE ha condotto operazioni settimanali di *fine tuning* di deposito a tempo determinato a una settimana per importi corrispondenti al valore delle operazioni regolate nell'ambito dell'SMP fino al venerdì precedente. Queste operazioni di *fine tuning* sono state condotte mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta pari al tasso prevalente sulle ORP. Alla cessazione dell'SMP, la BCE ha annunciato che la liquidità iniettata tramite l'SMP avrebbe continuato a essere assorbita come in passato e che liquidità creata mediante le ODM sarebbe stata altresì integralmente sterilizzata. Le operazioni di *fine tuning* per compensare lo squilibrio di liquidità nell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento sono state sospese dal 14 dicembre 2011.

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le controparti possono utilizzare le due operazioni attivabili su loro iniziativa per ottenere liquidità *overnight* a fronte di idonee garanzie o per effettuare depositi *overnight* presso l'Eurosistema. Alla fine del 2012 le controparti che hanno avuto accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale e a quelle di deposito sono state, rispettivamente, 2321 e 2910. Il ricorso a queste ultime operazioni è rimasto su livelli elevati nella prima metà del 2012, con un massimo di 827,5 miliardi di euro il 5 marzo. A causa della riduzione a zero del tasso sui depositi presso la banca centrale nel luglio 2012, il ricorso medio alle operazioni di deposito è diminuito da 701,9 miliardi di euro nei primi 6 periodi di mantenimento dell'anno a 282,8 miliardi negli ultimi 6 periodi di mantenimento poiché le banche hanno invece lasciato maggiori importi sui propri conti correnti, come già spiegato in questa sezione. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di deposito nei 12 periodi di mantenimento del 2012 è stato di 484,3 miliardi di euro (contro 120 miliardi nei 12 periodi del 2011 e 145,9 miliardi nei 12 periodi del 2010). Nel 2012 il ricorso alle operazioni di deposito attivabili su iniziativa delle controparti ha seguito un profilo sostanzialmente simile durante ciascun periodo di mantenimento: gli importi sono stati più bassi all'inizio di ciascun periodo, per poi aumentare allorché più controparti ottemperavano all'obbligo di riserva. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato di 1,76 miliardi di euro (a fronte di 2,1 miliardi nel 2011 e di 0,62 miliardi nel 2010).

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro devono detenere riserve obbligatorie su conti correnti costituiti presso l'Eurosistema. Dal 1999 al 2011 le riserve obbligatorie sono state pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva degli enti creditizi. L'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso, come ulteriore misura di sostegno al credito, di abbassare il coefficiente di riserva dal 2 all'1 per cento a decorrere dal periodo di mantenimento iniziato il 18 gennaio 2012. L'ammontare di riserva obbligatoria è stato di 106 miliardi di euro in media nei 12 periodi di mantenimento del 2012, pari alla metà dell'importo dei 12 periodi di mantenimento del 2011. Poiché l'Eurosistema remunera le riserve obbligatorie a un tasso corrispondente al tasso sulle ORP, il regime di riserva obbligatoria non rappresenta un'imposta per il settore bancario.

LE ATTIVITÀ IDONEE PER LE OPERAZIONI DI CREDITO

Come previsto dall'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC, tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema sono basate su adeguate garanzie. Questa è una prassi standard delle banche centrali a livello mondiale. L'adeguatezza delle garanzie implica che l'Eurosistema sia in larga misura tutelato contro il rischio di perdite nelle sue operazioni di credito (cfr. più avanti per maggiori dettagli sugli aspetti della gestione dei rischi). Inoltre, l'Eurosistema assicura che garanzie sufficienti siano disponibili a un'ampia gamma di controparti, affinché l'Eurosistema possa fornire la quantità di liquidità che ritiene necessaria nelle sue operazioni di politica monetaria.

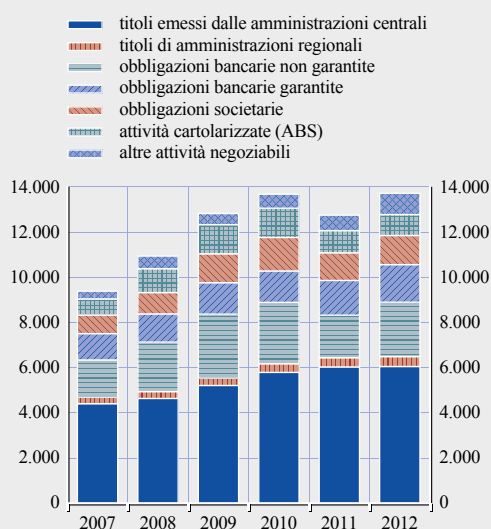
L'Eurosistema accetta in garanzia una vasta gamma di attività in tutte le sue operazioni di credito. Questa caratteristica del sistema di garanzie dell'Eurosistema, unitamente al fatto che l'accesso alle operazioni di mercato aperto è concesso a un ampio novero di controparti, è stata fondamentale nel fornire sostegno alla conduzione della politica monetaria in periodi di tensione. La flessibilità insita nel quadro operativo dell'Eurosistema ha consentito a quest'ultimo di fornire la liquidità necessaria per rispondere alle disfunzioni del mercato monetario durante la crisi finanziaria, evitando che le controparti andassero incontro a restrizioni generalizzate sulla disponibilità di garanzie.

Nel 2012 l'Eurosistema ha preso diverse misure per preservare e accrescere la disponibilità delle garanzie per le controparti. Dal 9 febbraio 2012 alle BCN dell'area dell'euro è stato consentito, come soluzione temporanea e a seguito dell'esplicita approvazione del Consiglio direttivo, di accettare in garanzia per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema ulteriori attività relative a prestiti bancari *in bonis* (*additional credit claims*) che soddisfacessero specifici criteri di stanziabilità. La responsabilità inerente all'accettazione di tali crediti è in capo alla BCN che ne autorizza l'uso. In aggiunta, il 29 giugno 2012 sono stati ampliati i requisiti di idoneità per alcune tipologie di attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS). Inoltre, il 9 novembre 2012 gli strumenti di debito negoziabili denominati in valute diverse dall'euro (in particolare in dollari statunitensi, sterline britanniche e yen giapponesi) ed emessi e detenuti nell'area dell'euro, sono diventati stanziabili sino a nuova comunicazione.

Nel 2012 l'ammontare medio di attività negoziabili idonee è stato pari a 13.700 miliardi di euro, in aumento dell'8 per cento rispetto al 2011 (cfr. figura 34). Tale andamento è riconducibile in particolare a un aumento dell'idoneità delle obbligazioni bancarie non garantite (*uncovered bank bonds*). I titoli delle amministrazioni centrali, pari a 6.100 miliardi di euro, rappresentavano

Figura 34 Attività idonee negoziabili

(miliardi di euro)

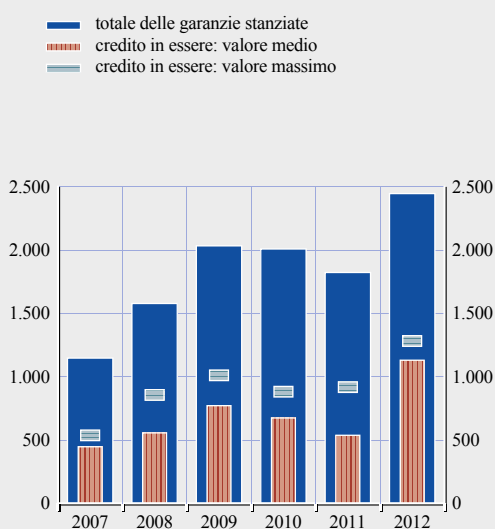


Fonte: BCE.

Note: importi nominali; medie di dati di fine mese. I dati riportati in questa figura sono pubblicati trimestralmente sul sito Internet della BCE.

Figura 35 Garanzie stanziolate nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e credito in essere nelle operazioni di politica monetaria

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: le garanzie stanziolate si riferiscono alle attività depositate in garanzia nei paesi che adottano un sistema di *pooling* e nei paesi che utilizzano un sistema di *earmarking*. Valore delle garanzie dopo la valutazione e l'applicazione degli scarti garanzia; medie di dati di fine mese. I dati riportati in questa figura sono pubblicati trimestralmente sul sito Internet della BCE.

il 44 per cento del totale delle attività presentate, seguiti dalle obbligazioni bancarie non garantite (2.400 miliardi di euro, ossia il 18 per cento) e da quelle garantite (1.600 miliardi di euro, 12 per cento). Oltre alle attività negoziabili, le garanzie idonee includono attività non negoziabili, soprattutto sotto forma di crediti (anche definiti “prestiti bancari”). A differenza di quanto avviene per le attività negoziabili il volume delle attività non negoziabili potenzialmente idonee non è facilmente stimabile. L'ammontare di attività non negoziabili depositate ha raggiunto 600 miliardi di euro nel 2012.

Le garanzie stanziolate dalle controparti sono aumentate da un valore medio di 1.824 miliardi di euro nel 2011 a 2.448 miliardi nel 2012 (cfr. figura 35). Nel contempo, l'ammontare medio di credito erogato è aumentato da 538 miliardi di euro nel 2011 a 1.131 miliardi nel 2012, in parte per effetto delle due ORLT a tre anni regolate nel dicembre 2011 e nel marzo 2012. Di conseguenza, la quota delle garanzie depositate non utilizzate per coprire crediti connessi a operazioni di politica monetaria è diminuita, mentre il loro importo assoluto è aumentato leggermente. Il livello della sovracollateralizzazione mostra che, quantomeno a livello aggregato, le controparti dell'Eurosistema non hanno risentito di una carenza di garanzie stanziabili.

Per quanto riguarda la composizione delle garanzie stanziolate (cfr. figura 36), la componente maggiore nel 2012 è stata quella delle attività non negoziabili (principalmente crediti e depositi a scadenza fissa), che hanno rappresentato il 26 per cento del totale (a fronte del 23 per cento nel 2011). La quota delle obbligazioni bancarie garantite è aumentata, mentre quella di ABS è diminuita. La quota media delle obbligazioni delle amministrazioni centrali è salita leggermente dal 14 per cento nel 2011 al 15 per cento nel 2012.

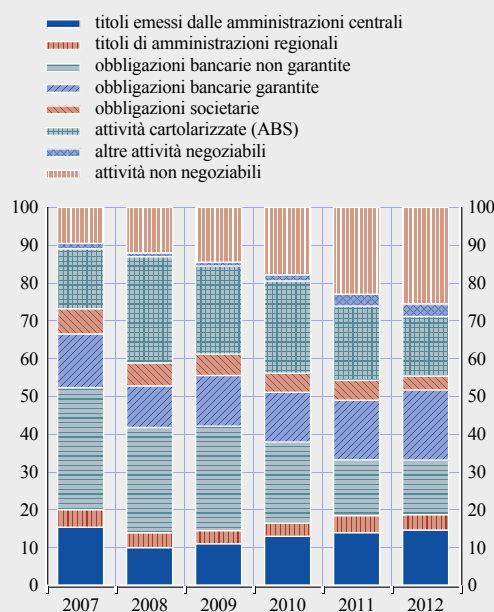
Il 17 settembre 2012 il Consiglio direttivo ha approvato il lancio del *Common Eurosystem Pricing Hub* (CEPH), che ha sostituito i due esistenti centri di valutazione gestiti dalla Banque de France e dalla Deutsche Bundesbank. Il CEPH fornisce all'Eurosistema una piattaforma integrata che stabilisce i singoli prezzi che tutte le banche centrali dell'Eurosistema utilizzano per valutare le garanzie presentate nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. La prima versione del CEPH è entrata in esercizio il 21 settembre 2012.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI RELATIVI ALLE OPERAZIONI DI CREDITO

Nell'attuazione delle operazioni di politica monetaria l'Eurosistema è esposto al rischio di insolvenza delle controparti. Tale rischio è attenuato dalla richiesta di adeguate garanzie. Tuttavia, in caso di insolvenza di una controparte, l'Eurosistema si troverebbe esposto anche a rischi di credito, di mercato e di liquidità associati con la liquidazione delle attività ricevute in garanzia. In aggiunta, le operazioni di immissione di liquidità in valuta

Figura 36 Scomposizione per tipologia delle attività (compresi i crediti) costituite in garanzia

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: valore delle garanzie dopo la valutazione e l'applicazione degli sconti garanzia; medie di dati di fine mese. I dati riportati in questa figura sono pubblicati trimestralmente sul sito Internet della BCE.

estera contro garanzie denominate in euro, nonché le operazioni di immissione di liquidità in euro contro garanzie denominate in valuta estera comportano un rischio di cambio. Al fine di contenere questi rischi entro livelli accettabili, l'Eurosistema mantiene elevati criteri di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, valuta le garanzie su base giornaliera e applica appropriate misure di controllo dei rischi.

Per motivi precauzionali, l'Eurosistema ha costituito delle riserve contro potenziali perdite derivanti dalla liquidazione delle garanzie ricevute da controparti insolventi. Il livello di queste riserve è rivisto con cadenza annuale, in attesa della fattuale cessione delle garanzie e in linea con la prospettiva di recupero.

Più in generale, i rischi finanziari delle operazioni di credito sono tenuti sotto costante osservazione e quantificati a livello di Eurosistema e segnalati periodicamente agli organi decisionali della BCE.

Nel 2012 il Consiglio direttivo ha deciso di adottare una serie di modifiche ai criteri di idoneità delle garanzie e alle misure di controllo dei rischi.

Nel 2012 il Consiglio direttivo ha preso diverse decisioni per quanto riguarda il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF). Il 4 aprile il Consiglio direttivo ha approvato lo strumento di *rating* Creditreform Rating AG per l'utilizzo all'interno dell'ECAF. In virtù della loro non ottemperanza alla definizione di insolvenza del Basilea 2, il 5 luglio il Consiglio direttivo ha escluso per il momento tre strumenti di *rating* dall'utilizzo come fonti dell'ECAF, in particolare quelli di ICAP, Coface Serviços Portugal e Cerved. Al fine di migliorare il processo di monitoraggio della performance dell'ECAF, il 28 novembre il Consiglio direttivo ha deciso che i fornitori dei sistemi di valutazione del credito accettati all'interno dell'ECAF saranno tenuti a presentare i dati di monitoraggio della performance su base disaggregata. Dovrà inoltre essere fornito un certificato firmato di conferma dell'accuratezza e della validità delle informazioni di monitoraggio della performance. Infine, il 19 dicembre il Consiglio direttivo ha approvato lo strumento interno di valutazione del credito di Banka Slovenije per l'utilizzo in seno all'ECAF.

Per quanto riguarda la fissazione di più elevati standard di trasparenza per le ABS, il 5 luglio 2012 il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre la rendicontazione dei dati a livello di singoli prestiti come requisito di ammissibilità per le ABS nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo ha altresì annunciato le date a decorrere da cui i requisiti di rendicontazione si applicheranno per le diverse classi di attività, cominciando con un periodo di transizione. Inoltre, il Consiglio direttivo ha annunciato che, al fine di seguire da vicino l'ottemperanza dei requisiti del modello per singolo prestito e di verificare la tempestività, coerenza e completezza dei dati per singolo prestito, un registro dei dati a livello di singolo prestito verificherà automaticamente le ABS per cui sono presentati i dati a livello di singolo prestito e assegnerà loro un punteggio. Tale punteggio rifletterà rigorosamente i requisiti specifici definiti nelle disposizioni che disciplinano il sistema delle garanzie dell'Eurosistema.

L'Eurosistema ha altresì indicato adeguate misure di controllo dei rischi per accompagnare le decisioni prese dal Consiglio direttivo nel 2012 volte a preservare la disponibilità delle garanzie per le controparti. In primo luogo, per quanto riguarda l'accettazione temporanea di crediti vivi aggiuntivi descritti sopra, l'Eurosistema ha adottato linee guida comuni tese ad assicurare l'adequazione dei criteri di idoneità e delle misure di controllo dei rischi, che sarebbero soggette alla previa approvazione del Consiglio direttivo. In secondo luogo, nel decidere di ridurre la soglia

di *rating* e di modificare i requisiti di idoneità per alcune ABS a decorrere dal 29 giugno 2012, il Consiglio direttivo ha altresì adottato un quadro di riferimento rivisto per il controllo dei rischi per queste ABS assicurando l'adeguata protezione dell'Eurosistema.

I.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI E LE OPERAZIONI CON ALTRE BANCHE CENTRALI

Nel 2012 l'Eurosistema non ha effettuato alcun intervento sui mercati valutari. Inoltre, la BCE non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi che partecipano agli AEC II. L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI volto a facilitare lo svolgimento di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP non è stato attivato nel 2012, mentre nel 2011 era stato attivato in cinque occasioni.

L'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle rispettive valute (linea di *swap*) che la BCE ha concluso con il Federal Reserve System nel 2007, riattivato nel maggio 2010 per contrastare le tensioni nei mercati europei dei finanziamenti in dollari statunitensi, è stato prolungato il 13 dicembre 2012 fino al 1° febbraio 2014. In stretta cooperazione con altre banche centrali, l'Eurosistema ha fornito finanziamenti in dollari alle sue controparti a fronte di garanzie idonee mediante operazioni effettuate sotto forma di pronti contro termine e condotte in base a procedure di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Oltre a queste regolari operazioni settimanali con scadenza a sette giorni la BCE, d'accordo con la Federal Reserve, la Bank of England, la Bank of Japan e la Banca Nazionale Svizzera, ha continuato a condurre ogni quattro settimane operazioni di immissione di liquidità in dollari con una scadenza di 84 giorni. Nel 2012 l'Eurosistema ha effettuato 50 operazioni con scadenza a sette giorni, nonché un'operazione a 14 giorni a fine anno e 13 operazioni a 84 giorni. Le linee temporanee reciproche di *swap* stabilite nel 2011 tra la BCE, la Bank of England, la Bank of Japan e la Banca Nazionale Svizzera per accrescere la loro capacità di fornire un sostegno di liquidità al sistema finanziario mondiale e per allentare le tensioni nei mercati finanziari non sono state utilizzate nel 2012. Sono tuttavia considerate efficaci nell'allentare le tensioni finanziarie servendo come meccanismi di sostegno per la liquidità del mercato monetario riducendo il rischio di finanziamento. Tali linee di *swap* sono state prolungate il 13 dicembre 2012 fino al 1° febbraio 2014. Il Consiglio direttivo ha altresì deciso che la BCE avrebbe continuato, fino a nuove indicazioni, a condurre regolari operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenze di circa una settimana e tre mesi.

Il 12 settembre 2012 il Consiglio direttivo ha deciso, di comune accordo con la Bank of England, di prolungare l'accordo di *swap* reciproco fino al 30 settembre 2013. L'accordo, annunciato il 17 dicembre 2010, era stato autorizzato fino al 28 settembre 2012. Esso prevede che la Bank of England possa fornire, ove necessario, fino a 10 miliardi di sterline alla BCE in cambio di euro. Consente inoltre di rendere disponibili sterline alla Central Bank of Ireland come misura precauzionale, al fine di soddisfare l'eventuale fabbisogno temporaneo di liquidità in tale valuta del sistema bancario irlandese.

I.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

La BCE investe i fondi collegati al suo portafoglio di riserve ufficiali, nonché fondi propri. Queste attività di investimento, separate dai programmi di politica monetaria come le ODM, l'SMP e il CBPP2, 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.

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 valuta 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 e yen sono gestite attivamente dalla BCE e dalle BCN dell'area dell'euro che desiderano partecipare a quest'attività in rappresentanza della BCE. Dal gennaio 2006 è stato applicato un "modello di specializzazione valutaria" per accrescere l'efficienza delle operazioni di investimento della BCE. Esso prevede che a ogni BCN che desidera essere coinvolta nella gestione delle riserve in valuta estera della BCE, o gruppo di BCN che agisce congiuntamente a tal fine, venga assegnata una quota nel portafoglio in dollari statunitensi o in quello in yen giapponesi⁶.

Il valore delle riserve nette in valuta della BCE⁷ ai tassi di cambio e ai prezzi di mercato correnti è diminuito da 65,6 miliardi di euro a fine 2011 a 64,8 miliardi a fine 2012, di cui 43,8 miliardi in valuta estera e 21 miliardi in oro e DSP. La diminuzione di valore del portafoglio delle riserve ufficiali ha riflesso un deprezzamento del 13 per cento dello yen giapponese contro l'euro. I contributi positivi delle plusvalenze patrimoniali e del reddito da interessi generati dalle attività di gestione del portafoglio hanno compensato in parte tali perdite. Ai tassi di cambio di fine 2012 le attività denominate in dollari statunitensi e quelle in yen costituivano rispettivamente il 79 e il 21 per cento delle riserve in valuta. Il valore delle posizioni in oro e DSP è aumentato leggermente, sospinto dall'apprezzamento dell'oro di circa il 4 per cento nel 2012 (misurato in termini di euro).

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 riserva generale e degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Lo scopo di tale portafoglio è di fornire un reddito che contribuisca a coprire le spese operative. L'obiettivo della gestione è di massimizzare i rendimenti attesi, con il vincolo di non incorrere in perdite, a un determinato livello di confidenza. Il portafoglio è investito in attività a reddito fisso denominate in euro.

Il valore del portafoglio ai prezzi correnti di mercato è aumentato da 15,9 miliardi di euro alla fine del 2011 a 18,9 miliardi di euro alla fine del 2012. L'aumento del valore di mercato è riconducibile all'incremento del capitale versato alla BCE il 27 dicembre 2012, ai maggiori accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro e, in misura minore, ai rendimenti degli investimenti.

Dato che la stessa area operativa è responsabile dell'attuazione del CBPP2 e dell'SMP (e potenzialmente anche delle ODM) che della gestione del portafoglio di fondi propri, è stato deciso nel 2012 di applicare uno stile di gestione in larga misura passivo al portafoglio di fondi

⁶ Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La gestione di portafoglio presso la BCE* nel numero di aprile 2006 del Bollettino mensile della BCE.

⁷ Le riserve nette in valuta sono calcolate come attività di riserva ufficiale, escluso il valore netto di mercato degli *swap* in valuta, più i depositi in valuta estera presso residenti, meno i deflussi netti di valuta previsti in connessione con operazioni di pronti contro termine e con operazioni a termine. Per informazioni dettagliate sulle fonti dei dati, si veda il sito Internet della BCE.

propri della BCE. Tale decisione è stata presa per assicurare che nessuna informazione riservata sulle misure di politica della banca centrale possa avere un impatto sulle decisioni d'investimento.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI RELATIVI ALLE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E AI PORTAFOGLI DI POLITICA MONETARIA

I rischi finanziari a cui la BCE è esposta nelle sue attività di investimento e nei portafogli di politica monetaria (SMP, CBPP e CBPP2) sono tenuti sotto stretta osservazione e misurati. A tal fine è attivo un dettagliato sistema di limiti. Il monitoraggio della conformità con i limiti suddetti è effettuato ogni giorno. Inoltre, l'informativa periodica assicura che tutti i soggetti interessati (*stakeholders*) siano adeguatamente informati del livello di tali rischi. Come già avviene per gli esistenti portafogli di politica monetaria, i rischi finanziari delle ODM sarebbero altresì seguiti da vicino e misurati. Le ODM incorporano anche due importanti caratteristiche di attenuazione dei rischi, in particolare l'elemento del rispetto di condizioni rigorose in base a cui gli acquisti sarebbero condotti solo durante limitati periodi di tempo, subordinatamente a un'efficace attuazione di politiche economiche, nonché l'enfasi degli acquisti sugli strumenti con una vita residua compresa tra uno e tre anni.

Nel 2012 la BCE ha continuato a potenziare la struttura informatica a sostegno del sistema di gestione dei rischi per le proprie operazioni di investimento e i portafogli di politica monetaria.

Una delle misure utilizzate per quantificare il rischio di mercato è il valore a rischio (VaR). Il calcolo di questo indicatore per il portafoglio di investimento della BCE al 31 dicembre 2012, 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 8,98 miliardi di euro, contro 13,08 miliardi il 30 dicembre 2011⁸. Il calcolo del medesimo indicatore con un campione di cinque anni, anziché uno, determinerebbe un VaR di 12,30 miliardi di euro, contro 12,16 miliardi il 30 dicembre 2011. Gran parte del rischio di mercato è dovuto a variazioni del cambio e del prezzo dell'oro. L'esiguità del rischio di tasso di interesse nei portafogli di investimento della BCE riflette il fatto che la durata finanziaria (modificata) di questi portafogli è stata mantenuta su livelli relativamente bassi nel corso del 2012.

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, i quali, con i sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli, sono infrastrutture fondamentali, necessarie al corretto operare delle economie di mercato. Essi sono indispensabili per garantire il flusso efficiente dei pagamenti di beni, servizi e attività finanziarie, e il loro regolare funzionamento è essenziale per l'attuazione della politica monetaria di una banca centrale e per il mantenimento della stabilità e della fiducia nella moneta, nel sistema finanziario e nell'economia in generale. Per adempiere a questo compito, l'Eurosistema utilizza tre approcci: svolge un ruolo operativo, conduce attività di sorveglianza e agisce da catalizzatore (per ulteriori informazioni sul secondo e terzo approccio, cfr. le sezioni 4 e 5 del capitolo 3). Nell'ambito del suo ruolo operativo, l'Eurosistema, conformemente allo Statuto del SEBC, può fornire servizi atti ad assicurare sistemi di pagamento e di compensazione efficienti e affidabili.

⁸ Il rischio di mercato per i portafogli CBPP, CBPP2 e SMP non è incluso in queste stime, poiché i portafogli saranno mantenuti fino a scadenza, in base al principio di valutazione del costo ammortizzato soggetto a perdite durevoli di valore.

2.1 IL SISTEMA TARGET2

L'Eurosistema gestisce il sistema Target2 per i pagamenti in euro di importo rilevante e/o urgenti. Questo sistema svolge un ruolo importante per l'ordinata attuazione della politica monetaria unica e per il funzionamento del mercato monetario in euro, offrendo un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale con un'ampia copertura del mercato. Target2 tratta operazioni di importo rilevante e/o urgenti senza alcun limite massimo o minimo di valore, ma è utilizzato anche per svariati altri tipi di pagamenti. Il sistema è basato su un'unica infrastruttura tecnica, la *Single Shared Platform* (SSP), offerta e gestita congiuntamente per conto dell'Eurosistema da tre banche centrali dell'area dell'euro (Deutsche Bundesbank, Banque de France e Banca d'Italia).

A dicembre del 2012 i partecipanti diretti a Target2 erano 985 e il numero complessivo di banche (comprese filiali e controllate) raggiungibili a livello mondiale è salito a 55.000. Target2 ha inoltre effettuato il regolamento delle posizioni in contanti di 82 sistemi ancillari.

L'OPERATIVITÀ DI TARGET2

Nel 2012 il sistema Target2 ha operato regolarmente, trattando un numero elevato di pagamenti in euro. La sua quota di mercato è rimasta stabile, totalizzando il 92 per cento del valore complessivo dei pagamenti in euro eseguiti nei sistemi di pagamento all'ingrosso. Nell'anno in esame il sistema ha trattato complessivamente 90.671.378 transazioni, con una media giornaliera di 354.185 pagamenti. In termini di valore, nel 2012 il traffico di pagamenti è stato pari a 634.132 miliardi di euro, con una media giornaliera di 2.477 miliardi. La tavola 12 presenta una sintesi dei pagamenti transitati in Target2 nel corso del 2012 e un raffronto con i volumi dell'anno precedente.

Nel 2012 la disponibilità complessiva⁹ della SSP di Target2 ha raggiunto il 100 per cento.

Nel corso dell'anno il 99,98 per cento dei pagamenti nella SSP è stato trattato nell'arco di cinque minuti e gli utenti hanno espresso soddisfazione riguardo alle buone prestazioni del sistema.

LA COOPERAZIONE CON GLI UTENTI DI TARGET2

L'Eurosistema mantiene strette relazioni con gli utenti di Target2 e durante il 2012 si sono tenute riunioni periodiche fra le BCN e i gruppi di utenti nazionali. Inoltre, a cadenza semestrale, sono state organizzate riunioni congiunte tra il *Working Group on TARGET2* dell'Eurosistema e il *TARGET Working Group* delle associazioni del settore creditizio europeo, in cui si sono discussi a livello paneuropeo gli aspetti operativi del sistema. Il gruppo ad hoc, costituito nel 2011 e composto da rappresentanti dei due gruppi sopra citati, ha continuato la sua attività esaminando importanti

⁹ Il livello di disponibilità è la misura in cui i partecipanti sono stati in grado di utilizzare il sistema durante le ore di apertura senza che si verificassero malfunzionamenti.

Tavola 12 Pagamenti gestiti da TARGET2

	Valore delle transazioni (in miliardi di euro)			Volume (n. di transazioni)		
	2011	2012	var. perc.	2011	2012	var. perc.
TARGET2						
Totale	612.936	634.132	3,4	89.565.697	90.671.378	1,2
Media giornaliera	2.385	2.477	3,8	348.505	354.185	1,6

Fonte: BCE.

Nota: I giorni di operatività sono stati 257 nel 2011 e 256 nel 2012.

cambiamenti di Target2, come il suo collegamento con *Target2-Securities* (T2S). Altre questioni strategiche sono state affrontate in seno al *Contact Group on Euro Payments Strategy*, al quale partecipano alti dirigenti di banche commerciali e delle banche centrali.

LA GESTIONE DELLE NUOVE VERSIONI DEL SISTEMA

L'Eurosistema attribuisce fondamentale importanza all'evoluzione di Target2, al fine di accrescere ulteriormente il livello di servizio offerto e di rispondere alle esigenze dei partecipanti.

In previsione dei considerevoli preparativi necessari per l'avvio di T2S, nel 2011 l'Eurosistema ha deciso che nel corso del 2012 non sarebbe stata introdotta una versione annuale di Target2. Cionondimeno, l'Eurosistema ha continuato a lavorare al sistema Target2, predisponendo le modifiche necessarie al collegamento con T2S. Sono stati individuati in via definitiva i servizi che Target2 offrirà ai propri partecipanti per facilitare le operazioni in contanti in T2S e che saranno disponibili dall'entrata in funzione del nuovo sistema. L'Eurosistema ha inoltre avviato una revisione della strategia di migrazione di Target2 ai nuovi standard di settore (ISO 20022) ed è stato deciso che l'insieme degli attuali standard di messaggistica dovrebbero essere sostituiti dai loro equivalenti ISO 20022 nel quadro di uno scenario di tipo "big bang" previsto per novembre 2017.

I PAESI PARTECIPANTI A TARGET2

Tutti i paesi dell'area dell'euro partecipano a Target2, poiché il suo utilizzo è obbligatorio per il regolamento di tutti gli ordini di pagamento connessi con le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Le banche centrali dei paesi dell'UE esterni all'area dell'euro possono collegarsi a Target2 su base volontaria, al fine di agevolare il regolamento delle operazioni denominate in euro in questi paesi. Dal punto di vista giuridico e di business, ciascuna banca centrale è responsabile per la gestione della rispettiva componente nazionale del sistema e per il mantenimento delle relazioni con i propri utenti. Inoltre, alcune istituzioni finanziarie ubicate in altri paesi del SEE partecipano a Target2 tramite accesso remoto.

Attualmente al sistema aderiscono 24 banche centrali dell'UE e le rispettive comunità di utenti nazionali, vale a dire le 17 banche centrali dell'area dell'euro, la BCE e sei banche centrali di paesi non appartenenti all'area¹⁰.

2.2 TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) è il futuro servizio dell'Eurosistema per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli in Europa. Il progetto è in fase di sviluppo e dovrebbe entrare in funzione a giugno del 2015. Pressoché la totalità dei titoli scambiati in Europa verrà regolata in T2S, consentendo di ottenere significative economie di scala e una riduzione dei costi di regolamento. Con l'eliminazione della distinzione fra operazioni nazionali e transfrontaliere, T2S rappresenta un fondamentale passo avanti verso l'integrazione del mercato europeo dei capitali e fornisce una solida base per accrescere l'efficienza e la concorrenza di tutto il settore del *post-trading*. T2S permetterà risparmi notevoli in termini di garanzie e liquidità, un aspetto di particolare rilievo in un periodo in cui la domanda di garanzie di alta qualità è sempre più elevata in seguito alle turbolenze finanziarie e ai recenti sviluppi in materia regolamentare. T2S consentirà di armonizzare le prassi di mercato, agevolando così lo snellimento delle procedure di *back office*.

¹⁰ Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania.

Alla fine di giugno 2012, il contratto quadro (*Framework Agreement*) di T2S¹¹, era stato sottoscritto da 22 sistemi di deposito accentrato (SDA), fra cui quasi tutti gli SDA operativi all'interno dell'area dell'euro e cinque SDA esterni all'area. In considerazione della loro tempestiva adesione al sistema, questi SDA – che rappresentano quasi il 100 per cento del volume di transazioni regolate in euro – saranno esentati dal pagamento della commissione di ingresso. A giugno, inoltre, la Danmarks Nationalbank ha firmato il *Currency Participation Agreement*¹², accettando di rendere disponibile la propria valuta in T2S dal 2018. Con la sottoscrizione di questi accordi si conclude un processo negoziale durato oltre due anni. T2S resta comunque aperto a nuovi partecipanti: banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro e SDA che avranno la possibilità di sottoscrivere il *Currency Participation Agreement* o il *Framework Agreement* in un secondo tempo. Agli SDA, tuttavia, verrà d'ora in poi applicata una commissione di ingresso.

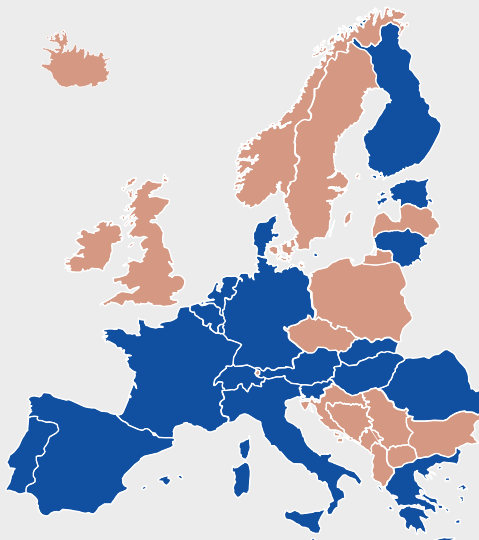
Con l'entrata in vigore di questi due contratti, un nuovo assetto di *governance* è stato posto in essere dal 1° luglio 2012. Tale assetto, sempre basato su principi di trasparenza e di ampio coinvolgimento del mercato, attribuisce maggiore influenza alle controparti contrattuali dell'Eurosistema e rimarrà valido anche dopo l'entrata in funzione di T2S. Esso si articola su tre livelli: direttivo, consultivo e operativo. Il primo include il *T2S Board*, responsabile della gestione corrente e del completamento del progetto, e il *CSD Steering Group*, che rappresenta la “voce” degli SDA nei rapporti con l'Eurosistema. A livello consultivo, l'*Advisory Group* è un punto di incontro per tutte le categorie interessate, fra cui le banche centrali, gli SDA, la comunità bancaria, le autorità di regolamentazione e di sorveglianza e l'industria. I gruppi nazionali utenti (*National User Groups*) rappresentano il collegamento formale tra i mercati nazionali e l'*Advisory Group*. A livello operativo, il *T2S Programme Office* della BCE e i gruppi tecnici (*Technical Groups*) forniscono assistenza agli organi direttivi.

11 Il *Framework Agreement* di T2S è il contratto che definisce i diritti e gli obblighi dell'Eurosistema e degli SDA che trasferiscono a quest'ultimo la propria funzione di regolamento.

12 Il *Currency Participation Agreement* di T2S è il contratto che regola il rapporto tra l'Eurosistema e le banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro che desiderano rendere disponibile la propria valuta per il regolamento dei titoli in moneta nazionale in T2S.

Figura 37 I sistemi di deposito accentrato che partecipano al T2S

- Bank of Greece Securities Settlement System – BOGS (Grecia)
- Centrálny depozitár cenných papierov (Slovacchia)
- Clearstream Banking (Germania)
- Depozitarul Central (Romania)
- Eesti Väärtpaberikeskus (Estonia)
- Euroclear Belgium (Belgio)
- Euroclear Finland (Finlandia)
- Euroclear France (Francia)
- Euroclear Nederland (Paesi Bassi)
- Iberclear – BME Group (Spagna)
- Interbolsa – Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários (Portogallo)
- KDD – Centralna Klirinško Depotna Družba (Slovenia)
- Központi Elszámolóház és Értéktár – KELER (Ungheria)
- Lietuvos centrinių vertybinių popierių depozitoriumas (Lituania)
- LuxCSD (Lussemburgo)
- Malta Stock Exchange (Malta)
- Monte Titoli (Italia)
- National Bank of Belgium Securities Settlement System – NBB-SSS (Belgio)
- Oesterreichische Kontrollbank (Austria)
- SIX SIS (Svizzera)
- VP LUX (Lussemburgo)
- VP Securities (Danimarca)



Nel 2012 sono stati compiuti significativi progressi tecnici, che includono la pubblicazione da parte dell'Eurosistema della guida per gli utenti T2S (*T2S User Handbook*) e degli aggiornamenti dei documenti *User Requirement Document* (documento sui requisiti degli utenti), *User Detailed Functional Specification* (specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti) e *Business Process Description* (descrizione del processo di business). Le quattro banche centrali responsabili dello sviluppo e della gestione operativa della piattaforma di T2S (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Banca d'Italia) prevedono di terminare la messa a punto del software necessario nel primo trimestre del 2013 e hanno già fatto buoni progressi nei collaudi interni. A giugno del 2012 gli SDA e le BCN hanno completato i loro studi di fattibilità, che hanno dato origine a oltre 30 richieste di modifica. Verso la fine del 2012 gli SDA e l'Eurosistema hanno raggiunto un accordo sulla tempistica e sulla composizione di tre gruppi di migrazione pianificati tra giugno 2015 e novembre 2016. All'inizio del 2013 è comunque proseguita la discussione sulla possibilità di soluzioni di migrazione alternative che permettano di affrontare più adeguatamente gli sforzi operativi che implica questa attività.

Si è progredito anche sul piano della "connettività" a T2S, in particolare con la selezione delle reti tramite le quali gli operatori e gli SDA potranno trasmettere le istruzioni a T2S e ricevere messaggi. A conclusione di una gara d'appalto aperta nel 2011, le licenze sono state attribuite a due fornitori di servizi di rete a valore aggiunto. L'Eurosistema ha inoltre ampiamente completato l'assetto giuridico relativo a un servizio di collegamento dedicato, che sarà reso disponibile parallelamente alle due soluzioni in rete a valore aggiunto, ove il mercato lo richieda.

Gli operatori hanno sottolineato la necessità di un maggior coinvolgimento di T2S nel processo di armonizzazione del *post-trading*, al fine di cogliere appieno i vantaggi offerti da T2S. L'*Harmonisation Steering Group* di T2S, che assiste l'*Advisory Group* nella conduzione di diverse iniziative di armonizzazione, ha predisposto nel corso del 2012 il terzo rapporto *T2S Harmonisation Progress Report*, la cui pubblicazione è prevista agli inizi del 2013. Per informazioni più dettagliate riguardo alle attività di armonizzazione di T2S e al loro impatto sul processo di integrazione finanziaria in Europa si veda la sezione 4 del capitolo 3.

2.3 LE PROCEDURE DI REGOLAMENTO PER LE GARANZIE UTILIZZATE SU BASE TRANSFRONTALIERA

Per tutti i tipi di operazioni di credito dell'Eurosistema è possibile utilizzare come garanzia, a livello sia nazionale sia transfrontaliero, attività stanziabili. La movimentazione transfrontaliera delle garanzie nell'area dell'euro avviene principalmente tramite il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM) e tramite collegamenti idonei (*eligible links*) tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) dell'area dell'euro. La prima soluzione è offerta dall'Eurosistema, mentre la seconda è un'iniziativa di mercato. Inoltre, in via eccezionale, le garanzie usate su base transfrontaliera possono essere movimentate sui conti che le BCN detengono presso un SDA non nazionale (internazionale).

A fine 2012 l'ammontare delle garanzie detenute dall'Eurosistema utilizzate su base transfrontaliera (incluse le attività negoziabili e non negoziabili) è stato pari a 643 miliardi di euro, in diminuzione rispetto ai 731 miliardi di fine 2011. Complessivamente, alla fine del 2012, le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 22,8 per cento delle garanzie totali consegnate all'Eurosistema (contro il 29,9 per cento nel 2011).

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE GARANZIE

Nel 2012 il CCBM è rimasto il canale principale per il trasferimento transfrontaliero di garanzie per le operazioni di politica monetaria e per il conferimento di credito infragiornaliero dell'Eurosistema. Il valore delle attività detenute in custodia tramite il CCBM è sceso dai 434 miliardi di euro di fine 2011 ai 354 miliardi di euro di fine 2012. Le garanzie usate su base transfrontaliera detenute su conti delle BCN con un SDA non nazionale (internazionale) sono state pari a 134 miliardi di euro.

Il CCBM, istituito nel 1999, nasce come soluzione provvisoria; prevedendo solo un livello minimo di armonizzazione, gli operatori di mercato hanno auspicato l'introduzione di una serie di miglioramenti. In particolare hanno chiesto che non sia più necessario rimpatriare le attività (negoziabili) dagli SDA investitori a quelli emittenti prima di essere movimentate come garanzia tramite il CCBM, e che si possa ricorrere ai servizi di gestione delle garanzie *triparty*, attualmente utilizzati solo a livello nazionale, anche su base transfrontaliera. L'Eurosistema è favorevole all'introduzione di questi miglioramenti e lavora in questo momento alla loro integrazione nell'assetto operativo del CCBM nel 2014.

Le questioni connesse al regolamento dei titoli in euro e alla movimentazione delle garanzie nell'ambito delle operazioni di credito dell'Eurosistema sono state discusse in seno al *Contact Group on Euro Securities Infrastructures*, che riunisce rappresentanti delle infrastrutture di mercato, operatori di mercato e banche centrali.

I COLLEGAMENTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

A livello transfrontaliero, le garanzie possono essere movimentate anche usando i collegamenti tra SRT nazionali, che però possono essere usati per le operazioni in moneta di banca centrale solo se sono giudicati idonei dall'Eurosistema. Dopo il trasferimento a un altro SRT tramite collegamenti idonei, i titoli possono essere usati con le procedure domestiche come qualunque garanzia nazionale. L'ammontare delle garanzie movimentate tramite collegamenti diretti e indiretti (*relayed links*) è diminuito dai 175 miliardi di euro di fine 2011 ai 156 miliardi di fine 2012.

Nel 2012 un nuovo collegamento diretto è stato aggiunto alla lista dei collegamenti idonei, mentre ne sono stati rimossi tre. In totale, alla fine del 2012, le controparti potevano disporre di 52 collegamenti diretti e 8 indiretti, di cui solo un numero ristretto effettivamente usato.

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

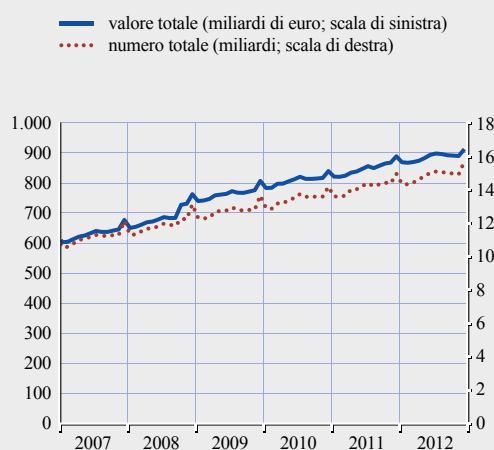
In conformità con l'articolo 128 del Trattato, il Consiglio direttivo della BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'UE. Sia la BCE sia le BCN possono emettere tali banconote.

3.1 LA CIRCOLAZIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Alla fine del 2012 le banconote in euro in circolazione ammontavano a 15,7 miliardi, pari a un valore complessivo di 912,6 miliardi di euro, mentre alla fine del 2011 ammontavano a 14,9 miliardi, per un valore totale di 888,6 miliardi di euro (cfr. figura 38). In termini di valore i biglietti da 50 e 500 euro hanno rappresentato le quote maggiori delle banconote circolanti, collocandosi rispettivamente al 35 e al 32 per cento a fine anno. Il taglio da 50 euro è stato il più utilizzato in termini di volume,

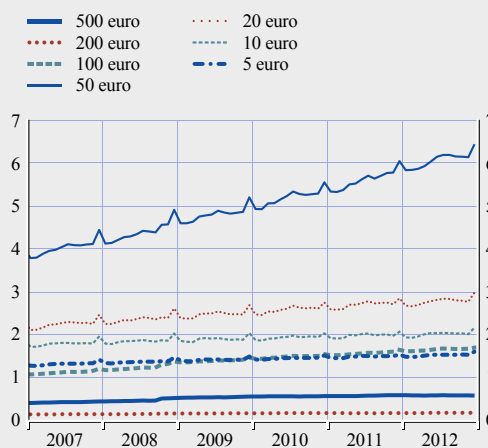
Figura 38 Numero e valore delle banconote in circolazione



Fonte: BCE.

Figura 39 Numero delle banconote in euro in circolazione per taglio

(miliardi di pezzi)



Fonte: BCE.

rappresentando il 41 per cento di tutti i biglietti in circolazione (cfr. figura 39). Nel 2012 il tasso di crescita annuo delle banconote circolanti è stato del 2,7 per cento in termini di valore e del 4,9 per cento in termini di volume. Il taglio da 50 euro ha registrato l'incremento numerico di gran lunga più consistente (6,5 per cento), seguito da quelli da 20 e 10 euro (4,7 per cento) e infine da quello da 5 euro (4 per cento). Il tasso di crescita delle banconote da 500 euro, che era stato considerevole in passato, ha assunto segno negativo (-2,0 per cento).

Si stima che, in termini di valore, il 20-25 per cento delle banconote in euro in circolazione (probabilmente a un livello più prossimo al margine superiore dell'intervallo) sia detenuto al di fuori dell'area dell'euro, prevalentemente in paesi confinanti. Nel 2012 i trasferimenti netti di banconote in euro delle istituzioni finanziarie alle regioni esterne all'area dell'euro sono aumentati del 19 per cento, ossia 2,1 miliardi di euro a confronto con il 2011. I biglietti in euro, soprattutto i tagli più elevati, sono detenuti al di fuori dell'area come riserva di valore e per il regolamento delle transazioni sui mercati internazionali.

Nel 2012 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle BCN dell'area dell'euro) è aumentato del 4,4 per cento, raggiungendo i 102,0 miliardi. I tagli minori da 1, 2 e 5 centesimi hanno rappresentato il 62 per cento del numero totale delle monete circolanti. Alla fine del 2012 il valore delle monete in circolazione è stato pari a 23,7 miliardi di euro, più elevato del 2,5 per cento rispetto alle fine del 2011.

GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'Eurosistema

Nel 2012 le BCN dell'area dell'euro hanno esitato 33,1 miliardi di banconote, pari a un valore di 1.000 miliardi di euro, e introitato 32,2 miliardi di biglietti, per un valore di 1000 miliardi di euro. I dati rilevati sono simili a quelli registrati nel 2011. Un volume di 34,6 miliardi di biglietti è stato verificato utilizzando apparecchiature completamente automatizzate per controllarne sia l'autenticità sia l'idoneità all'uso, al fine di garantire la qualità e l'integrità delle banconote in circolazione secondo i requisiti minimi per la selezione previsti dall'Eurosistema. Nel corso di tale processo circa 5,6 miliardi di banconote sono state giudicate non più idonee alla circolazione e

distrutte. Il tasso di sostituzione¹³ delle banconote circolanti (la quota di banconote che è stato necessario sostituire perché non più idonee alla circolazione) è stato del 44 per cento per i tagli fino al 50 euro incluso e del 9 per cento per i tagli più elevati.

Il tasso medio di rientro dalla circolazione¹⁴ è stato pari a 2,16 alla fine del 2012, a indicare che ogni banconota è stata introitata da una BCN dell'area in media circa una volta ogni sei mesi. I tassi di rientro sono stati pari a 0,34 per le banconote da 500 euro, 0,46 per quelle da 200 e 0,70 per quelle da 100, mentre i tassi di rientro dei biglietti normalmente utilizzati per le transazioni sono stati più elevati (1,56 per il 50 euro, 3,38 per il 20 euro, 4,11 per il 10 euro e 2,27 per il 5 euro).

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Nel 2012 i centri nazionali di analisi¹⁵ hanno ricevuto circa 531.000 banconote in euro contraffatte. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi rimane su livelli molto contenuti. La figura 40 mostra l'andamento di lungo periodo del numero di falsi ritirati dalla circolazione. L'attività di contraffazione tende a concentrarsi sui tagli da 20 e 50 euro, che nel 2012 hanno rappresentato rispettivamente il 42,5 e il 40,0 per cento di tutti i falsi. La figura 41 fornisce ulteriori dettagli sui dati disaggregati per taglio.

Sebbene la fiducia nella sicurezza dell'euro sia pienamente giustificata dalle misure anticontraffazione adottate dalle autorità europee e internazionali, tale affidabilità non deve indurre a una soddisfazione eccessiva. La BCE rinnova ai cittadini la raccomandazione di continuare a prestare attenzione ai

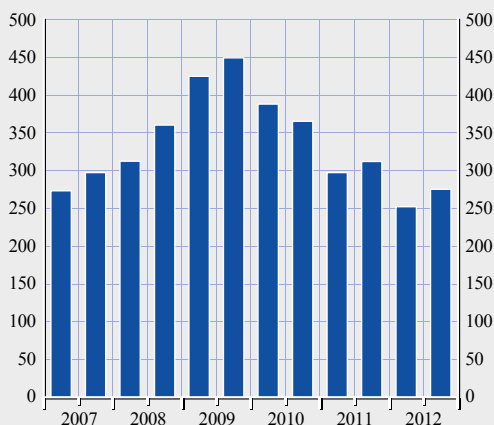
13 Definito come il rapporto tra il numero di banconote giudicate non più idonee all'uso in un anno e il numero medio di biglietti in circolazione in quell'anno.

14 Definito come il rapporto tra il numero totale di banconote introitate dalle BCN dell'area dell'euro in un anno e il numero medio di biglietti in circolazione in quell'anno.

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

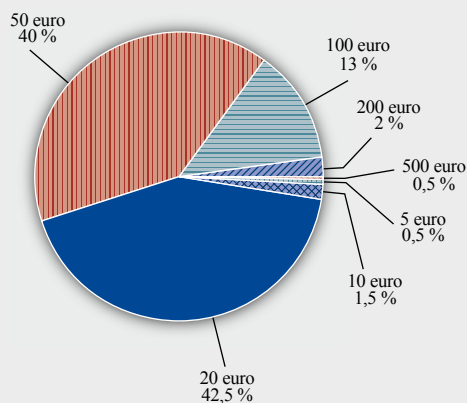
Figura 40 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione

(migliaia)



Fonte: BCE.

Figura 41 Scomposizione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2012



Fonte: BCE.

rischi di frode, a rammentare il metodo basato sulle tre parole chiave “toccare-guardare-muovere”¹⁶, e a non affidarsi mai a una sola caratteristica di sicurezza. Inoltre, con frequenza regolare vengono organizzati corsi di formazione per gestori professionali di contante, sia all’interno che all’esterno dell’UE, e materiale informativo aggiornato viene reso disponibile a sostegno della lotta alla contraffazione condotta dall’Eurosistema. Tale obiettivo viene perseguito anche attraverso la stretta collaborazione della BCE con l’Europol e la Commissione europea.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE A LIVELLO INTERNAZIONALE

La cooperazione in materia di lotta alla contraffazione si spinge oltre i confini europei. L’Eurosistema partecipa attivamente alle iniziative del *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (CBCDG)¹⁷, mentre la BCE ospita il Centro internazionale per la lotta alla contraffazione (*International Counterfeit Deterrence Centre*, ICDC), che opera quale struttura tecnica del CBCDG. L’ICDC amministra un sito Internet¹⁸ che fornisce informazioni e assistenza sulla riproduzione delle immagini delle banconote, oltre ai collegamenti ai siti Internet nazionali.

3.3 LA PRODUZIONE E L’EMISSIONE DI BANCONOTE

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2012 le BCN sono state responsabili della produzione di 8,5 miliardi di biglietti, 2,9 miliardi dei quali (circa il 34 per cento) rappresentano la nuova banconota da 5 euro, che verrà introdotta nel maggio 2013 (cfr. di seguito). E’ cessata la produzione del taglio da 5 euro della prima serie. L’allocazione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato, adottato inizialmente nel 2002. In base a tale accordo, ciascuna BCN dell’area è responsabile dell’approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli (cfr. tavola 13).

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

Nel 2007 il Consiglio direttivo ha adottato un programma articolato in alcuni passi procedurali che nel medio termine contribuiranno ad accrescere la convergenza dei servizi di cassa offerti dalle BCN. Dal 1° ottobre 2012 le BCN di Belgio, Germania, Irlanda, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria e Finlandia hanno adottato la messaggistica elettronica tra BCN e clienti professionali nazionali e internazionali sulle operazioni in contante, una delle restanti misure previste dal programma. I principi sottostanti tale servizio sono delineati nell’indirizzo della BCE relativo allo scambio di dati per i servizi in contante denominato *Data Exchange for Cash Services* (DECS)¹⁹. Un’interfaccia curata dalla BCE garantisce lo scambio di messaggi tra BCN che adottano differenti formati di dati. L’interfaccia consente ai clienti professionali che intendono effettuare operazioni in contante con

Tavola 13 L’assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2012

	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	2.915,30	BE, ES, FR, IT, AT
10 euro	1.959,04	DE, GR, FR, IE, PT
20 euro	1.703,95	CY, EE, FR, IT, MT, LU, NL, SI, SK, FI
50 euro	1.530,43	BE, DE, ES, IT
100 euro	298,13	DE
200 euro	50,00	DE
500 euro	0,00	-
Totale	8.456,87	

Fonte: BCE.

¹⁶ Cfr. la sezione “Caratteristiche di sicurezza” del sito Internet della BCE alla voce “L’euro” e poi “Banconote”.

¹⁷ Gruppo cui aderiscono 32 banche centrali e autorità responsabili della stampa delle banconote che collaborano sotto l’egida del G10.

¹⁸ Cfr. <http://www.rulesforuse.org>

¹⁹ Indirizzo BCE/2012/16 del 20 luglio 2012 (GU L 245 dell’11.9.2012, pag. 3).

altre BCN di trasmettere ordini di prelievo o avvisi di deposito tramite la propria BCN di riferimento. Le restanti BCN dell'area si collegheranno all'interfaccia nel corso del 2013 e del 2014.

Lo scambio elettronico di messaggi agevola l'organizzazione del trasferimento internazionale di contante e quindi integra il Regolamento (UE) n. 1214/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 novembre 2011 sul trasporto transfrontaliero su strada di contante in euro effettuato a livello professionale tra gli Stati membri dell'area dell'euro²⁰, entrato in vigore il 30 novembre 2012. Tale interfaccia rende altresì possibili i trasferimenti di fondi tra le BCN, che saranno utili ai fini dell'introduzione della seconda serie di banconote in euro.

RICIRCOLO DELLE BANCONOTE

Nel rimettere in circolazione le banconote in euro, i gestori del contante (istituzioni creditizie, società di trasporto valori e altri operatori economici, come i commercianti al dettaglio e le case da gioco) devono attenersi alle regole e procedure della Decisione BCE/2010/14 relativa al controllo dell'autenticità e dell'idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo²¹. In particolare, tale decisione mira a garantire che siano controllate l'autenticità e l'idoneità all'uso di tutti i biglietti distribuiti al pubblico tramite i distributori di contante. Secondo i dati comunicati dai gestori del contante alle BCN dell'area, nel 2012 circa un terzo del numero totale di banconote in euro controllate dalle apparecchiature sono state rimesse in circolazione dai gestori tramite le apparecchiature di trattamento del contante.

In preparazione dell'emissione della seconda serie di banconote in euro, la portata della Decisione BCE/2010/14 è stata modificata dalla Decisione BCE/2012/19²², entrata in vigore il 20 settembre 2012. La Decisione, e i successivi aggiornamenti, garantiscono che le procedure di controllo cui devono attenersi i gestori di contante per il ricircolo dei biglietti in euro siano applicabili anche alle nuove banconote.

IL PROGRAMMA PER LA CUSTODIA DI BANCONOTE ALL'ESTERNO DELL'AREA

A seguito della decisione del Consiglio direttivo assunta nel 2011 di estendere il programma di custodia delle banconote in euro fuori dell'area (*Extended Custodial Inventory*, ECI) dall'Asia al Nord America e al Medio Oriente, è stata svolta una procedura di gara nel 2012. Gli aggiudicatari della gara saranno selezionati nel corso del 2013. Il programma continua il programma pilota ECI che originariamente doveva concludersi nel gennaio 2012, ma è stato prorogato fino alla fine di gennaio 2013. Il programma ECI è inteso ad assicurare la regolare circolazione di banconote in euro in regioni geograficamente lontane e a fornire dati statistici dettagliati sull'uso delle banconote in euro a livello internazionale.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Nel 2012 l'Eurosistema ha continuato a sviluppare una nuova serie di banconote in euro, incentrandosi sulla produzione su larga scala del nuovo biglietto da 5 euro, primo taglio della seconda serie a essere immesso in circolazione. L'Eurosistema inoltre ha aiutato le parti interessate a preparare l'introduzione delle nuove banconote e ha continuato lo sviluppo dei biglietti successivi della seconda serie. Questa è denominata serie "Europa" dal nome di una figura della mitologia greca, il cui ritratto appare nella filigrana e nell'ologramma. La serie "Europa" manterrà gli stessi tagli (5, 10, 20, 50, 100, 200 e 500 euro) e gran parte degli elementi grafici della prima serie di banconote²³.

²⁰ GU L 316 del 29.11.2011, pag. 1.

²¹ GU L 267 del 9.10.2010, pag. 1.

²² GU L 253 del 20.9.2012, pag. 19.

²³ Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.nuovovoltoeuro.eu>

Il 9 marzo 2012 Il Consiglio direttivo ha deciso che la nuova banconota da 5 euro verrà introdotta il 2 maggio 2013. I tempi esatti di emissione degli altri biglietti della serie “Europa” saranno stabiliti in un secondo momento. Le nuove banconote verranno introdotte gradualmente in ordine crescente nell’arco di diversi anni. L’Eurosistema informerà con ampio anticipo il pubblico, le categorie professionali che operano con il contante e i produttori di apparecchiature per banconote sulle modalità di introduzione dei nuovi biglietti. La prima serie di banconote avrà corso legale ancora per un periodo di tempo relativamente lungo; il ritiro dalla circolazione sarà graduale e verrà comunicato al pubblico con ampio anticipo. Anche a ritiro avvenuto, sarà comunque possibile cambiare le banconote della prima serie per un periodo di tempo illimitato presso le BCN dell’area dell’euro.

4 STATISTICHE

La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, redige e pubblica un’ampia gamma di statistiche che sono di supporto alla politica monetaria dell’area dell’euro, a vari altri compiti del SEBC, nonché alle funzioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS). Tali statistiche sono inoltre utilizzate dalle autorità pubbliche (ad esempio, nel quadro di valutazione della Commissione europea per il monitoraggio degli squilibri macroeconomici), dagli operatori dei mercati finanziari, dai mezzi di informazione e dal pubblico in generale. Nel 2012 la regolare produzione di statistiche relative all’area dell’euro ha continuato a svolgersi in maniera ordinata e tempestiva. L’impegno a migliorare la base informativa, in adempimento del mandato assegnato alla BCE e al CERS, ha rappresentato una sfida considerevole alla luce delle limitate risorse disponibili. Sono stati compiuti notevoli sforzi per soddisfare i nuovi requisiti statistici, in conformità con il programma di lavoro in materia statistica riesaminato annualmente, specie per quanto attiene all’analisi della politica monetaria e della stabilità finanziaria.

Gli aspetti problematici legati alla crescente domanda di dati statistici sono stati esaminati nel corso della sesta conferenza biennale della BCE sulle statistiche, tenutasi nell’aprile 2012, che è stata intitolata *Central bank statistics as a servant of two separate mandates – price stability and mitigation of systemic risk*.

4.1 STATISTICHE NUOVE E PIÙ ESAUSTIVE

In conformità con il suo mandato di assicurare supporto statistico al CERS, la BCE è stata fortemente coinvolta nel 2012 nella preparazione del quadro operativo dei rischi, pubblicato per la prima volta dopo la riunione del Consiglio generale del CERS il 20 settembre 2012. Al fine di migliorare la capacità del quadro operativo di cogliere i rischi sistemici, la prima serie di 45 indicatori verrà aggiornata e rivista con regolarità (cfr. anche la sezione 2.2 del capitolo 3).

Nel settembre 2012 la BCE ha altresì pubblicato per la prima volta una misura statistica dell’aggregato monetario ampio M3 e del credito al settore privato nell’area dell’euro corretti per escludere le operazioni pronti contro termine condotte mediante controparti centrali.

4.2 ALTRI SVILUPPI IN AMBITO STATISTICO

Il SEBC ha mantenuto inalterato l’impegno per migliorare la disponibilità e la qualità delle statistiche utilizzando basi di microdati, perché garantiscono maggiore flessibilità in risposta alle esigenze degli utenti e contribuiscono a minimizzare gli oneri per gli operatori.

In tale contesto, nel settembre 2012 il Consiglio direttivo ha adottato il nuovo quadro di gestione della qualità delle statistiche per l'archivio centralizzato sui titoli (*Centralised Securities Database*), costituito dall'Indirizzo BCE/2012/21 e dalla Raccomandazione BCE/2012/22. Inoltre, nell'ottobre 2012 la BCE ha adottato il Regolamento BCE/2012/24/ relativo alle statistiche sulle disponibilità in titoli. Il regolamento stabilisce obblighi di rendiconto per investitori finanziari, depositari e capogruppo di alcuni istituti bancari nell'area dell'euro. Tali obblighi si applicano sia alle informazioni per singolo titolo relative agli strumenti detenuti dagli investitori dell'area dell'euro (finanziari e non finanziari), sia alle informazioni sui titoli emessi da residenti dell'area e custoditi nell'area stessa che sono detenuti da investitori non appartenenti all'area. La raccolta di dati avrà inizio nel marzo 2014 con riferimento alle informazioni relative al dicembre 2013.

La prima edizione dell'indagine dell'Eurosistema sui bilanci e sui consumi delle famiglie è stata condotta dalle BCN dei 15 paesi dell'area dell'euro (in alcuni casi di concerto con gli istituti statistici nazionali). Tale rilevazione, i cui risultati saranno pubblicati a inizio 2013, fornisce dati a livello microeconomico sulle famiglie per quanto riguarda attività reali e finanziarie, debiti, consumi e risparmi, reddito e occupazione, futuri diritti pensionistici, trasferimenti intergenerazionali, donazioni e grado di avversione al rischio.

Il SEBC ha proseguito lo sviluppo di un registro di tutte le istituzioni finanziarie nell'UE, inclusi i grandi gruppi bancari e assicurativi. Una volta potenziato, il *Register of Institutions and Affiliates Database* (RIAD) faciliterà le analisi della stabilità finanziaria e la valutazione delle garanzie per le operazioni di mercato, oltre a fornire elenchi completi di tutte le istituzioni finanziarie, facilitandone la classificazione come controparti ai fini delle segnalazioni statistiche. Per accrescerne l'utilità, il RIAD sarà interoperabile con lo *EuroGroups Register* delle imprese (prevalentemente) non finanziarie in Europa, che viene parallelamente sviluppato e gestito dall'Eurostat.

Sono in fase di elaborazione anche diverse altre banche dati. Il SEBC sta sviluppando statistiche più esaustive per il settore assicurativo, basate per quanto possibile su dati raccolti attraverso gli schemi di segnalazione delle informazioni quantitative di Solvibilità II, così come formulati dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*). Sono inoltre in corso iniziative finalizzate ad armonizzare una serie di caratteristiche dei dati e a delineare un'area pilota per i dati desunti dai registri dei crediti o da altre banche dati simili, con l'obiettivo di reimpiegare le informazioni per dare risposta a varie esigenze di ordine statistico e analitico. Le statistiche sui pagamenti sono in corso di miglioramento per tenere conto dei recenti sviluppi relativi all'Area unica dei pagamenti in euro, specie del Regolamento (UE) 260/2012 riguardante i bonifici e gli addebiti diretti (cfr. sezione 2 del capitolo 3), mentre le statistiche sulle carte di pagamento vengono elaborate in base ai dati raccolti dai vari circuiti internazionali.

Riguardo alle statistiche economiche generali, la BCE sta conducendo un'iniziativa per la pubblicazione a partire dal 2013 di una stima mensile dei nuovi ordini industriali per l'area dell'euro, dato che l'Eurostat non elabora più tali statistiche. La BCE ha inoltre tenuto una conferenza nel maggio 2012 nell'ambito delle sue iniziative per la pubblicazione a partire dal 2013 degli indicatori dei prezzi degli immobili commerciali.

La BCE ha mantenuto intensi rapporti di lavoro con l'Eurostat e con altri organismi internazionali. Il processo legislativo per allineare il Sistema europeo dei conti 1995 (SEC95) al Sistema dei conti nazionali 2008 e alla sesta edizione del manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione

patrimoniale sull'estero dell'FMI è prossimo alla conclusione. Contestualmente, sono state condotte iniziative per portare a termine la revisione di tutti gli atti giuridici della BCE e dell'UE, al fine di consentire l'adozione dei nuovi standard nel 2014.

La BCE contribuisce altresì al miglioramento delle statistiche finanziarie a livello mondiale, in particolare nell'ambito dell'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics* (IAG), di concerto con BRI, Eurostat, FMI, OCSE, Nazioni Unite e Banca Mondiale. Lo IAG sta coordinando e monitorando le iniziative statistiche sostenute dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali del G20 per colmare le carenze informative a livello mondiale. La BCE ha contribuito anche all'aggiornamento del sito Internet dedicato ai principali indicatori globali, che nel marzo 2012 ha pubblicato per la prima volta un dato aggregato per la crescita trimestrale del PIL nelle economie del G20. Nel 2012 il G20 ha sostenuto un'iniziativa per introdurre nel marzo 2013 un sistema mondiale di "identificazione delle persone giuridiche", che la BCE sostiene pienamente. In collaborazione con la BRI e l'FMI, la BCE ha pubblicato la terza parte del manuale sulle statistiche relative ai titoli finanziari, dedicata ai titoli azionari (emissioni e consistenze).

Per mantenere la fiducia del pubblico nelle statistiche prodotte dal SEBC, su cui sono basate le decisioni di politica monetaria, è importante che il SEBC dimostri di attenersi agli standard di qualità più elevati. Per tale motivo nel febbraio 2012 il Consiglio direttivo ha approvato una versione emendata dell'impegno pubblico in materia di statistiche europee prodotte dal SEBC (*Public commitment on European statistics by the ESCB*), al fine di rafforzarne la convergenza con il Codice di condotta per le statistiche europee (*European Statistics Code of Practice*) formulato dal Comitato del sistema statistico europeo (*European Statistical System Committee*).

Il SEBC è impegnato a fornire le statistiche come bene pubblico. Pertanto nel settembre 2012 ha annunciato una politica comune di libero accesso e riutilizzo delle proprie statistiche pubblicamente disponibili, indipendentemente dal successivo uso commerciale o non commerciale.

5 LA RICERCA ECONOMICA

In linea con l'approccio adottato in tutto l'Eurosistema, l'attività di ricerca della BCE intende:

- a) fornire risultati utili alla formulazione della politica monetaria e per altri compiti dell'Eurosistema;
- b) mantenere e utilizzare modelli econometrici per elaborare previsioni e proiezioni economiche e raffrontare gli effetti di scelte di politica economica alternative;
- c) comunicare con la comunità accademica e di ricerca, ad esempio pubblicando i risultati delle ricerche su riviste scientifiche soggette al meccanismo della *peer review*, partecipando a convegni e organizzando conferenze su temi inerenti alla ricerca economica.

Le due sezioni seguenti analizzano le principali aree e attività di ricerca nel 2012.

5.1 LE PRIORITÀ DELLA RICERCA E I RISULTATI CONSEGUITI

La ricerca economica della BCE è effettuata in modo decentrato da diverse aree operative in base alle rispettive necessità e competenze. La Direzione Generale Ricerca economica ha il compito di produrre ricerche di elevata qualità, nonché di coordinare il lavoro di ricerca condotto nell'ambito della BCE. Il Direttore Generale per la Ricerca presiede il *Research Coordination Committee* (RCC), che allinea le attività di ricerca condotte presso la BCE con le esigenze dell'istituzione e le necessità dei suoi processi di politica monetaria. Ogni anno l'RCC stabilisce una serie di ambiti

prioritari e costituisce un'assise per facilitare la collaborazione tra le attività di ricerca delle varie aree operative in questi ambiti prioritari. Nel 2012 le priorità della ricerca di alto livello sono state: stabilità finanziaria, vigilanza e regolamentazione macroprudenziale, mercati monetari e assetto operativo dopo la crisi, politica monetaria, politica fiscale e debito sovrano, sorveglianza a livello nazionale e dinamica dell'inflazione, scelte di finanziamento e consumo delle famiglie. In tutte queste aree sono stati realizzati notevoli progressi.

Nel primo ambito prioritario il *Macro-prudential Research Network* del SEBC ha offerto un significativo supporto analitico alle competenti aree di politica economica della BCE, nonché al Comitato europeo per il rischio sistemico (cfr. sezione 2 del capitolo 3). Notevoli progressi sono stati compiuti per quanto riguarda i legami tra stabilità finanziaria e andamenti economici e la formulazione di nuovi indicatori preventivi. Parte di tale ricerca è stata presentata alla seconda conferenza del *network*, tenutasi a Francoforte nell'ottobre 2012.

Riguardo ai mercati monetari e all'assetto operativo, è stato necessario reindirizzare il *focus* delle attività di ricerca dalla preparazione in vista di tempi "normali" per rispecchiare i sostanziali cambiamenti intervenuti nel funzionamento dei mercati, nonché i nuovi strumenti e il mutato contesto regolamentare.

In materia di politica monetaria, politica fiscale e debito sovrano, sono stati portati a termine lavori di ricerca sulle determinanti dei premi per il debito sovrano, sull'interazione tra politiche monetarie e fiscali e sugli effetti di propagazione dalle variabili fiscali a quelle finanziarie.

Le ricerche in materia di sorveglianza a livello nazionale e dinamica dell'inflazione hanno incluso lavori su: a) misure correttive e squilibri, b) interdipendenze e connessioni fra paesi; c) fondamenti concettuali delle determinanti della competitività. I lavori su questi fondamenti sono stati sostenuti anche da una nuova rete di ricerca sulla competitività (CompNet).

Infine, l'indagine sui finanziamenti e sui consumi delle famiglie (*Household Finance and Consumption Network*) ha raccolto microinformazioni cruciali verso la fine del 2012. Tali informazioni dovranno essere analizzate più in dettaglio, ma i risultati iniziali indicano che questi dati consentiranno all'Eurosistema di comprendere meglio i comportamenti di investimento, risparmio, indebitamento e consumo delle famiglie nell'area dell'euro.

5.2 LA DIVULGAZIONE DELLA RICERCA: PUBBLICAZIONI E CONFERENZE

Come negli anni precedenti, le ricerche condotte dagli esperti della BCE sono state presentate nelle collane dei *Working Paper* e degli *Occasional Paper*. Nel 2012 sono stati pubblicati 91 *Working Paper* e 7 *Occasional Paper*. Un totale di 75 *Working Paper* sono stati redatti o corelati da esperti della BCE, molti dei quali insieme a economisti dell'Eurosistema, mentre gli altri sono opera di visitatori esterni intervenuti a conferenze e *workshop*, che partecipano alle reti di ricerca o trascorrono un periodo prolungato presso la BCE per il completamento di un progetto di ricerca²⁴. Come ormai è prassi consolidata, è previsto che la maggior parte di tali pubblicazioni compaia da ultimo nelle principali riviste accademiche soggette al meccanismo della *peer review*. Nel 2012 gli esperti della BCE hanno pubblicato circa un centinaio di articoli in riviste accademiche.

²⁴ I ricercatori esterni visitano la BCE per condurre ricerche specifiche o nel contesto di programmi ufficiali, come il *Lamfalussy Research Fellowship*.

Un'altra pubblicazione periodica della BCE è il Bollettino di ricerca (*Research Bulletin*)²⁵, che consente di divulgare a un vasto pubblico i lavori di ricerca di interesse generale. Nel 2012 sono stati pubblicati tre numeri, con articoli che hanno esaminato varie questioni quali "The impact of the Securities Markets Programme", "Does regulation at home affect bank risk-taking abroad?" e "Bubbles, banks and financial stability".

Nel 2012 la BCE ha organizzato, da sola o congiuntamente con altri soggetti, 23 conferenze e *workshop* su temi di ricerca. Le conferenze organizzate con altri soggetti hanno visto il coinvolgimento del Centre for Economic Policy Research, della BRI e di altre banche centrali, sia interne sia esterne all'Eurosistema. Come negli anni precedenti, la maggior parte delle conferenze e dei *workshop* ha interessato aree di priorità specifiche della ricerca; i programmi di tali eventi e i documenti presentati sono disponibili sul sito Internet della BCE.

Un altro meccanismo consolidato di divulgazione della ricerca è rappresentato dalla serie di seminari, due dei quali hanno rivestito particolare importanza: i *Joint Lunchtime Seminars*, organizzati insieme alla Deutsche Bundesbank e al Center for Financial Studies e gli *Invited Speaker Seminars*. Queste due serie si articolano in seminari settimanali in cui ricercatori esterni sono invitati presso la BCE per presentare i loro ultimi lavori. 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 CONFORMITÀ AL DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO E ACCESSO PRIVILEGIATO

Ai sensi dell'articolo 271, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle BCN dei 27 Stati membri dell'UE e della BCE stessa, dei divieti derivanti dagli articoli 123 e 124 del Trattato e dai Regolamenti (CE) n. 3603/93 e n. 3604/93 del Consiglio. L'articolo 123 proibisce alla BCE e alle BCN di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia a governi e a istituzioni, organi od organismi dell'UE nonché di acquistare strumenti di debito direttamente da questi. L'articolo 124 vieta qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra a governi e a istituzioni, organi od organismi dell'UE 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 effettuati sul mercato secondario dalle banche centrali dell'UE di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale, dai settori pubblici di altri Stati membri nonché da istituzioni e organi 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 dell'articolo 123 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Nel 2012 potrebbe essere ritenuto non conforme alle disposizioni degli articoli 123 e 124 del Trattato e dei relativi regolamenti del Consiglio il seguente caso: De Nederlandsche Bank ha continuato a effettuare pagamenti anticipati nel contesto dell'operatività del sistema di garanzia dei depositi dei Paesi Bassi. Sebbene siano in via di definizione nuove disposizioni legislative, la soluzione prescelta non renderà tale sistema di garanzia dei depositi conforme al divieto di finanziamento

25 Tutti i bollettini di ricerca sono consultabili sul sito Internet della BCE alla voce *Publications*.

monetario, poiché seguirebbe a disporre di una sorta di scoperto di conto. Pertanto, il governo olandese dovrà apportare con urgenza ulteriori modifiche alla normativa.

6.2 FUNZIONI CONSULTIVE

Gli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del Trattato richiedono che la BCE sia consultata su ogni proposta di legge comunitaria o progetto legislativo nazionale che ricada nella sua sfera di competenza²⁶. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet. Quelli relativi a disegni di legge comunitari sono pubblicati anche sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Nel 2012 la BCE ha adottato 16 pareri su proposte legislative comunitarie e 95 su proposte legislative nazionali che rientravano nel suo ambito di competenza. L'elenco dei pareri formulati nel 2012 è allegato al presente Rapporto annuale (cfr. allegato 1).

PARERI SU PROPOSTE LEGISLATIVE COMUNITARIE

I pareri della BCE formulati su richiesta del Consiglio dell'Unione europea, del Parlamento europeo, del Consiglio europeo e della Commissione europea hanno riguardato, fra l'altro, il rafforzamento della *governance* economica dell'area dell'euro, le proposte di direttiva e regolamento volti a sostituire la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari²⁷, la proposta di modifica al regolamento relativo alle agenzie di *rating* del credito, la proposta di regolamento in ordine al miglioramento del regolamento delle transazioni in titoli e ai sistemi di deposito accentrato (SDA), una proposta di direttiva che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento²⁸ e una proposta di regolamento che conferisce alla BCE compiti specifici in materia di politiche per la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi²⁹.

Il parere in merito al rafforzamento della *governance* economica dell'area dell'euro³⁰ ha accolto positivamente le due proposte di regolamento e ha raccomandato alcune modifiche tese a migliorare ulteriormente la disciplina di bilancio degli Stati membri dell'area, nonché a potenziare la vigilanza di quelli che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà in termini di stabilità finanziaria. Il parere in particolare raccomanda che un regolamento disciplini la materia del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria, con disposizioni per il conseguimento di un obiettivo obbligatorio di bilancio a medio termine e di un meccanismo di correzione automatica. Il parere suggerisce altresì che il Consiglio dell'Unione europea sia tenuto a indirizzare una raccomandazione a uno Stato membro affinché richieda assistenza finanziaria qualora la situazione di tale Stato membro abbia effetti fortemente negativi sulla stabilità finanziaria nell'area dell'euro.

Il parere della BCE sulla proposta di regolamento che modifica il regolamento relativo alle agenzie di *rating* del credito³¹ condivide l'obiettivo generale di contribuire alla riduzione dei rischi per la stabilità finanziaria e a ristabilire la fiducia di investitori e operatori nei mercati finanziari e nella qualità dei *rating*. La BCE sostiene il metodo graduale invocato dal Consiglio per la stabilità

26 Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultazione, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato (GU C 83 del 30.3.2010, pag. 284).

27 CON/2012/21. Tale parere è esaminato in dettaglio nella sezione 3.2 del capitolo 3.

28 CON/2012/99. Tale parere è esaminato in dettaglio nella sezione 1.2 del capitolo 3.

29 CON/2012/96. Tale parere è esaminato in dettaglio nella sezione 1.2 del capitolo 3.

30 CON/2012/18.

31 CON/2012/24.

finanziaria e nota che i riferimenti al merito di credito attribuito dalle agenzie di *rating* dovrebbero essere eliminati o sostituiti solo quando alternative credibili siano individuate e possano essere attuate in modo sicuro.

Nel suo parere sulla proposta di regolamento in ordine al miglioramento del regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea e ai sistemi di deposito accentrato (SDA)³², la BCE sostiene fermamente la proposta della Commissione, specie riguardo al potenziamento delle condizioni giuridiche e operative per i regolamenti transfrontalieri nell'Unione europea in generale e nel *Target2-Securities* (T2S) in particolare³³. La BCE raccomanda che la proposta di regolamento e i relativi atti attuativi siano adottati prima del lancio di T2S, previsto per giugno 2015. Ciò è importante per assicurare un quadro regolamentare armonizzato e più sicuro, nonché condizioni di maggiore ed equa concorrenza tra SDA nel contesto di T2S. La BCE ha altresì raccomandato di promuovere una stretta ed efficace cooperazione tra l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, le autorità nazionali competenti e i membri del SEBC, in qualità di autorità di supervisione e di banche centrali di emissione, in particolare riguardo all'elaborazione di progetti di norme tecniche. Tale cooperazione dovrebbe agevolare la vigilanza e la supervisione generale in un contesto transfrontaliero.

PARERI SU PROPOSTE LEGISLATIVE NAZIONALI

Vi sono state numerose richieste di consultazione da parte di autorità nazionali, molte delle quali concernenti misure relative alla stabilità dei mercati finanziari³⁴.

Vari Stati membri hanno consultato la BCE riguardo alle misure di ricapitalizzazione. La BCE ha sottolineato l'importanza della ricapitalizzazione delle banche quale condizione essenziale per la stabilità finanziaria e sistemica, nonché come presupposto affinché le controparti dell'Eurosistema conservino lo *status* di controparti autorizzate. In relazione alla Slovenia³⁵, la BCE ha espresso la preferenza che la ricapitalizzazione delle banche avvenga a fronte di contributi in contante piuttosto che di titoli emessi da una società statale di gestione delle attività bancarie, in quanto ciò rafforzerebbe il legame fra lo Stato e il settore bancario³⁶. È stato altresì affermato che il collocamento diretto di titoli di debito emessi dallo Stato per la ricapitalizzazione delle banche e il loro successivo uso in garanzia delle operazioni di liquidità dell'Eurosistema susciterebbero preoccupazioni in merito al rischio di finanziamento monetario in assenza di fonti alternative di finanziamento di mercato³⁷. Nel suo parere sulle modifiche al quadro giuridico per la ricapitalizzazione e la risoluzione delle crisi degli enti creditizi in Grecia³⁸, la BCE ha sottolineato l'importanza di definire chiaramente le responsabilità del Fondo ellenico di stabilità finanziaria al fine di evitare interferenze involontarie con i poteri della Banca di Grecia quale autorità di vigilanza competente per la risoluzione delle crisi, nonché garante della stabilità del sistema finanziario. Quanto alla ricapitalizzazione ponte, la BCE ha affermato che il suo fine primario è quello di assicurare che l'ente creditizio beneficiario accresca il capitale destinato all'assorbimento di perdite.

³² CON/2012/62.

³³ Per ulteriori informazioni sul progetto T2S, cfr. la sezione 2.2 di questo capitolo.

³⁴ Ad esempio, CON/2012/11, CON/2012/14, CON/2012/27, CON/2012/30, CON/2012/39, CON/2012/71, CON/2012/88, CON/2012/91, CON/2012/104 e CON/2012/106.

³⁵ CON/2012/48 e CON/2012/71.

³⁶ La BCE ha espresso una simile preferenza con riferimento al Portogallo in CON/2012/23.

³⁷ CON/2012/64 e CON/2012/71.

³⁸ CON/2012/14, CON/2012/25 e CON/2012/39. Cfr. anche CON/2012/90.

La BCE ha accolto con favore il nuovo quadro giuridico per la ripresa e la risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento in Francia³⁹. Nel quadro della risoluzione delle crisi, la BCE ha accolto positivamente la creazione di uno strumento di salvataggio interno (*bail-in*) quale meccanismo di riduzione o conversione del debito per assorbire le perdite di istituzioni in procinto o a rischio di fallimento. Il meccanismo di *bail-in* dovrebbe essere in linea con i principi internazionali in materia di risoluzione delle crisi (*Key Attributes of Effective Resolution*).

In relazione al finanziamento dei fondi di stabilizzazione, la BCE ha osservato la necessità di assicurare che le risorse finanziarie per i fondi destinati alla risoluzione delle crisi degli enti creditizi o alla loro stabilizzazione siano adeguati e che i contributi a tali fondi raccolti dalle istituzioni creditizie siano fissati a un livello opportunamente calibrato per garantire la stabilità finanziaria⁴⁰.

La BCE ha sostanzialmente approvato gli obblighi in capo agli enti creditizi spagnoli per accrescere le riserve destinate alle esposizioni nel settore immobiliare (sia deteriorate sia *performing*) perché rafforzerebbero la tenuta del settore bancario spagnolo, limitando al contempo la portata dell'intervento pubblico⁴¹.

Pronunciandosi in merito agli accordi sui debiti delle persone fisiche sovraindebitate in Grecia e alle misure relative alle procedure di insolvenza personale in Irlanda⁴², la BCE ha chiesto che venga condotta un'approfondita valutazione degli effetti, in quanto tali misure potrebbero avere implicazioni negative per gli enti creditizi in qualità di creditori e per il funzionamento del sistema finanziario.

Nell'ambito delle misure tese a rafforzare l'assetto normativo delle cooperative di credito in Irlanda⁴³, la BCE ha accolto positivamente il sostanziale rafforzamento degli strumenti di regolamentazione a disposizione della Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland al fine di tutelare maggiormente i soci delle cooperative credito e la stabilità in questo settore.

In un parere relativo a una tassa sulle transazioni finanziarie applicata a determinate operazioni della Magyar Nemzeti Bank⁴⁴, la BCE ha ritenuto che tale imposta avrebbe, fra l'altro, alterato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, influenzato la scelta degli strumenti di politica monetaria e determinato presumibilmente un finanziamento monetario. In un parere successivo⁴⁵, la BCE ha accolto con favore le modifiche che escludono le operazioni della banca centrale dalla base impositiva della tassa sulle transazioni finanziarie e ha raccomandato di esentare dall'imposta anche le controparti delle operazioni relative a titoli non emessi dalla banca centrale, per consentirle di perseguire i propri obiettivi di politica monetaria.

La BCE ha emesso diversi pareri concernenti le BCN, fra cui la modifica degli statuti delle banche centrali di Ungheria, Grecia, Repubblica Ceca, Lettonia, Spagna e Lituania⁴⁶. Nei pareri relativi alle successive modifiche della legge sulla Magyar Nemzeti Bank⁴⁷, la BCE ha espresso seria preoccupazione circa l'indipendenza della banca centrale, criticando fra l'altro le ripetute

39 CON/2012/106.

40 CON/2012/88 e CON/2012/91.

41 CON/2012/11 e CON/2012/46.

42 CON/2012/40 e CON/2012/70.

43 CON/2012/68.

44 CON/2012/59.

45 CON/2012/94.

46 CON/2012/26, CON/2012/31, CON/2012/43, CON/2012/44, CON/2012/49, CON/2012/73, CON/2012/80, CON/2012/89 e CON/2012/105.

47 CON/2012/26, CON/2012/43 e CON/2012/49.

modifiche al numero di membri degli organi decisionali e alla loro remunerazione durante il periodo in carica. La BCE è stata consultata sugli emendamenti allo statuto della Banca di Grecia⁴⁸ in materia di operazioni, compiti e *governance*, diritti degli azionisti e distribuzione degli utili della banca centrale. Riguardo ai diritti degli azionisti, la BCE ha preso atto della revisione della struttura e dei diritti degli azionisti della Banca di Grecia per eliminare eventuali conflitti di interesse con il suo ruolo pubblico. La BCE ha preso in considerazione le modifiche alle legge sulla Latvijas Banka nel contesto dei preparativi per l'introduzione dell'euro in Lettonia. Nel considerare vari aspetti dell'indipendenza della banca centrale, la BCE ha osservato che l'indipendenza finanziaria di una banca centrale potrebbe essere rafforzata da accordi in virtù dei quali i costi operativi per l'adempimento di alcuni suoi compiti siano sostenuti dagli enti interessati da tali compiti⁴⁹.

La BCE ha considerato il ruolo della banca centrale nella vigilanza macroprudenziale alla luce dei pareri espressi sulla legge relativa alla Česká národní banka e in riferimento al nuovo comitato per la stabilità finanziaria in Germania⁵⁰. In particolare, i pareri hanno esaminato l'importanza dell'accesso a informazioni rilevanti per l'esercizio dei compiti di vigilanza macroprudenziale, nonché le questioni relative alla cooperazione transfrontaliera tra autorità competenti, specie nelle iniziative intraprese per fronteggiare i rischi sistemici a livello nazionale⁵¹.

Diversi Stati membri hanno consultato la BCE in merito ai limiti ai pagamenti in contante⁵²; a tale riguardo, la BCE ha sottolineato che tali misure dovrebbero essere adeguate all'obiettivo generale di contrastare l'evasione fiscale, ma senza spingersi oltre quanto richiesto per raggiungere tale obiettivo.

La BCE ha preso in considerazione il trattamento delle banconote nazionali non sostituite, affermando che l'assegnazione diretta del loro valore al bilancio dello Stato in deroga alle disposizioni concernenti la distribuzione dei profitti della banca centrale susciterebbe preoccupazioni circa il rispetto del divieto di finanziamento monetario e del principio di indipendenza finanziaria⁵³.

CASI DI INOTTEMPERANZA

Nel 2012 la BCE ha registrato 30 casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione su proposte legislative nazionali⁵⁴ e un caso per le proposte legislative comunitarie. I quattordici casi descritti di seguito sono considerati chiari e rilevanti⁵⁵.

Per quanto riguarda la Grecia, sono stati riportati cinque casi chiari e rilevanti di omissione dell'obbligo di consultare la BCE. Il primo caso riguarda, fra l'altro, l'acquisto da parte di istituzioni creditizie di proprie azioni. Tale caso è di rilevanza generale per il SEBC, essendo connesso al quadro di riferimento per migliorare la liquidità degli enti creditizi. La BCE inoltre non è stata sentita sulla legislazione che comporta una riduzione dei salari di dipendenti e dirigenti della Banca di Grecia. Il terzo caso, ritenuto di rilevanza generale per il SEBC, riguarda atti

48 CON/2012/31.

49 CON/2012/73.

50 CON/2012/44 e CON/2012/55.

51 Cfr. anche CON/2012/104.

52 CON/2012/33, CON/2012/36, CON/2012/37 e CON/2012/83.

53 CON/2012/4.

54 Sono inclusi: a) i casi in cui un'autorità nazionale ha omissso di richiedere il parere della BCE in merito a proposte legislative rientranti nel campo di competenza della BCE; b) i casi in cui un'autorità nazionale ha formalmente consultato la BCE, ma senza lasciarle tempo sufficiente per esaminare le proposte legislative ed emettere un parere prima che tali proposte venissero adottate.

55 Per la BCE sono "chiari" i casi in cui non esiste alcun dubbio giuridico che la BCE avrebbe dovuto essere consultata, mentre "rilevanti" sono i casi: a) in cui la BCE, se fosse stata consultata, avrebbe espresso critiche sostanziali sul merito della proposta legislativa; e/o b) che sono di rilevanza generale per il SEBC.

legislativi che incidono su istituzioni finanziarie e politica del personale della Banca di Grecia. Infine, in altri due casi relativi alla ricapitalizzazione e alla risoluzione delle crisi degli enti creditizi la BCE è stata consultata tardivamente durante la procedura legislativa⁵⁶.

Anche per quanto riguarda l'Ungheria sono stati registrati cinque casi chiari e rilevanti di inottemperanza agli obblighi. Un caso interessa le misure a sostegno dei prestatori di prestiti in valuta estera in difficoltà, mentre un altro concerne le modifiche al piano di salvataggio di tali prestatori; entrambi i casi riguardano la stabilità finanziaria e i rischi associati ai prestiti in valuta estera⁵⁷. Altri due casi di inottemperanza attengono all'istituzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie e presentano rilevanza generale per il SEBC in quanto riguardano l'indipendenza della banca centrale⁵⁸. Infine, la BCE non è stata sentita sulla normativa che, fra l'altro, ha esteso l'obbligo di un sistema di garanzia dei depositi a tutela dei creditori di un ente creditizio anche nel caso in cui venga avviata la procedura di liquidazione dell'ente creditizio.

I quattro casi rimanenti hanno interessato Italia, Lussemburgo, Slovenia e Spagna. Le autorità italiane non hanno aderito correttamente all'obbligo di consultare la BCE sulla legislazione riguardante un sistema di garanzie per le passività delle banche italiane e il trattamento delle banconote in lire circolanti. Nel suo parere⁵⁹, emanato dopo la conversione in legge del relativo decreto legge, la BCE ha espresso critiche sostanziali in ordine al principio di indipendenza finanziaria e divieto di finanziamento monetario. Il governo del Lussemburgo non ha consultato la BCE sulla legislazione riguardante l'aumento della quota del Lussemburgo presso l'FMI; il caso è giudicato rilevante giacché è altamente probabile che la BCE si sarebbe espressa in maniera critica. Il ministero delle finanze sloveno ha consultato la BCE in merito alla proposta legislativa che prevede la ricapitalizzazione di banche nazionali di rilevanza sistemica in conformità con le raccomandazioni dell'Autorità bancaria europea. La consultazione è stata richiesta troppo tardi durante la procedura legislativa per recepire il parere della BCE⁶⁰ prima dell'adozione della legge. Infine, la BCE ha espresso un parere sulla legislazione spagnola in merito al risanamento e alla vendita di attività immobiliari nel settore finanziario⁶¹. In questo caso la BCE è stata consultata su una legge già in vigore e non su proposte legislative.

Inoltre, i casi di omessa consultazione della BCE da parte di Grecia, Ungheria, Italia, Lituania e Spagna nel 2012 sono stati ritenuti esempi di inottemperanza chiara e reiterata. L'inottemperanza è considerata reiterata quando nel corso di due anni consecutivi lo stesso Stato membro omette di sentire la BCE in almeno tre occasioni e almeno una volta per ogni anno considerato.

6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI ASSUNZIONE E CONCESSIONE DI PRESTITI

Come in passato, nel 2012 la BCE ha continuato a gestire e/o trattare varie operazioni di assunzione e concessione di prestiti.

La BCE ha la responsabilità della gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti dell'UE nell'ambito dello strumento di sostegno finanziario a medio termine, come stabilito nella

⁵⁶ Cfr. CON/2012/25 e CON/2012/39.

⁵⁷ Cfr. anche CON/2012/27, in cui la BCE ha espresso critiche sostanziali sul merito della legislazione.

⁵⁸ Cfr. CON/2012/59 e CON/2012/94.

⁵⁹ Cfr. CON/2012/4.

⁶⁰ Cfr. CON/2012/48.

⁶¹ Cfr. CON/2012/46.

Decisione BCE/2003/14 del 7 novembre 2003⁶². La BCE ha curato il pagamento degli interessi per 11 prestiti. Al 31 dicembre 2012 l'importo totale in essere delle operazioni di prestito dell'UE erogate nell'ambito di tale strumento ammontava a 11,4 miliardi di euro, invariato rispetto al 31 dicembre 2011.

La BCE ha la responsabilità, per conto dei prestatori e del beneficiario, del trattamento di tutti i pagamenti relativi all'accordo di prestito a favore della Grecia⁶³. Il 15 giugno 2012 i sei prestiti originari sono stati consolidati in un unico prestito. Nel 2012 la BCE ha curato i pagamenti degli interessi sui prestiti, oltre a un pagamento a saldo tra due prestatori in occasione del consolidamento dei prestiti. Al 31 dicembre 2012 il saldo in essere relativo ai prestiti bilaterali a favore della Grecia ammontava a 52,9 miliardi di euro, invariato rispetto al 31 dicembre 2011.

La BCE è responsabile della gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti dell'UE nel quadro del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF)⁶⁴. Nel 2012 la BCE ha ricevuto a titolo di pagamento per conto dell'UE otto somme, che sono state trasferite ai paesi beneficiari (Irlanda e Portogallo). La BCE inoltre ha curato il pagamento degli interessi su dieci prestiti. Al 31 dicembre 2012 l'importo totale in essere delle operazioni di prestito dell'UE erogate nel quadro del MESF ammontava a 43,8 miliardi di euro, rispetto ai 28 miliardi di euro al 31 dicembre 2011.

Nell'ambito della European Financial Stability Facility (EFSF), la BCE è responsabile della gestione dei prestiti erogati agli Stati membri che hanno adottato l'euro⁶⁵. Nel 2012 la BCE ha ricevuto a titolo di pagamento per conto dell'EFSF 15 somme che sono state trasferite ai paesi beneficiari (Irlanda, Portogallo e Grecia). La BCE ha curato il pagamento degli interessi per otto prestiti e sei pagamenti intermedi relativi a prestiti rinnovabili.

Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC, la BCE può aprire conti e agire in qualità di agente finanziario per il Meccanismo europeo di stabilità (MES). Di conseguenza, la BCE ha concordato con il MES che provvederà al trasferimento dei fondi per i prestiti del MES agli Stati membri beneficiari che hanno adottato l'euro, aprendo un conto a nome del MES.

6.4 I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'Eurosistema

Nel 2012 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi in applicazione del quadro di riferimento istituito nel 2005 per la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti dell'Eurosistema. L'intero ventaglio di servizi, destinati a banche centrali, autorità monetarie, agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro e organizzazioni internazionali, è offerto da singole banche

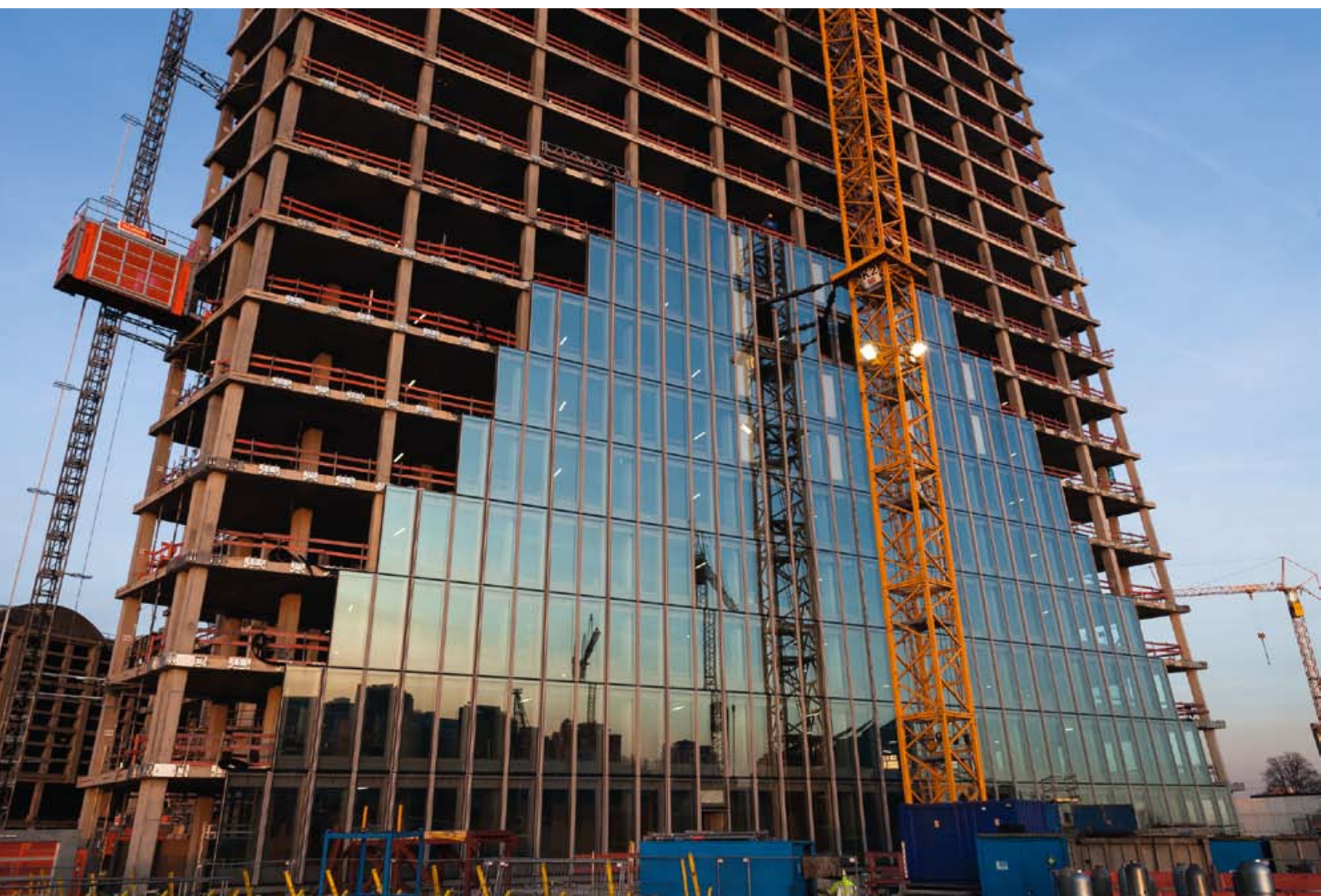
62 Ai sensi dell'articolo 141, paragrafo 2, del Trattato e degli articoli 17, 21.2, 43.1 e 46.1 dello Statuto del SEBC, nonché dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002.

63 Nell'ambito dell'accordo di prestito che coinvolge da un lato, in qualità di prestatori, gli Stati membri che hanno adottato l'euro (diversi dalla Grecia e dalla Germania) e la Kreditanstalt für Wiederaufbau (che agisce nell'interesse pubblico, in base alle istruzioni e beneficiando della garanzia della Repubblica federale di Germania) e, dall'altro, la Repubblica ellenica in qualità di debitore e la Banca di Grecia come suo agente, nonché in conformità con gli articoli 17 e 21.2 dello Statuto del SEBC e l'articolo 2 della Decisione BCE/2010/4 del 10 maggio 2010.

64 Ai sensi degli articoli 122, paragrafo 2, e 132, paragrafo 1, del Trattato, degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC e dell'articolo 8 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio dell'11 maggio 2010.

65 Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in connessione con l'articolo 3, paragrafo 5, dell'accordo quadro per l'EFSF).

centrali dell'Eurosistema (*Eurosystem service providers*) sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato. La BCE svolge un ruolo di coordinamento generale, garantendo l'ordinato funzionamento di tale assetto. Il numero di clienti che hanno usufruito di questi servizi dell'Eurosistema è lievemente aumentato, da 289 nel 2011 a 299 nel 2012. Per quanto concerne i servizi stessi, nel corso dell'anno si è registrato un considerevole aumento (17 per cento) delle disponibilità liquide totali (compresi i depositi), mentre le consistenze in titoli detenute da clienti sono rimaste stabili. Nel 2012 la BCE ha iniziato a esaminare alcune possibili soluzioni per migliorare ulteriormente l'efficienza operativa in generale e la gamma di servizi proposti ai clienti dei servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema. Tali modifiche andrebbero a incrementare la flessibilità dei limiti sugli importi detenuti sotto forma di contante. Questa attività verrà portata a termine nella prima parte del 2013.



Per quanto concerne la facciata della doppia torre di uffici, nel febbraio 2012 si è dato inizio al montaggio dei pannelli ad alta efficienza energetica, che prosegue in parallelo ai lavori di finitura e all'installazione delle infrastrutture tecniche. La superficie esterna presenta una colorazione grigia, non a specchio, con tenui riflessi verdi affinché il complesso architettonico si integri nell'ambiente circostante.

CAPITOLO 3

STABILITÀ FINANZIARIA, COMPITI COLLEGATI AL CERS E INTEGRAZIONE FINANZIARIA

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce all'ordinata conduzione delle politiche perseguite dalle autorità nazionali competenti per la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e per la stabilità del sistema finanziario. La BCE offre consulenza alla Commissione europea in merito alla portata e all'applicazione della legislazione UE su queste materie. Inoltre, essa fornisce supporto analitico, statistico e logistico al dibattito macroprudenziale condotto in seno al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

I.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

IL SETTORE BANCARIO DELL'AREA DELL'EURO

Come parte dell'Eurosistema la BCE, unitamente al Comitato per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Committee*, FSC) del SEBC, monitora i rischi per la stabilità finanziaria e valuta la capacità del sistema finanziario dell'area dell'euro di assorbire gli shock¹. Nell'assolvimento di questo importante compito particolare attenzione è dedicata alle banche, che restano i principali intermediari finanziari nell'area dell'euro. Ciò nonostante, vengono seguite da vicino anche altre istituzioni finanziarie, in particolare le compagnie di assicurazione. La connessa attività di monitoraggio si estende necessariamente ai settori non finanziari dell'economia, che interagiscono strettamente con il settore bancario nel suo ruolo di intermediazione. Inoltre, data la rilevanza dei mercati, delle infrastrutture e delle altre istituzioni finanziarie, e i legami che intrattengono con le banche, anche le vulnerabilità di tali componenti del sistema finanziario sono oggetto di osservazione da parte del SEBC.

Nel corso del 2012 varie misure prese dalle autorità nell'area dell'euro hanno contribuito ad attenuare l'acuirsi dei timori per la stabilità finanziaria. Verso la fine del 2011 la BCE ha annunciato due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni, la prima delle quali è stata condotta nel dicembre 2011 e la seconda nel febbraio 2012. L'importo significativo di liquidità ottenuta mediante queste due ORLT ha contribuito ad alleviare le forti pressioni che le banche registravano dal lato della provvista, evitando così quello che sarebbe stato un processo disordinato di riduzione della leva finanziaria. Inoltre, al vertice europeo del 28 e 29 giugno 2012 sono state prese varie decisioni atte a rafforzare le fondamenta dell'area dell'euro. Esse riguardavano in particolare l'istituzione di un meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*, SSM), l'uso più flessibile ed efficiente dell'*European Financial Stability Facility* e del Meccanismo europeo di stabilità, nonché la possibilità di ricapitalizzazioni dirette del settore bancario. Il clima di mercato e le condizioni di provvista delle banche, tuttavia, sono migliorati sensibilmente soltanto dopo il discorso tenuto dal Presidente della BCE a Londra il 26 luglio 2012 e l'annuncio da parte della BCE di misure volte a rimuovere il rischio di eventi estremi nell'area dell'euro, comprese le nuove operazioni definitive monetarie (*Outright Monetary Transactions*) il 6 settembre 2012 (cfr. anche la sezione 1 del capitolo 2). Dando seguito al vertice di giugno, i Presidenti del Consiglio europeo, della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE hanno sottoposto un primo rapporto ai

¹ Per esempio, dalla fine del 2004 la BCE pubblica la *Financial Stability Review*, un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro.

Capi di Stato e di Governo dell'UE che delineava i quattro pilastri di un'unione più approfondita: unione bancaria, unione fiscale, unione economica e unione politica. Il 12 dicembre 2012 il Consiglio Ecofin ha definito la propria posizione sulla proposta di istituzione dell'SSM per la sorveglianza sulle banche².

Dopo un periodo di calma relativa nel sistema finanziario all'inizio del 2012 all'indomani delle due ORLT a tre anni, la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro è tornata a intensificarsi verso la fine della primavera e agli inizi dell'estate. L'interazione pernicioso fra le tensioni nei mercati del debito sovrano, il peggioramento dell'attività economica e i vincoli di finanziamento e patrimoniali delle banche, specie nei paesi in cui il prestatore sovrano si trovava sotto tiro, hanno continuato a rappresentare un rischio per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro. Le decisioni del Consiglio europeo in giugno di avviare azioni concrete verso la realizzazione dell'unione bancaria, il discorso del Presidente della BCE a Londra in luglio e l'annuncio da parte della BCE verso la fine dell'estate di misure volte a rimuovere il rischio di eventi estremi nell'area dell'euro hanno contribuito significativamente a migliorare il clima di mercato. Ciò nonostante, nel sistema finanziario permangono fragilità, in particolare rischi per quanto riguarda l'attuazione delle politiche, le deboli prospettive macroeconomiche per la crescita e la frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro.

I risultati finanziari dei gruppi bancari grandi e complessi (GBGC) sono leggermente peggiorati nella prima metà del 2012, risentendo negativamente del calo dei redditi da negoziazione, degli accantonamenti per perdite su crediti e della svalutazione dei titoli sovrani. Il reddito netto da interessi ha continuato a costituire la principale fonte di reddito per questi gruppi; in un contesto di scarsa redditività, esso è rimasto ampiamente stabile per tutte le banche. Il reddito netto da commissioni e provvigioni è anch'esso rimasto relativamente stabile: gli effetti negativi dell'attività economica stagnante e della debole crescita del credito sono stati infatti attenuati dal reddito generato dal collocamento di obbligazioni societarie. Per quanto risultino assai eterogenee, le prospettive per gli utili medi delle banche dell'area dell'euro sono rimaste contenute per effetto di una combinazione di fattori economici e regolamentari.

La posizione di solvibilità dei GBGC dell'area dell'euro ha continuato a migliorare gradualmente, proseguendo la tendenza osservata negli anni precedenti. Tale andamento si deve sia all'aumento dei livelli di capitale (principalmente grazie agli utili non distribuiti e alle scelte di *asset-liability management*) sia alla riduzione delle attività ponderate per il rischio realizzata mediante strategie di *deleveraging* e di ottimizzazione. L'esercizio sul capitale per il 2011 promosso dall'Autorità bancaria europea, conclusosi nel settembre 2012, ha contribuito ad accrescere i coefficienti patrimoniali delle banche: tutte le banche che presentavano un fabbisogno di capitale lo hanno colmato nel corso del 2012³.

Per quanto riguarda la raccolta, le banche dell'area dell'euro hanno rifinanziato soltanto una parte del loro debito a termine giunto a scadenza nel 2012; nei primi dieci mesi dell'anno le emissioni nette dell'insieme del settore bancario dell'area dell'euro sono risultate negative per quasi 200 miliardi di euro. Sebbene tale andamento sia in parte collegato alle ORLT a tre anni dell'Eurosistema, che hanno attenuato il fabbisogno di finanziamento di breve periodo di alcune banche, il fatto che le emissioni nette siano risultate negative potrebbe altresì riflettere i processi di riduzione del grado di

² Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 1.2 di questo capitolo.

³ Ulteriori ricapitalizzazioni delle banche spagnole volte a colmare il fabbisogno di capitale individuato dalle prove di stress condotte dalle autorità spagnole nel secondo e terzo trimestre del 2012 sono state avviate nel quarto trimestre del 2012 e dovrebbero essere ultimate entro il secondo trimestre del 2013.

leva finanziaria e di ristrutturazione in atto in alcuni settori bancari⁴. Il costo delle nuove emissioni è rimasto inoltre assai diversificato tra le banche, principalmente a seconda del paese di residenza dell'emittente. Nel terzo trimestre del 2012 il miglioramento del clima nei mercati creditizi ha contribuito a rendere più favorevoli le condizioni di finanziamento per le banche, inducendo sia un incremento dei volumi delle emissioni di debito, sia un restringimento dei differenziali di rendimento sul debito *senior* non garantito e sulle obbligazioni bancarie garantite (*covered bond*). Un ulteriore segno di miglioramento è stato il ritorno sul mercato degli istituti secondari dei paesi in difficoltà, che pure dovevano ancora far fronte a costi di rifinanziamento elevati. Di fatto, la segmentazione delle condizioni di finanziamento nell'area dell'euro è rimasta una delle caratteristiche salienti dei mercati della provvista bancaria per tutto il 2012.

L'indebolimento del contesto economico e l'associato deterioramento della qualità del credito hanno indotto nella seconda metà del 2012 un aumento generalizzato degli accantonamenti per perdite su crediti dei GBGC, che erano calati nella prima parte dell'anno. I livelli dell'esposizione creditizia del settore bancario dell'area dell'euro nei confronti delle famiglie e delle imprese sono rimasti sostanzialmente stabili dopo essere aumentati agli inizi del 2012, per quanto si siano riscontrate notevoli differenze fra paesi e istituti diversi. Inoltre, il livello di rischio di credito assunto dalle banche dell'area dell'euro è aumentato nel corso dell'anno, a causa del peggioramento del merito di credito dei prenditori, come attesta l'incremento dei crediti deteriorati e dei tassi di svalutazione dei prestiti.

LE ALTRE ISTITUZIONI FINANZIARIE

Il settore finanziario non bancario ha risentito dei forti legami fra settori finanziari e fra segmenti di mercato. In aggregato, la solidità finanziaria delle primarie compagnie di assicurazione nell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente stabile nei primi tre trimestri del 2012, mentre la sottoscrizione di nuove polizze è rimasta modesta, considerato il ristagno dell'attività economica. Nonostante i danni causati dalle catastrofi naturali degli ultimi anni, le riserve patrimoniali delle grandi compagnie di assicurazione dell'area dell'euro continuavano ad apparire sufficienti ad assorbire shock di una certa entità. I riassicuratori, in particolare, sono stati in grado di rafforzare la propria base patrimoniale mediante una mancata distribuzione degli utili, sebbene le loro migliorate posizioni riflettano in parte anche effetti contabili quali i bassi rendimenti sui titoli di Stato a *rating* elevato e il fatto che in gran parte dei paesi dell'area le passività non siano contabilizzate al valore corrente di mercato. Sebbene le prospettive per le grandi compagnie di assicurazione dell'area dell'euro siano stabili, sussiste un elevato grado di eterogeneità fra i singoli istituti e paesi. I bassi rendimenti dei titoli di Stato e il ristagno dell'attività economica hanno continuato a mettere a dura prova la redditività, e quindi le posizioni patrimoniali.

Per quanto riguarda il sistema bancario "ombra", comprendente le operazioni connesse all'intermediazione creditizia effettuate al di fuori del sistema bancario regolamentato, stime recenti indicano che esso detiene circa la metà di tutte le attività del settore bancario⁵. Gli *hedge fund* rappresentano una parte importante di questo settore. Nel 2012 la *performance* dei loro investimenti è risultata alquanto volatile, muovendosi in stretta sintonia con la rapida evoluzione delle condizioni di mercato nell'arco dell'anno⁶. Per il settore nel suo complesso, tale *performance* è stata leggermente inferiore alla mediana dei rendimenti storici. In base a varie stime, i flussi netti di investimenti verso il settore degli *hedge fund* hanno subito un rallentamento, dopo essere

4 Cfr. anche l'articolo Special Feature A in *Financial Stability Review*, BCE, giugno 2012.

5 Cfr., ad esempio, "Shadow banking in the euro area: an overview", *Occasional Paper Series*, n.133, BCE, aprile 2012.

6 Un'analisi più dettagliata della *performance* degli investimenti degli *hedge fund* è contenuta in *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2012.

aumentati nel primo trimestre del 2012. Nondimeno, gli investitori istituzionali hanno continuato a manifestare interesse per tali fondi, non da ultimo a causa dei bassi rendimenti nominali sugli investimenti obbligazionari tradizionali. Nel corso del 2012 le pressioni sugli *hedge fund* dal lato della raccolta, associate a ritiri ingenti e improvvisi di finanziamenti a breve termine da parte delle banche, con conseguenti disordinate vendite in blocco di attivi, sono state relativamente contenute. Tuttavia, esiste la possibilità che i finanziamenti bancari vengano rapidamente a mancare nel caso di deterioramento improvviso della solidità del settore bancario o delle condizioni di mercato. Nel corso dell'intero anno i flussi di capitali dei fondi *prime* del mercato monetario statunitense verso le banche dell'area dell'euro sono stati ancora contraddistinti da una certa volatilità, correlata strettamente con le tensioni finanziarie nell'area dell'euro.

1.2 I DISPOSITIVI A GARANZIA DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

Nel 2012 sono stati effettuati importanti lavori nel campo della gestione e della risoluzione delle crisi, compiendo progressi considerevoli per il miglioramento dei dispositivi a garanzia della stabilità finanziaria a livello di UE.

Il 6 giugno 2012 la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa concernente un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento⁷. Il quadro proposto definisce le tappe necessarie e istituisce gli strumenti e i poteri volti ad assicurare che i fallimenti bancari nell'insieme dell'UE siano gestiti in modo da evitare instabilità finanziaria e ridurre al minimo i costi per i contribuenti. Nel parere espresso⁸ in merito a questa proposta, la BCE ha manifestato il suo pieno appoggio all'elaborazione di un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi e alla rimozione degli ostacoli all'efficace gestione delle crisi presso le istituzioni finanziarie. Tutte le istituzioni finanziarie dovrebbero poter fallire in modo ordinato, salvaguardando la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e mantenendo al minimo i costi per la collettività e le turbative economiche. A tal fine, l'elaborazione di strumenti comuni di supporto che permettano di gestire il fallimento di un'istituzione finanziaria (come piani di risanamento e di risoluzione delle crisi, *bridge bank*, nonché strumenti di *bail-in*, di vendita dell'attività di impresa e di separazione delle attività) è essenziale. In particolare, la BCE incoraggia lo sviluppo dello strumento del *bail-in*, ma riconosce al tempo stesso la necessità di condurre ulteriori studi prima della sua introduzione. La BCE intende contribuire all'approfondimento dell'analisi delle implicazioni pratiche del *bail-in* quale strumento di risoluzione delle crisi.

La proposta di quadro di riferimento UE per il risanamento e la risoluzione delle crisi è pienamente in linea con il nuovo standard internazionale sui regimi di risoluzione delle crisi, il “*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*” elaborato dal Financial Stability Board (FSB). In qualità di membro dell'FSB, la BCE ha continuato a fornire il suo contributo attivo e il suo sostegno all'elaborazione di siffatto quadro nel 2012, in particolare mediante il suo pieno coinvolgimento nelle attività del *Resolution Steering Group* e del *Cross-Border Crisis Management Working Group* dell'FSB. In questo ambito, la BCE ha altresì sostenuto le autorità e i gruppi di gestione delle crisi nell'elaborazione di strategie e piani operativi efficaci di risoluzione per le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica a livello globale (*global systemically important financial institutions*, G-SIFI). Nel 2012 è stato deciso che il *Resolution Steering Group* dell'FSB, cui partecipa anche la BCE, dovrà affrontare gli ultimi ostacoli che si frappongono all'attuazione

⁷ Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento, COM(2012) 280 testo definitivo.

⁸ CON/2012/99. Per maggiori dettagli in merito a questo contributo, cfr. il sito Internet della BCE.

di strategie di risoluzione per le G-SIFI, con l'obiettivo di approntare la prima serie di strategie e di piani operativi entro la metà del 2013.

Il quadro europeo di risanamento e risoluzione delle crisi proposto per l'UE rappresenta un elemento essenziale del processo di creazione di un'unione dei mercati finanziari. Durante il 2012 la BCE si è adoperata attivamente per preparare e favorire il percorso verso un'unione dei mercati finanziari, non da ultimo nel contesto del lavoro condotto dai quattro presidenti⁹ sulle modalità per conseguire una reale unione economica e monetaria. In tale contesto, alla fine del giugno 2012 il vertice dell'area dell'euro e il Consiglio europeo hanno affermato la loro volontà di conseguire una reale unione economica e monetaria. A tal fine, il Presidente del Consiglio europeo è stato invitato a elaborare, in stretta collaborazione con il Presidente della Commissione europea, il Presidente dell'Eurogruppo e il Presidente della BCE una tabella di marcia precisa e delimitata nel tempo per realizzare una vera unione economica e monetaria.

Un importante passo verso la creazione di un'unione dei mercati finanziari è stato compiuto nel settembre 2012 con la proposta della Commissione europea di istituire un meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*, SSM), che attribuirà alla BCE compiti specifici per quanto concerne le politiche relative alla vigilanza prudenziale sugli istituti di credito. L'SSM sarà creato a livello di area dell'euro, ma prevede la possibilità che i paesi esterni all'area intrattengano una stretta cooperazione con la BCE ed entrino a far parte dell'SSM.

Nel parere espresso al riguardo¹⁰, la BCE dà il pieno appoggio alla creazione dell'SSM e si tiene pronta ad adempiere i nuovi compiti connessi alla vigilanza prudenziale sugli istituti di credito previsti dalla regolamentazione proposta. Dal punto di vista della BCE, la proposta di regolamento SSM dovrebbe osservare i principi fondamentali indicati qui di seguito. In primo luogo è necessario che la BCE, nell'ambito dell'SSM, possa svolgere i compiti ad essa attribuiti in modo efficace e rigoroso senza alcun rischio per la sua reputazione. In secondo luogo occorre che la BCE resti indipendente nello svolgimento di tutte le sue funzioni. In terzo luogo è opportuno garantire una netta separazione tra i nuovi compiti della BCE in materia di vigilanza e quelli di politica monetaria ad essa affidati dal Trattato. In quarto luogo la BCE deve poter fare pieno ricorso alle conoscenze, alle competenze e alle risorse operative delle autorità di vigilanza nazionali. In quinto luogo è necessario che l'SSM operi in assoluta coerenza con i principi alla base del mercato unico dei servizi finanziari e in piena conformità con il corpus unico di norme per i servizi finanziari (*single rulebook*). A questo proposito la BCE accoglie altresì con favore la possibilità di coinvolgere nell'SSM gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, in modo da assicurare una maggiore armonizzazione delle prassi di vigilanza all'interno dell'Unione e rafforzare di conseguenza il mercato interno. In sesto luogo la BCE è pronta a osservare le norme più stringenti in materia di responsabilità per il proprio operato nell'espletamento delle funzioni di vigilanza ad essa attribuite. Inoltre, la BCE ritiene che un meccanismo unico di risoluzione costituisca il complemento necessario all'SSM per conseguire un'unione dei mercati finanziari ben funzionante. Sarebbe pertanto necessario istituire detto meccanismo o almeno stabilire termini temporali chiari per la sua istituzione nel momento in cui la BCE assumerà appieno le nuove responsabilità in materia di vigilanza. Pertanto, la BCE ha chiesto alla Commissione di presentare quanto prima una proposta distinta per un meccanismo europeo indipendente di risoluzione, comprendente le caratteristiche di un comune fondo europeo di risoluzione¹¹.

9 Ossia i Presidenti del Consiglio europeo, della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE. Per maggiori informazioni, cfr. il sito Internet della Commissione europea (<http://ec.europa.eu>).

10 CON/2012/96. Per maggiori dettagli in merito a questo contributo, cfr. il sito Internet della BCE.

11 Cfr. anche CON/2012/99.

Il 12 dicembre il Consiglio Ecofin ha raggiunto un accordo sull'approccio generale da adottare nei confronti delle le proposte finalizzate a istituire un meccanismo unico per la vigilanza prudenziale sugli istituti di credito. La creazione dell'SSM è essenziale per il funzionamento dell'unione monetaria. La vigilanza sovranazionale indipendente da parte dell'SSM favorirà il ripristino della fiducia nel settore bancario, contribuendo a invertire il processo di frammentazione finanziaria, prevenire la fuga di depositi bancari e ripristinare il buon funzionamento del mercato interbancario.

L'accordo raggiunto sull'SSM rappresenta una pietra miliare dell'integrazione europea. Gli Stati membri hanno acconsentito a conferire a livello europeo un'intera gamma di poteri di vigilanza su tutte le banche dei paesi dell'area dell'euro, nonché sulle banche dei paesi esterni all'area che aderiscano all'SSM, attribuendo specifici compiti di vigilanza alla BCE. L'SSM sarà pienamente aperto alla partecipazione di tutti gli Stati membri a uguali condizioni. Esso costituisce inoltre un importante passo per il mercato finanziario unico. L'SSM contribuirà anche all'effettiva applicazione del *single rulebook* per i servizi finanziari, concorrendo al tempo stesso a una migliore gestione dei rischi sistemici in Europa.

Il 14 dicembre il Consiglio europeo ha approvato una tabella di marcia per il completamento dell'UEM, basato su una maggiore integrazione e una solidarietà rafforzata. Tale processo sarà avviato con il completamento, il rafforzamento e l'attuazione della nuova *governance* economica rafforzata, nonché con l'adozione del meccanismo di vigilanza unico e delle nuove norme sul risanamento e la risoluzione delle crisi nel settore bancario e sulle garanzie dei depositi. A completamento sarà istituito un meccanismo di risoluzione unico. Il Consiglio europeo di giugno 2013 esaminerà ulteriormente una serie di altri importanti aspetti concernenti il coordinamento delle riforme nazionali, la dimensione sociale dell'UEM, la fattibilità e le modalità di contratti reciprocamente concordati per la competitività e la crescita e meccanismi di solidarietà, nonché misure volte a promuovere il rafforzamento del mercato unico e a proteggerne l'integrità. Nel corso di tutto il processo verranno assicurate la legittimità e la responsabilità democratiche.

Infine, nel 2012 la BCE ha anche fornito vari pareri in merito alla stabilità del mercato finanziario nell'area dell'euro¹².

2 COMPITI RIGUARDANTI IL FUNZIONAMENTO DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

2.1 ASSETTO ISTITUZIONALE

Il 2012 è stato il secondo anno di operatività del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), incaricato della sorveglianza macroprudenziale sul sistema finanziario dell'UE. La BCE assicura il Segretariato del CERS, oltre a fornire supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo.

Durante i primi cinque anni di esistenza il CERS è presieduto dal Presidente della BCE. Nel 2012 questa carica è stata pertanto ricoperta da Mario Draghi.

¹² Cfr., ad esempio, CON/2012/14, CON/2012/30, CON/2012/53, CON/2012/58 e CON/2012/71. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet.

Con un personale di 25 esperti, il Segretariato del CERS fornisce assistenza nell'operatività quotidiana del Comitato, inclusi il supporto amministrativo ai suoi organi istituzionali, la conduzione della pertinente attività di analisi, il contributo alla definizione di un quadro di riferimento per la strategia macroprudenziale e la sua attuazione, nonché la cooperazione con le autorità di vigilanza.

Nel 2012 il CERS ha fatto uso dei poteri conferitigli dal Regolamento (UE) n. 1092/2010 adottando due raccomandazioni, la Raccomandazione CERS/2012/1 sui fondi del mercato monetario e la Raccomandazione CERS/2012/2 sul finanziamento degli istituti di credito¹³. Inoltre, conformemente all'articolo 3, paragrafo 2, lettera g del Regolamento di cui sopra, il CERS ha pubblicato in settembre il primo "quadro operativo dei rischi", un insieme di indicatori quantitativi e qualitativi intesi a individuare e misurare il rischio sistemico.

Il CERS ha fatto uso dei vari canali previsti dal Regolamento (UE) n. 1092/2010 al fine di assicurare la responsabilità per il proprio operato (*accountability*) in qualità di autorità pubblica europea di nuova creazione. Fra questi figurano tre audizioni dinanzi al Parlamento europeo, in occasioni delle quali il Presidente del CERS ha illustrato come intendeva assolvere i propri compiti, nonché altre audizioni periodiche e colloqui riservati con il Presidente e i Vicepresidenti della Commissione affari economici e monetari del Parlamento europeo in merito all'attività in corso presso il CERS. Il CERS ha inoltre riferito in varie forme al Consiglio europeo sulle segnalazioni e le raccomandazioni emesse e il seguito loro dato. La pubblicazione del primo Rapporto annuale del CERS, relativo al 2011, è avvenuta nel maggio 2012.

2.2 SUPPORTO ANALITICO, STATISTICO, LOGISTICO E AMMINISTRATIVO AL CERS

La BCE ha continuato ad assicurare il Segretariato del CERS, fornendo supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo al CERS stesso. Nel secondo anno di operatività del CERS, la BCE ha contribuito alla regolare attività di monitoraggio, individuazione e valutazione dei rischi sistemici a livello di UE. Oltre alle regolari attività di sorveglianza e valutazione della stabilità finanziaria, la BCE ha inoltre seguito a offrire sostegno analitico e statistico, come descritto di seguito.

SUPPORTO ANALITICO

Nel 2012 la BCE ha continuato a fornire supporto analitico al CERS sotto forma di contributi ai rapporti periodici di monitoraggio e individuazione dei rischi sistemici per il sistema finanziario dell'UE, compresa la valutazione del potenziale impatto di tali rischi.

Questi contributi si avvalgono delle competenze della BCE, nonché delle informazioni raccolte mediante iniziative di *market intelligence*, in particolare a supporto del processo di individuazione dei rischi sistemici. La regolare attività di sorveglianza e di valutazione del rischio sistemico si basa inoltre, traendone beneficio, sulle informazioni ricevute dai membri del CERS. Gli indicatori del rischio sistemico sono importanti strumenti analitici a sostegno dell'attività di sorveglianza del rischio svolta dal CERS. La valutazione del rischio si avvale in particolare di esercizi di *stress test* macroprudenziali e dell'analisi dei canali di contagio per valutare e classificare la potenziale gravità dei rischi specifici.

¹³ Le due raccomandazioni sono state rese pubbliche nel febbraio 2013.

La BCE ha inoltre contribuito ai vari filoni di ricerca istituiti dal CERS per valutare il rischio sistemico, nonché alla predisposizione di raccomandazioni su questioni regolamentari o su iniziative legislative.

In cooperazione con le BCN e le autorità di vigilanza nazionali ed europee (per il tramite del Comitato tecnico consultivo del CERS e le sue strutture), la BCE passa periodicamente in rassegna gli strumenti a disposizione con l'obiettivo di migliorare costantemente il quadro analitico e sviluppa nuovi strumenti di analisi per colmare le eventuali lacune analitiche riscontrate.

Il *Macro-prudential Research Network* del SEBC svolge un importante ruolo a questo riguardo¹⁴. I lavori condotti finora possono essere raggruppati secondo le tre principali aree di ricerca del *network*: 1) i modelli macrofinanziari che mettono in relazione la stabilità finanziaria con l'andamento dell'economia; 2) i sistemi di allerta precoce e gli indicatori del rischio sistemico; 3) la valutazione dei rischi di contagio.

I lavori nel primo ambito di ricerca hanno cercato in particolare di fornire quadri di riferimento teorici ed empirici per integrare nei modelli dell'economia aggregata l'instabilità finanziaria diffusa. Si sta portando avanti con la collaborazione di nove banche centrali e della BCE un progetto congiunto su più paesi teso a elaborare un modello quantitativo per valutare le politiche macroprudenziali. Il modello considera un insieme eterogeneo di banche, famiglie e imprese, che possono rendersi insolventi in situazione di equilibrio, un mercato interbancario con una banca centrale, varie frizioni ed esternalità finanziarie (comprese vendite di emergenza) associate all'insolvenza su prestiti alle imprese o su mutui ipotecari¹⁵. Il modello incorpora inoltre variabili come i requisiti patrimoniali e di liquidità, le restrizioni alla distribuzione di dividendi, i rapporti fra valore del prestito e delle garanzie e fra valore del prestito e reddito per i mutui ipotecari, gli indici della leva finanziaria e determinate tasse o prelievi utilizzabili come strumenti di regolamentazione. Il modello intende applicarsi alla valutazione dell'impatto delle politiche di regolamentazione macroprudenziale sulla stabilità del sistema finanziario (in termini di probabilità di insolvenze bancarie diffuse), nonché sull'attività di credito e sull'economia reale.

Il secondo ambito di ricerca è finalizzato a produrre risultati di natura più immediatamente operativa. I ricercatori hanno prodotto per il CERS vari utili strumenti operativi, come indicatori delle tensioni sistemiche correnti¹⁶ e indicatori chiave di allerta precoce per i casi di instabilità finanziaria sistemica o squilibri diffusi. Un altro contributo è stata la creazione di un *database* delle crisi nei paesi dell'UE, che fornisce una base omogenea di dati per valutare l'efficacia degli indicatori di allerta precoce e di tensioni sistemiche.

La terza area di ricerca si concentra principalmente sulla valutazione del contagio internazionale fra banche attraverso i mercati monetari nei vari paesi dell'UE. Durante l'anno trascorso si è cercato in special modo di tenere conto dei recenti sviluppi della crisi in Europa, con particolare riferimento al contagio a livello di prenditori sovrani. Al fine di completare vari progetti internazionali in corso, il *Macro-prudential Research Network* resterà operativo sino alla fine del 2013. Una relazione conclusiva è prevista per la primavera del 2014.

14 La creazione di questo *network* è stata approvata nel 2010 dal Consiglio generale della BCE con l'obiettivo di sviluppare schemi concettuali, modelli e/o strumenti di riferimento fondamentali per l'attività di ricerca al fine di migliorare la vigilanza macroprudenziale nell'UE.

15 Per maggiori informazioni, cfr. *The report on the first two years of the Macro-prudential Research Network*, BCE, ottobre 2012.

16 Ad esempio, l'indicatore composito delle tensioni sistemiche, elaborato dalla BCE nell'ambito del *Macro-prudential Research Network*, è stato inserito nel nuovo quadro operativo dei rischi pubblicato dal CERS. Cfr. *ESRB risk dashboard*, numero 1, Comitato europeo per il rischio sistemico, 20 settembre 2012 (consultabile sul sito Internet del CERS all'indirizzo <http://www.esrb.europa.eu>).

SUPPORTO STATISTICO

Nel 2012 la BCE, assistita dalle BCN, ha fornito supporto statistico al CERS per il tramite di vari canali, sempre tenendo in debita considerazione il fatto che l'individuazione e la valutazione dei rischi presuppone la disponibilità di dati affidabili e robusti.

Nel secondo anno di attività del CERS sono state sviluppate a livello di UE varie importanti iniziative legislative. Nell'ambito dell'elaborazione di una base statistica solida per le politiche macroprudenziali nell'UE, la BCE ha esaminato il potenziale impatto della legislazione europea di prossima introduzione sulla trasmissione di informazioni statistiche al CERS¹⁷. Nel quadro del supporto statistico al CERS, la BCE ha contribuito all'elaborazione da parte delle autorità europee di vigilanza (AEV) di standard di segnalazione pertinenti e armonizzati e, ove del caso, ha chiarito le esigenze statistiche del CERS desumibili dai precedenti contributi pubblici del Comitato.

Nell'offerta di supporto statistico, la BCE ha tratto vantaggio dalla partecipazione al *Contact Group on Data* del CERS, istituito sotto l'egida del Comitato direttivo del CERS per affrontare le tematiche relative allo scambio di informazioni fra AEV, CERS e SEBC. Il gruppo promuove in particolare un migliore coordinamento fra la BCE e queste istituzioni, agevola la riduzione al minimo degli oneri di segnalazione e favorisce la cooperazione interistituzionale necessaria ad accrescere la rilevanza, l'affidabilità e la tempestività dei dati.

Il SEBC ha inoltre partecipato alla predisposizione del quadro operativo dei rischi del CERS, pubblicato per la prima volta a seguito della riunione del Consiglio generale del CERS il 20 settembre 2012. Il quadro operativo dei rischi del CERS, previsto dal Regolamento istitutivo del CERS (articolo 3, paragrafo 2, lettera g), è formato da una serie di indicatori quantitativi e qualitativi volti a individuare e misurare il rischio sistemico nel sistema finanziario dell'UE. Esso comprende indicatori suddivisi per categoria di rischio, ossia interconnessioni e misure composite del rischio sistemico, rischio macro, rischio di credito, rischio di provvista e rischio di liquidità, rischi di mercato, redditività e solvibilità. Il quadro operativo dei rischi rappresenta uno degli strumenti di comunicazione del CERS, poiché fornisce al grande pubblico informazioni statistiche riguardo ai rischi e alle vulnerabilità presenti nel sistema finanziario.

Analogamente, la BCE contribuisce alle attività di sorveglianza e analisi del rischio svolte dal CERS mediante la preparazione di una rassegna macroprudenziale trimestrale che presenta informazioni statistiche dettagliate aventi un ruolo fondamentale per l'individuazione e la valutazione del rischio sistemico cui fanno fronte i sistemi finanziari nazionali ed europei. A tal fine, alla BCE compete assicurare la periodica trasmissione al CERS di informazioni statistiche e di altra natura, conformemente con la decisione 2011/6 del CERS. In particolare, durante l'anno trascorso sono state intraprese iniziative volte a migliorare la qualità delle informazioni prudenziali aggregate che le AEV trasmettono alla BCE e a inserire tali informazioni all'interno del quadro operativo dei rischi del CERS e della rassegna macroprudenziale trimestrale. Infine, la BCE ha adottato misure atte a garantire l'accesso da parte delle AEV e del CERS alle informazioni statistiche non pubblicate raccolte nell'ambito del SEBC.

¹⁷ Fra le iniziative in atto si segnalano la direttiva sui requisiti patrimoniali, il regolamento sui requisiti patrimoniali, la direttiva solvibilità II, il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR), la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito.

3 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

3.1 IL SETTORE BANCARIO

Nel 2012 la BCE ha continuato a partecipare e a contribuire ai lavori condotti dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), fra cui il riesame e la finalizzazione di alcuni elementi dei nuovi requisiti in materia di patrimonio e liquidità (Basilea 3). Un aspetto fondamentale dell'attuale dibattito politico riguarda la regolamentazione sulla liquidità. Al riguardo, la BCE accoglie con favore l'approvazione da parte del Gruppo dei Governatori e dei Capi della vigilanza delle modifiche apportate dal Comitato di Basilea all'indicatore di breve termine, o *liquidity coverage ratio* (LCR), concordate nel gennaio del 2013. Le modifiche includono il parziale riconoscimento di attività addizionali all'interno della gamma di attività liquide di elevata qualità idonee¹⁸, l'aggiustamento di alcuni tassi di flusso e deflusso per rispecchiare meglio le condizioni effettivamente sperimentate in periodi di tensione, una tabella di marcia rivista per l'introduzione graduale dello standard e la conferma della possibilità di utilizzare lo stock di attività liquide nei periodi di stress. Queste modifiche concordano con l'opinione della BCE secondo cui, ferma restando la necessità indiscussa che le banche detengano più attività liquide e gestiscano e prezzino meglio il rischio di liquidità, la revisione del regime inizialmente proposto prende meglio in considerazione il possibile impatto della regolamentazione sul mercato interbancario e sull'interazione con le operazioni di politica monetaria. La BCE ha inoltre incoraggiato una maggiore gradualità nell'attuazione dello schema di regolamentazione sulla liquidità al fine di non pregiudicare la ripresa nel settore bancario e il credito all'economia reale, specie alla luce delle tensioni in alcuni paesi e dei programmi di aggiustamento macroeconomico ancora in atto. L'LCR dovrebbe entrare in vigore nel 2015, sebbene le banche abbiano ora a disposizione fino al 1° gennaio 2019 per rispettare appieno il requisito.

Conformemente con l'impegno preso dai leader del G20 nel novembre 2010, la BCE sostiene in larga misura le iniziative nazionali e internazionali in atto mirate a un'attuazione tempestiva e coerente degli standard di Basilea 3.

La BCE contribuisce altresì all'attuazione degli standard di Basilea in Europa e considera che la proposta della Commissione europea di una direttiva e di un regolamento sui requisiti patrimoniali (noti come CRD IV/CRR), che traspongono lo schema di Basilea 3 nella legislazione europea, rappresenti un importante passo verso il rafforzamento della regolamentazione del settore bancario e delle società di investimento e la creazione di un sistema finanziario più solido e più sicuro nell'UE.

A questo proposito, la BCE ha pubblicato il 27 gennaio 2012 il proprio parere riguardo a CRD IV/CRR¹⁹, dove sottolineava l'importanza di raggiungere quanto prima un accordo fra gli Stati membri dell'UE su tali testi. Nello stesso parere la BCE esprimeva forte sostegno per l'approccio del "single rulebook" (codice unico), che garantirà che gli enti finanziari che prestano servizi finanziari nel mercato unico rispettino un insieme unico di norme prudenziali.

¹⁸ I supervisori ora possono decidere di includere nella categoria Livello 2 delle attività liquide di elevata qualità (HQLA) un'ulteriore classe di attività, chiamate attività di livello 2B. In questa nuova categoria non può essere compreso più del 15% dell'ammontare complessivo di HQLA. Sono inclusi: una gamma più ampia di obbligazioni societarie, un sottoinsieme di azioni quotate (entrambi con uno scarto di garanzia del 50%), alcuni titoli garantiti da mutui residenziali (RMBS) con elevato merito di credito e uno scarto di garanzia del 25%.

¹⁹ CON/2012/5.

Tale approccio dovrebbe accrescere ulteriormente l'integrazione finanziaria in Europa e fornire una solida base per l'applicazione uniforme delle regole del prospettato meccanismo unico di vigilanza, che prevede che la BCE si assuma la responsabilità di compiti specifici per la vigilanza sia micro sia macroprudenziale degli istituti di credito, in stretta cooperazione con le autorità nazionali. Per quanto riguarda la vigilanza macroprudenziale, la BCE ritiene importante che la regolamentazione le dia la possibilità di applicare requisiti prudenziali più stringenti rispetto a quelli applicati dalle autorità nazionali, laddove emergano rischi sistemici o macroprudenziali.

Dopo la pubblicazione nel novembre 2011 di disposizioni tese ad affrontare la questione delle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), il Financial Stability Board (FSB) e il CBVB, in linea con il mandato conferito dal G20, hanno realizzato notevoli progressi nel completamento dell'assetto regolamentare in materia, estendendolo dalle G-SIB alle banche di rilevanza sistemica nazionale (D-SIB)²⁰.

La premessa su cui si fondano i lavori in quest'ambito è che le difficoltà finanziarie di una D-SIB, anche in assenza di rilevanti esternalità transfrontaliere dirette, producono un impatto più ampio sul sistema finanziario interno rispetto a quanto accadrebbe nel caso di un'istituzione priva di rilevanza sistemica. Su queste basi, l'approccio per le D-SIB adotta una prospettiva complementare al regime per le G-SIB focalizzandosi sull'impatto di un'eventuale insolvenza sull'economia nazionale.

In aggiunta, in vista dell'attuazione dello schema per le G-SIB, nel 2012 sono stati portati avanti lavori volti ad accrescere sia la qualità dei dati sia la robustezza della metodologia per l'individuazione delle G-SIB e la calibrazione del relativo requisito. Al riguardo, nel novembre 2012 l'FSB ha pubblicato un elenco aggiornato delle G-SIB basato sui dati più recenti (relativi a fine 2011) e, fatto importante, corredato dall'indicazione, per ciascuna banca, della classe di rilevanza sistemica (bucket) e del relativo requisito di capitale aggiuntivo prospettico.

La BCE ha sostenuto in maniera attiva i lavori dell'FSB e del CBVB in questo importante ambito. La BCE appoggia i nuovi standard internazionali, che considera strumentali per affrontare le esternalità negative collegate alle istituzioni di rilevanza sistemica. In particolare, l'estensione del regime prudenziale alle D-SIB rappresenta un auspicato sviluppo volto ad assicurare che tutte le istituzioni sistemiche, a prescindere dal loro raggio d'azione, siano soggette a requisiti prudenziali proporzionali ai rischi che rappresentano per il sistema finanziario e l'economia reale.

3.2 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2012 è proseguita la riforma organica del quadro regolamentare di riferimento dell'UE in materia di titoli finanziari, in particolare per quanto riguarda il dibattito per il completamento di importanti iniziative legislative come la revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID). La BCE, nel suo parere²¹ del 22 marzo 2012, sosteneva in generale tale revisione, che rappresenta un importante passo avanti nel rafforzamento della protezione degli investitori e nella creazione di un sistema finanziario più solido e sicuro nell'UE.

Più in particolare, la BCE si è espressa favorevolmente in merito alle proposte della Commissione europea volte ad aggiornare la normativa sulla struttura del mercato estendendo l'ambito del quadro

²⁰ Cfr. *Schema per il trattamento delle banche di rilevanza sistemica nazionale*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ottobre 2012.

²¹ CON/2012/21.

regolamentare dell'Unione a una nuova piattaforma di negoziazione, il sistema organizzato di negoziazione (*Organised Trading Facility*, OTF). Ha inoltre espresso il suo sostegno per la proposta di estendere l'ambito dei requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione al di là degli strumenti di capitale per includere obbligazioni, prodotti strutturati e derivati, in quanto ciò migliorerebbe il processo di formazione del prezzo di tali strumenti. La BCE ha parimenti accolto con favore le proposte per un maggiore consolidamento dei dati, che consentirebbero un confronto efficiente dei prezzi e delle transazioni su mercati diversi. Considerato che la negoziazione algoritmica e quella ad alta frequenza possono causare rischi per la liquidità e l'efficienza dei mercati finanziari, specialmente nei periodi di tensione, la BCE ha detto di vedere con favore le proposte che introducono adeguate misure di salvaguardia per le sedi di negoziazione che offrono accesso alle imprese che esercitano la negoziazione ad alta frequenza e le disposizioni volte ad agevolare la sorveglianza e il monitoraggio di queste nuove strategie di negoziazione. Infine, la BCE ha suggerito di migliorare ulteriormente la collaborazione e lo scambio di informazioni nell'ambito del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) e tra le autorità di vigilanza e le banche centrali del SEBC.

Il 2 aprile 2012 la BCE ha emesso un parere in merito alla proposta della Commissione europea di modificare il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, nonché le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE²².

Nel corso del 2012 la BCE ha inoltre partecipato attivamente ad alcune iniziative tese a rafforzare la regolamentazione del sistema bancario ombra, contribuendo al dibattito politico e regolamentare tenutosi in seno all'FSB. La BCE ha inoltre preso parte alla consultazione pubblica indetta dalla Commissione sul Libro verde sul sistema bancario ombra²³ formulando la posizione dell'Eurosistema²⁴. Quest'ultima sottolineava che qualunque iniziativa di regolamentazione dovrebbe conformarsi ai lavori dell'FSB in modo da assicurare condizioni di parità concorrenziale ed evitare l'arbitraggio regolamentare.

Per quanto riguarda le proposte concrete di regolamentazione, la BCE condivideva l'opinione della Commissione secondo cui andrebbero create procedure permanenti a livello di UE per la raccolta e lo scambio di informazioni sul sistema bancario ombra, e indicava che il Comitato europeo per il rischio sistemico avrebbe potuto svolgere efficacemente tale ruolo. La BCE sottolineava inoltre la necessità di maggiore trasparenza per quanto riguarda le operazioni pronti contro termine, considerata la loro rilevanza per l'attuazione della politica monetaria e per la stabilità finanziaria. A questo proposito, la BCE ha avanzato la proposta di istituire un database UE centralizzato per la raccolta dei dati sulle operazioni pronti contro termine direttamente dalle infrastrutture di mercato e dalle banche depositarie, il che migliorerebbe la visibilità di questo segmento di mercato. In aggiunta, la BCE ha fatto rilevare i benefici in termini di stabilità finanziaria del ricorso alle controparti centrali per le operazioni pronti contro termine. Per ultimo, la BCE si è espressa favorevolmente in merito alle proposte volte a definire un quadro regolamentare di riferimento per gli scarti di garanzia nelle operazioni pronti contro termine al fine di contenere gli effetti prociclici; tale quadro, tuttavia, andrebbe definito e calibrato attentamente, in modo da preservare l'efficiente trasmissione della politica monetaria.

²² CON/2012/24. Il parere è trattato in maggiore dettaglio nella sezione 6.2 del capitolo 2.

²³ *Libro verde sul sistema bancario ombra*, Commissione europea, 19 marzo 2012, COM(2012) 102 final.

²⁴ *Commission's Green Paper on shadow banking – the Eurosystem's reply*, 5 luglio 2012 (consultabile sul sito Internet della BCE).

3.3 I PRINCIPI CONTABILI

Nel 2012 la BCE ha continuato a contribuire ai lavori in materia contabile portati avanti in varie sedi, comprese i sottogruppi del CBVB e dell'Autorità bancaria europea.

Nel corso dell'anno l'International Accounting Standards Board e il Financial Accounting Standards Board hanno proseguito i lavori volti ad allineare i rispettivi regimi contabili. Benché nel 2012 siano stati realizzati progressi, continuano a sussistere importanti differenze in alcuni ambiti contabili fondamentali, segnatamente la contabilità degli strumenti finanziari (ad esempio, metodologie per il riconoscimento delle riduzioni durevoli di valore, compensazione). In aggiunta, la decisione della Securities and Exchange Commission statunitense di adottare anche negli Stati Uniti i principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*, IFRS), già giunta con ampio ritardo, è stata ulteriormente posticipata. Nel complesso, gli sviluppi dell'anno trascorso fanno apparire pressoché impossibile dare una risposta tempestiva all'appello del G20 per l'adozione a livello globale di un insieme comune di principi contabili di elevata qualità e centrare l'obiettivo di emanare entro metà del 2013 gli standard per importanti progetti di convergenza. Nondimeno, resta di cruciale importanza realizzare la convergenza in alcuni ambiti contabili fondamentali. Un esempio al riguardo è quello delle riduzioni durevoli di valore delle attività finanziarie. Ci si attende che i due organi di emanazione dei principi contabili rinnovino l'impegno per una convergenza tempestiva, che non dovrebbe tuttavia andare a scapito della qualità degli IFRS. Una solida metodologia per il riconoscimento delle riduzioni durevoli di valore è inoltre rilevante ai fini della stabilità finanziaria.

4 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema e il SEBC contribuiscono a potenziare l'integrazione finanziaria europea mediante: a) l'azione di sensibilizzazione e monitoraggio di tale processo; b) il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno a iniziative collettive; 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 promuovono l'integrazione finanziaria.

L'AZIONE DI SENSIBILIZZAZIONE E MONITORAGGIO IN MATERIA DI INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Nell'aprile 2012 la BCE ha pubblicato la sesta edizione del rapporto annuale *Financial integration in Europe*²⁵. Il rapporto si propone innanzitutto di contribuire all'analisi dello stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria europea e di sensibilizzare il pubblico in merito al ruolo di sostegno a tale processo svolto dall'Eurosistema, fornendo informazioni sul grado di integrazione e quindi una base empirica per le misure di *policy* finalizzate a promuovere ulteriormente l'integrazione finanziaria. Questa edizione del rapporto si concentra sull'impatto della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sull'integrazione finanziaria e fornisce prospettive per future iniziative di *policy*. Il rapporto contiene anche un approfondimento dei seguenti argomenti: 1) l'impatto dell'indebolimento dell'integrazione finanziaria sulla trasmissione della politica monetaria e sull'assetto operativo dell'Eurosistema; 2) i saldi settoriali e l'integrazione finanziaria nell'area dell'euro; 3) i benefici del mercato finanziario unico dell'UE rivisitati alla luce della crisi; e 4) le riforme istituzionali nell'Unione europea e l'integrazione finanziaria. Il documento si conclude con una rassegna dei contributi forniti dall'Eurosistema per il conseguimento di un maggior grado di integrazione e di sviluppo dei mercati finanziari in Europa nel 2011.

²⁵ Il rapporto è consultabile sul sito Internet della BCE.

Il *network* di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*) è stato sciolto nell'autunno 2011. Nel corso della sua attività aveva riunito accademici, operatori di mercato, rappresentanti delle autorità di regolamentazione ed esponenti delle banche centrali al fine di contribuire alla conoscenza della struttura corrente e futura e dell'integrazione del sistema finanziario in Europa e dei suoi legami internazionali con gli Stati Uniti e il Giappone. In totale, il *network* ha organizzato 14 *workshop* di ricerca²⁶.

Come negli anni passati, la BCE ha assegnato cinque borse di studio (*Lamfalussy Fellowships*) a giovani ricercatori. Attualmente le aree prioritarie di indagine sono le seguenti: a) i modelli e gli strumenti analitici per l'individuazione precoce e la valutazione dei rischi sistemici; b) l'inserimento dell'instabilità finanziaria all'interno dei modelli dell'economia aggregata; c) la definizione di strumenti di regolamentazione macroprudenziale e la valutazione della loro efficacia; d) il disegno degli assetti operativi delle banche centrali; ed e) il ruolo delle regole fiscali e della *governance* di bilancio per la fiducia, la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari.

IL RUOLO DI CATALIZZATORE DELLE ATTIVITÀ DEL SETTORE PRIVATO

SEPA

L'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA) è un'iniziativa volta a conseguire la piena integrazione del mercato dei servizi di pagamento al dettaglio in euro, senza distinzioni fra pagamenti nazionali e transfrontalieri. Nel 2012 l'Eurosistema ha continuato a seguire e a sostenere i lavori in questo ambito. Si è prestata particolare attenzione alla migrazione ai nuovi strumenti SEPA. In base agli indicatori SEPA, a dicembre 2012 la migrazione dei bonifici nazionali a quelli SEPA nell'area dell'euro ha raggiunto il 34,9 per cento, mentre gli addebiti diretti SEPA si sono attestati soltanto all'1,9 per cento. Al fine di promuovere la transizione, nel marzo 2012 è stato adottato un regolamento che fissa un termine ultimo per la migrazione²⁷. Il regolamento stabilisce le regole per l'avvio e il trattamento dei bonifici e degli addebiti diretti denominati in euro all'interno dell'UE, e definisce una chiara tabella di marcia per la loro attuazione. Per l'area dell'euro, il termine ultimo è fissato al 1° febbraio 2014, data entro cui gli attuali sistemi nazionali di bonifico e di addebito diretto in euro dovranno essere stati sostituiti da sistemi alternativi conformi alla SEPA. Al fine di promuovere l'avvio tempestivo dei preparativi, specie da parte dei cittadini e delle piccole e medie imprese, l'Eurosistema ha intensificato le iniziative di comunicazione in materia di SEPA.

Nell'ambito della SEPA per le carte devono ancora essere compiuti ulteriori progressi. L'Eurosistema ha esaminato i vantaggi di un sistema SEPA per il trattamento dei pagamenti tramite carta (*SEPA Cards Processing Framework*), che collegherebbe i terminal di pagamento al fine di trattare in modo più efficiente le operazioni transfrontaliere effettuate mediante carta all'interno dell'UE. Nel luglio 2012 l'Eurosistema ha inoltre organizzato un terzo incontro del forum per il sistema di certificazione SEPA (*Forum on the SEPA Certification Framework*), in occasione del quale ha espresso il proprio sostegno all'iniziativa congiunta di sistemi di pagamento con carta, enti di certificazione, laboratori di valutazione, produttori di terminal e settore bancario volta ad elaborare una metodologia esauriente per la valutazione della sicurezza e la certificazione dei terminal di pagamento di nuova creazione, la quale istituirebbe al tempo stesso un processo di autorizzazione unico per i terminal da utilizzarsi nell'UE. Questi e altri elementi della sicurezza delle informazioni

²⁶ Per maggiori informazioni su queste ed altre attività collegate, cfr. il sito Internet <http://www.eu-financial-system.org>

²⁷ Regolamento (UE) n. 260/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012 che stabilisce i requisiti tecnici e commerciali per i bonifici e gli addebiti diretti in euro e che modifica il regolamento (CE) n. 924/2009, GU L 94, 30.3.2012, p. 22.

e della prevenzione delle frodi nei pagamenti al dettaglio continuano a essere seguiti attentamente dall'Eurosistema.

La migrazione ai sistemi SEPA e la creazione di un mercato integrato e competitivo delle carte di pagamento basato su un insieme comune di prassi operative, standard tecnici e requisiti di sicurezza costituiscono le fondamenta per l'offerta di servizi di pagamento innovativi su scala paneuropea. Nel campo dei pagamenti via Internet, tuttavia, la distribuzione e l'impiego di questi sistemi non ha tenuto il passo con la rapida espansione dell'*e-commerce*. In vari paesi europei sono stati allestiti progetti pilota per i pagamenti attraverso telefonia mobile, che sono talvolta sfociati nell'effettiva applicazione. L'Eurosistema teme che non venga prestata adeguata attenzione alla standardizzazione tecnica e all'interoperabilità dei sistemi, due fattori chiave di successo anche in questo campo della SEPA.

Nel 2012 il Consiglio della SEPA²⁸ ha discusso approfonditamente la revisione della *governance* della SEPA ed esaminato varie questioni relative al regolamento sul termine ultimo di attuazione e alla migrazione, alla SEPA per le carte e all'innovazione. In merito a quest'ultimo aspetto, considerata la limitatezza dei progressi compiuti finora dal mercato, ha individuato alcune sfide fondamentali da affrontare al fine di garantire l'offerta di servizi di pagamento elettronico a livello di intera UE per l'*e-commerce*.

Infine, nel settembre 2012 la BCE ha pubblicato i risultati del suo studio sui costi sociali e privati dei pagamenti al dettaglio, condotto in collaborazione con 13 BCN²⁹. Tali costi ammontano a circa 45 miliardi di euro, pari a circa l'1 per cento del PIL. Se estrapolati per coprire l'insieme dei 27 Stati membri dell'UE, essi salirebbero a 130 miliardi circa. Questi risultati sottolineano l'importanza dei servizi di pagamento al dettaglio per la società europea e per l'economia nel suo complesso. La BCE e la Magyar Nemzeti Bank hanno organizzato congiuntamente una conferenza sui pagamenti al dettaglio tenuta a Budapest il 15 e 16 novembre 2012. La conferenza ha permesso di capire meglio le principali forze all'origine dei cambiamenti nell'efficienza complessiva dei pagamenti al dettaglio, il ruolo delle banche centrali e di altre autorità pubbliche e la probabile evoluzione futura del mercato dei pagamenti al dettaglio.

I MERCATI DEI TITOLI DI DEBITO

Allo scopo di accrescere la trasparenza nell'ambito delle attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS), nel dicembre 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre requisiti informativi sui singoli prestiti per le attività cartolarizzate nel quadro del sistema delle garanzie dell'Eurosistema. A seguito di tale decisione sono stati condotti e portati a termine i lavori preparatori che hanno portato alla creazione, su iniziativa del mercato, dello *European Data Warehouse*, un database per la gestione delle informazioni sui singoli prestiti. Nel novembre 2012 il Consiglio direttivo ha annunciato che nel quadro del sistema delle garanzie dell'Eurosistema la segnalazione di dati a livello di singoli prestiti sarebbe divenuta obbligatoria a partire dal 3 gennaio 2013 per le ABS basate su mutui residenziali e su prestiti alle piccole e medie imprese, a partire dal 1° marzo 2013 per le ABS basate su mutui commerciali e a partire dal 1° gennaio 2014 per le ABS su crediti al consumo, *leasing* e finanziamenti per l'acquisto di

²⁸ Si tratta di un organo di *stakeholder*, copresieduto dalla BCE e dalla Commissione europea, che ha l'obiettivo di promuovere un mercato integrato dei pagamenti al dettaglio in euro garantendo l'appropriato coinvolgimento di tutte le parti e favorendo il consenso sui passi da compiere verso la realizzazione della SEPA.

²⁹ Per maggiori dettagli, cfr. Schmiedel, H., Kostova, G. e Ruttenberg, W., "The social and private costs of retail payment instruments: a European perspective", *Occasional Paper Series*, n. 137, BCE, settembre 2012.

autovetture. Le segnalazioni sui singoli prestiti andranno effettuate con cadenza almeno trimestrale utilizzando i moduli disponibili sul sito Internet della BCE.

In aggiunta, la BCE ha partecipato nel ruolo di osservatore e di catalizzatore a due altre iniziative di mercato relative alla cartolarizzazione. La prima iniziativa, denominata *Prime Collateralised Securities* (PCS), mira a promuovere le ABS come strumento sostenibile di investimento e di finanziamento, in particolare allo scopo di accrescere la resilienza di mercato in Europa. Essa è patrocinata dalla *European Financial Services Round Table* e dalla *Association for Financial Markets in Europe* e poggia sugli standard europei di qualità, trasparenza, standardizzazione e semplicità in materia di ABS, che dovrebbero conferire una maggiore liquidità ai titoli che ricevano il marchio PCS³⁰. I lavori al riguardo sono stati finalizzati nel corso del 2012 e nel novembre 2012 è stato attribuito per la prima volta il marchio PCS a un'attività. La seconda iniziativa è promossa dallo *European Covered Bond Council* e si propone di istituire un marchio "Covered Bond" da assegnare ai programmi di obbligazioni bancarie garantite che soddisfino determinati criteri, come una maggiore trasparenza, solide salvaguardie incorporate nella legislazione nazionale in materia di obbligazioni bancarie garantite, sorveglianza sull'istituto di credito emittente e sul *pool* di garanzie e osservanza dei requisiti stabiliti dall'articolo 52, paragrafo 4 della direttiva UCITS. Anche questa iniziativa si è conclusa nel 2012, e la prima emissione ad aver ricevuto il relativo marchio è avvenuta nel gennaio 2013³¹. La BCE agisce in qualità di osservatore nei gruppi consultivi per l'iniziativa PCS e per il marchio Covered Bond, così come in seno allo STEP Market Committee.

Un mercato delle cartolarizzazioni che operi correttamente, sorretto dalla standardizzazione e da una maggiore trasparenza che assicuri l'accesso degli investitori a informazioni esaurienti e standardizzate in tutti i mercati europei della cartolarizzazione, contribuirà alla completezza del sistema finanziario europeo e promuoverà l'integrazione aumentando la comparabilità degli strumenti da un paese all'altro.

LA CONSULENZA SULL'ASSETTO LEGISLATIVO E REGOLAMENTARE DEL SISTEMA FINANZIARIO E LA REGOLAMENTAZIONE DIRETTA

Per accrescere l'integrazione finanziaria, la BCE e l'Eurosistema, in conformità alle loro funzioni consultive e normative, seguono e contribuiscono attivamente allo sviluppo dell'assetto regolamentare dell'UE. Oltre a ciò, come trattato in altre sezioni del presente rapporto³², le seguenti attività della BCE hanno concorso ad accrescere l'integrazione finanziaria per il tramite di iniziative regolamentari.

La BCE partecipa all'*UNIDROIT Study Group*, istituito a seguito dell'avallo da parte dell'Assemblea generale di UNIDROIT il 1° dicembre 2010 al fine di proporre una serie di principi riguardo all'esecutività delle clausole di interruzione dei rapporti e pagamento del saldo netto (*close-out netting*)³³. La BCE sostiene gli obiettivi prefissati per il gruppo di studio, che attengono alla riduzione del grado di frammentazione dei vari regimi di compensazione nazionali e all'aumento dell'efficacia del *close-out netting* nei mercati finanziari internazionali. Lo *Study Group* lavorerà alla stesura di principi per la coerenza e il mutuo riconoscimento dei regimi nazionali di compensazione.

30 Cfr. www.pcsmarket.org.

31 Per maggiori informazioni, cfr. www.coveredbondlabel.com.

32 Cfr. in particolare la sezione 3 di questo capitolo e la sezione 6.2 del capitolo 2.

33 Cfr. "Study LXXVIII C – Principles and rules on the netting of financial instruments", consultabile sul sito Internet di UNIDROIT (www.unidroit.org).

A livello di UE la Bce partecipa al *Securities Law Directive Member States Working Group*, che sta ponendo le basi per la futura armonizzazione del diritto europeo in materia di valori mobiliari, e quindi per il miglioramento dell'assetto giuridico dell'UE, attualmente frammentato, per l'investimento in titoli intermediati. La BCE ha preso parte alle precedenti consultazioni pubbliche³⁴ indette dalla Commissione europea nel 2009 e nel 2011 e continua a fornire in misura significativa il suo contributo specialistico, specie nel caso delle proposte della Commissione in materia di gestione delle garanzie (ad esempio il regolamento sul riutilizzo delle garanzie).

Infine, la BCE partecipa ai lavori dello *European Post Trade Group*, un'iniziativa congiunta di Commissione europea, BCE, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e *Association for Financial Markets in Europe*. Il gruppo ha il mandato di contribuire allo sviluppo di un mercato post-negoziato efficiente, sicuro e solido, e, come tale, si basa sul lavoro svolto in occasione di precedenti iniziative, ad esempio da parte dell'*Expert Group on Market Infrastructures* e del *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group II*. La portata dei lavori, tuttavia, si limita attualmente agli ambiti di armonizzazione finanziaria che al momento non sono considerati da altre iniziative regolamentari esistenti. L'attività svolta dal gruppo è pertanto complementare alle iniziative regolamentari in atto della Commissione e all'attuazione del programma *Target2-Securities* (T2S) da parte della BCE.

L'OFFERTA DI SERVIZI DI BANCA CENTRALE CHE PROMUOVONO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Target2, la seconda generazione del sistema di pagamenti all'ingrosso dell'Eurosistema, è la prima infrastruttura di mercato completamente integrata e armonizzata a livello europeo. L'Eurosistema ha continuato ad apportarvi miglioramenti in collaborazione con il settore bancario (cfr. la sezione 2.1 del capitolo 2).

T2S, il futuro servizio dell'Eurosistema per il regolamento delle operazioni in titoli, avrà un impatto significativo sull'armonizzazione e sull'integrazione del settore del *post-trading* in Europa. T2S rimuoverà automaticamente molte delle "barriere Giovannini"³⁵ alla compensazione e al regolamento a livello transfrontaliero, tra le altre cose: a) fornendo un'unica piattaforma tecnica dotata di interfaccia comune e di un unico protocollo di messaggistica, b) introducendo un calendario armonizzato per tutti i mercati connessi e c) sottoponendo tutte le operazioni nazionali e transfrontaliere a un unico modello armonizzato di regolamento, che include la consegna contro pagamento in moneta di banca centrale. Tuttavia, anche con un'unica piattaforma tecnica, permangono significative barriere al regolamento transfrontaliero, che devono essere rimosse affinché i mercati finanziari beneficino appieno dei vantaggi di T2S. Per compiere ulteriori progressi, nel 2011 è stato istituito l'*Harmonisation Steering Group* (HSG), composto da esponenti di rilievo dell'industria e del settore pubblico. Il principale compito del gruppo consiste nel promuovere il programma di armonizzazione post-trade T2S e nell'individuare sotto quali aspetti i mercati che utilizzeranno T2S accusino ritardi rispetto al resto dell'Europa nell'applicazione degli standard comuni di armonizzazione concordati. Il gruppo pubblica periodicamente dei rapporti sui progressi realizzati nell'armonizzazione (il terzo rapporto sarà pubblicato nel marzo 2013) e monitora costantemente i passi avanti fatti dai mercati che saranno collegati a T2S. I rapporti vengono presentati al Gruppo consultivo T2S e trasmessi al Consiglio T2S e al Consiglio direttivo della BCE. L'HSG è quindi al centro del programma di armonizzazione T2S e, insieme alla Commissione europea e ad altri attori

³⁴ Cfr. il primo e il secondo documento consultivo dal titolo "Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions" datati rispettivamente 16 aprile 2009 e 5 novembre 2010, consultabili sul sito Internet della Commissione (<http://ec.europa.eu>).

³⁵ Barriere tecniche o relative alle prassi di mercato, barriere legali ovvero barriere legate a procedure fiscali (per maggiori informazioni, cfr. il sito ufficiale dell'Unione europea all'indirizzo <http://europa.eu>).

importanti, fornisce un impulso fondamentale a T2S e più in generale ai lavori sull'armonizzazione del *post-trading* in Europa (cfr. sezione 2.2 del capitolo 2).

Infine, nell'ambito della gestione delle garanzie, il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM) favorisce l'integrazione finanziaria sin dalla sua attuazione nel 1999, permettendo a tutte le controparti dell'area euro di utilizzare su base transfrontaliera attività idonee a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema, indipendentemente dal paese in cui l'attività è stata emessa. Attualmente l'Eurosistema sta apportando miglioramenti al CCBM, che verranno attuati nel 2014 (cfr. sezione 2.3 del capitolo 2).

5 LA SORVEGLIANZA SULLE INFRASTRUTTURE DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO

Attraverso l'attività di sorveglianza, l'Eurosistema mira a garantire la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di pagamento e di regolamento dei titoli operanti in euro, nonché degli strumenti di pagamento, dei fornitori di servizi più rilevanti e di altre infrastrutture critiche, sottoponendoli a monitoraggio, valutandoli a fronte degli standard applicabili e, ove necessario, inducendo cambiamenti³⁶.

L'Eurosistema ha tradotto i suoi obiettivi di sorveglianza in standard e requisiti specifici che le infrastrutture del mercato finanziario devono rispettare. Tali standard e requisiti si basano in ampia misura sui principi di sorveglianza riconosciuti a livello internazionale. Il 16 aprile 2012 il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) e il Comitato tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hanno pubblicato i CSPR-IOSCO *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMIs), che stabiliscono i nuovi standard internazionali per le infrastrutture dei mercati finanziari, compresi i sistemi di pagamento di rilevanza sistemica, i depositari centrali di titoli (*central securities depositories*, CSD), i sistemi di regolamento titoli, le controparti centrali (*central counterparties*, CCP) e i *trade repository* (repertori di dati sulle negoziazioni). I PFMI sostituiscono i precedenti Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, CPSIPS) del CSPR, nonché le raccomandazioni per i sistemi di regolamento titoli e per le controparti centrali, emanate congiuntamente da CSPR e IOSCO. Essi intendono rendere le infrastrutture dei mercati finanziari più resistenti alle crisi finanziarie e, in particolare, alle insolvenze dei partecipanti al sistema. Nel dicembre 2012 il CSPR e lo IOSCO hanno pubblicato lo schema di segnalazione e la metodologia di valutazione dei PFMI. L'Eurosistema ritiene che la tempestiva e coerente applicazione dei nuovi principi nelle principali economie sia importante per rafforzare la stabilità finanziaria internazionale, accrescere la capacità delle infrastrutture di mercato di gestire rischi di varia natura ed evitare l'arbitraggio regolamentare.

Nell'aprile del 2012 la BCE ha pubblicato lo *Eurosystem Oversight Report* per il 2011, che fornisce informazioni sulle politiche di sorveglianza dell'Eurosistema e sulle principali attività svolte.

³⁶ Informazioni dettagliate sulla funzione e sulle attività di sorveglianza dell'Eurosistema sono reperibili anche sul sito Internet della BCE e in rapporti specifici dell'Eurosistema sull'argomento, compreso lo *Eurosystem Oversight Policy Framework* pubblicato nel luglio 2011 (consultabile sul sito Internet della BCE).

5.1 I SERVIZI DI PAGAMENTO ALL'INGROSSO E I FORNITORI DI SERVIZI DI INFRASTRUTTURA

I sistemi di pagamento all'ingrosso costituiscono la colonna portante dell'infrastruttura di mercato dell'area dell'euro e svolgono un ruolo importante per la stabilità e l'efficienza del settore finanziario e dell'economia nel suo complesso. L'Eurosistema applica una cornice di sorveglianza ben definita a tutti i sistemi di pagamento all'ingrosso che trattano operazioni in euro, sia propri sia gestiti da privati. Tale cornice è basata sui CPSIPS e sulle aspettative in materia di sorveglianza sulla continuità operativa (*business continuity oversight expectations*, BCOE) per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, adottate dal Consiglio direttivo nel 2006.

TARGET2

La sorveglianza di Target2 si svolge sotto la guida e il coordinamento della BCE, in stretta collaborazione con le BCN partecipanti. Nel 2012 l'attività di sorveglianza dell'Eurosistema su Target2 si è concentrata sugli aspetti di rischio operativo, comprendendo sia il follow up di alcuni risultati della valutazione di Target2 con riferimento ai CPSIPS e alle BCOE, sia l'analisi degli incidenti di Target2.

L'Eurosistema ha altresì condotto un'analisi delle interdipendenze di Target2, comprese le interdipendenze di sistema, di istituzioni e di ambiente (incluse quelle che potrebbero trarre origine dal collegamento con *Target2-Securities*), con l'obiettivo di accrescere la consapevolezza dell'organo di sorveglianza e dell'operatore riguardo ai rischi che ne derivano. La necessità di affrontare i rischi derivanti dalle interdipendenze è riconosciuta dai PFMI. Gli operatori delle infrastrutture dei mercati finanziari devono verificare regolarmente i rischi materiali che si trovano a dover fronteggiare e che si creano per altre entità come risultato delle interdipendenze, nonché elaborare strumenti adeguati per la gestione di tali rischi. L'analisi delle interdipendenze di Target2 è incentrata sui rischi che altre entità creano a Target2 e contribuirà all'individuazione delle entità da cui dipende in maniera critica il normale funzionamento di Target2, alla valutazione dei relativi rischi e, infine, alla valutazione dell'efficienza delle misure di gestione dei rischi utilizzate dall'operatore.

In aggiunta, l'Eurosistema ha continuato l'analisi avviata nel 2011 avvalendosi del Simulatore Target2 e utilizzando dati relativi ai singoli pagamenti. Il lavoro svolto comprende un'analisi di scenario dell'interruzione dell'operatività nonché studi su schemi e tempistica dei flussi di pagamento infragiornalieri e sulla topologia di rete di Target2. Un altro filone di lavoro mira a individuare i prestiti del mercato monetario a partire dai dati sui pagamenti e dovrebbe contribuire a ulteriori analisi nelle aree della simulazione dei pagamenti, della politica monetaria e della stabilità finanziaria.

EURO1

Euro1 è un sistema di pagamento all'ingrosso per le operazioni in euro fra banche operanti nella UE. Gestito da EBA Clearing, Euro1 opera su base netta multilaterale: le posizioni dei partecipanti sono regolate a fine giornata in moneta di banca centrale attraverso il sistema Target2, con la BCE nel ruolo di agente di regolamento.

La responsabilità principale per la sorveglianza su Euro1 è della Bce, che opera in stretta collaborazione con tutte le BCN dell'area dell'euro. Nel 2012 EBA Clearing ha abbassato, con effetto dal 2 luglio 2012, da 2 a 1 milione di euro, il limite che ciascun partecipante è obbligato a concedere a ognuno degli altri partecipanti. La decisione è stata presa con l'obiettivo di migliorare i controlli sul rischio di credito all'interno di Euro1; ha fatto seguito a una precedente riduzione del

limite obbligatorio, da 5 a 2 milioni di euro, avvenuta nell'ottobre 2011. Alla luce della rilevanza sistemica di Euro1 per i pagamenti nell'area dell'euro, l'Eurosistema ha valutato l'impatto che la prevista modifica avrà sulla conformità di Euro1 con gli standard di sorveglianza attualmente applicabili – in particolare i CPSIPS – giungendo alla conclusione che non dovrebbero esservi ripercussioni negative per l'assetto giuridico e il profilo di rischio di Euro1. La BCE sta inoltre seguendo attentamente l'implementazione delle raccomandazioni formulate all'operatore del sistema al termine della valutazione complessiva di Euro1 rispetto ai CPSIPS, effettuata nel 2011. Per quanto riguarda l'operatività, Euro1 ha funzionato regolarmente per tutto il 2012 e non si sono verificati incidenti.

IL SISTEMA *CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM*

Il sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), lanciato nel 2002 e gestito da CLS Bank International (CLS Bank), fornisce un servizio multivalutario di regolamento sincrono – ossia pagamento contro pagamento (*payment-versus-payment*, PvP) – delle istruzioni di pagamento collegate a transazioni in cambi. Grazie al meccanismo PvP, CLS permette di eliminare il rischio di regolamento associato alle operazioni valutarie. Attualmente CLS effettua regolamenti in 17 divise tra le più scambiate al mondo, incluso l'euro. Poiché CLS Bank ha sede negli Stati Uniti, il Federal Reserve System ha la responsabilità primaria di sorveglianza su CLS, nell'ambito di un meccanismo di sorveglianza cooperativa cui partecipano le banche centrali del G10 e quelle emittenti le valute trattate dal sistema. Nel 2012 CLS Bank è stata designata negli Stati Uniti come un servizio di rilevanza sistemica per il mercato finanziario sulla base del Dodd-Frank Act. Il meccanismo di sorveglianza cooperativa esistente continua ad applicarsi. La BCE - in stretta cooperazione con le BCN dell'area dell'euro – partecipa a tale meccanismo ed ha la responsabilità primaria di sorveglianza sul regolamento delle operazioni in euro effettuato da CLS.

Nel 2012 l'attività di sorveglianza della BCE su CLS ha riguardato l'attuazione delle riforme nella *governance* di CLS, le modifiche nel consiglio di amministrazione e nell'alta direzione di CLS, i risultati ottenuti nelle diverse iniziative strategiche e la revisione dell'architettura di gestione dei rischi di CLS.

SWIFT

SWIFT ha un ruolo importante in una prospettiva di stabilità finanziaria, poiché fornisce servizi di messaggistica sicura alle comunità finanziarie di oltre 210 paesi in tutto il mondo. SWIFT è una società cooperativa a responsabilità limitata con sede in Belgio. Le banche centrali del G10 hanno istituito un meccanismo di sorveglianza cooperativa su SWIFT. La BCE e alcune BCN dell'area dell'euro contribuiscono alle varie attività di sorveglianza svolte dal gruppo di sorveglianza cooperativa, nel quale la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique ha la responsabilità primaria di sorveglianza.

In riconoscimento dei cambiamenti economici globali e dell'accresciuto ricorso ai servizi di SWIFT da parte delle istituzioni finanziarie nei vari paesi, è stato istituito un apposito forum, il *SWIFT Oversight Forum*, per estendere a un gruppo più ampio di banche centrali lo scambio di informazioni e il dialogo sulla sorveglianza di SWIFT. L'incontro inaugurale del Forum si è tenuto a Bruxelles il 4 maggio 2012.

Le attività di sorveglianza cooperativa su SWIFT si svolgono nel quadro di un programma annuale di sorveglianza, predisposto con un approccio di pianificazione basato sul rischio. Il quadro generale di riferimento per la sorveglianza su SWIFT è definito dalle aspettative di alto livello (*High Level*

Expectations)³⁷. La sorveglianza è incentrata sui servizi di SWIFT che possono potenzialmente impattare sul rischio sistemico per l'infrastruttura finanziaria internazionale. Nel 2012 le attività di sorveglianza hanno continuato a concentrarsi sulla fase attuativa del *Distributed Architecture programme* e, in particolare, sulla costruzione di una sede operativa aggiuntiva in Europa. Un altro progetto di SWIFT, sottoposto ad attenta sorveglianza, è il rinnovo dell'applicazione FIN, finalizzato ad attenuare il rischio tecnologico e a ridurre i costi, assicurando al tempo stesso l'allineamento strategico delle piattaforme informatiche. Fra le altre attività di rilievo condotte nel 2012 figurano la verifica dell'operatività e della disponibilità dei servizi di SWIFT e il monitoraggio dei nuovi progetti che potrebbero avere un impatto sulla riservatezza, l'integrità e la disponibilità dei servizi critici di SWIFT. Il livello di disponibilità del servizio FIN nel 2012 è stato del 99,992 per cento.

5.2 I SISTEMI E GLI STRUMENTI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

L'attività di sorveglianza dell'Eurosistema si estende anche ai sistemi e agli strumenti di pagamento al dettaglio. Gli standard di sorveglianza per i sistemi di pagamento al dettaglio del 2003, basati sui CPSIPS, sono in corso di revisione al fine di tenere conto dell'emanazione dei PFMI e riflettere la maggiore integrazione dei sistemi di pagamento al dettaglio dovuta all'armonizzazione degli standard tecnici e delle procedure nell'ambito del progetto *Single Euro Payments Area* (SEPA). La SEPA spinge un numero crescente di sistemi di pagamento al dettaglio a stabilire collegamenti transfrontalieri con altri sistemi o ad offrire servizi in più paesi. Di conseguenza, il nuovo quadro di riferimento per la sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio nell'area dell'euro contemplerà una nuova classificazione, basata sul grado di rilevanza dei sistemi in una prospettiva europea anziché nazionale, come faceva invece la classificazione precedente ormai superata. Il nuovo quadro di riferimento incorporerà inoltre le aspettative di sorveglianza per i collegamenti fra sistemi di pagamento al dettaglio, adottate dal Consiglio direttivo nel novembre 2012.

Per quanto riguarda i sistemi di pagamento al dettaglio, la BCE è il *lead overseer* di STEP2, sistema di compensazione paneuropeo per i pagamenti al dettaglio in euro, amministrato e gestito da EBA Clearing. STEP2 offre il trattamento di diverse tipologie di pagamento al dettaglio, sia bonifici e addebiti diretti SEPA, sia operazioni "nazionali", offerte alla sola comunità bancaria italiana e processate secondo gli standard tecnici nazionali. STEP2 offre inoltre un servizio di regolamento per le banche irlandesi. Nel 2012 sono stati apportati due importanti cambiamenti ai servizi di STEP2, oggetto di valutazione di sorveglianza da parte della BCE. In febbraio STEP2 ha introdotto tre cicli di regolamento addizionali giornalieri nel servizio SCT, utilizzato per il trattamento dei bonifici SEPA. In aprile è stata introdotta per lo stesso servizio l'opzione di trattamento multiplo, che consente alle banche di scambiare i bonifici in *batch*. Nessuno dei due cambiamenti ha avuto ripercussioni sulla piena e continua conformità di STEP2 agli standard di sorveglianza applicabili.

Per quanto riguarda gli strumenti di pagamento, nel 2012 l'attività di sorveglianza dell'Eurosistema ha continuato a concentrarsi sulle carte di pagamento. L'Eurosistema ha compiuto ulteriori progressi nella valutazione di sorveglianza degli schemi internazionali di carte di pagamento operanti nell'area dell'euro. IL 25 luglio la BCE ha inoltre pubblicato il primo rapporto dell'Eurosistema sulle frodi di carte all'interno della SEPA. Esso evidenzia che, a dispetto del calo del livello generale delle frodi, sono aumentate quelle relative ai pagamenti a distanza, specie via Internet.

37 Consultabili sul sito Internet della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (www.nbb.be).

Lo *European Forum on the Security of Retail Payments* – un’iniziativa di cooperazione volontaria istituita nel 2011 che coinvolge, in particolare, banche centrali competenti per la sorveglianza e autorità di vigilanza sui fornitori di servizi di pagamento – ha sviluppato una serie di raccomandazioni sulla sicurezza dei pagamenti via Internet effettuati utilizzando carte di pagamento, bonifici, mandati elettronici di addebitamento diretto e moneta elettronica. Le raccomandazioni (*Recommendations for the security of internet payments*) sono state pubblicate dalla BCE a fini di consultazione nell’aprile 2012 e finalizzate nel gennaio 2013. La loro applicazione da parte di tutti i fornitori di servizi di pagamento e delle autorità di *governance* dei sistemi di pagamento dovrebbe avvenire entro il 1° febbraio 2015³⁸. Infine, nel 2012 il Forum ha avviato i lavori per definire alcune raccomandazioni sulla sicurezza dell’accesso di terzi ai conti di pagamento e sui pagamenti tramite telefonia mobile.

5.3 LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI E DERIVATI

L’Eurosistema ha un forte interesse al regolare funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli poiché eventuali disfunzioni nei servizi di compensazione, regolamento e custodia dei titoli potrebbero pregiudicare l’attuazione della politica monetaria, il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e il mantenimento della stabilità finanziaria.

INFRASTRUTTURE DI MERCATO PER I DERIVATI *OVER-THE-COUNTER*

Il 4 luglio 2012 il Parlamento europeo e il Consiglio europeo hanno adottato il regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i *trade repositories*, altresì noto come *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR). Quest’ultimo è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell’Unione europea il 27 luglio 2012 ed è entrato in vigore nell’agosto dello stesso anno. Essa introduce uno schema comune europeo per l’autorizzazione e la vigilanza sulle CCP e sui *trade repositories*, nonché per l’obbligo di compensazione centralizzata e di segnalazione delle operazioni su contratti derivati *over-the-counter* (OTC), in linea con l’impegno preso dal G20³⁹.

I requisiti regolamentari e quelli tecnici di attuazione conformi al regolamento EMIR sono stati approvati dalla Commissione europea il 19 dicembre 2012: i primi sono stati sottoposti all’esame del Parlamento e del Consiglio europeo. Un requisito tecnico relativo ai collegi di CCP non è stato approvato, e verrà adottato in una seconda fase.

La BCE ritiene che l’adozione del regolamento EMIR e i lavori svolti dalla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) sugli standard tecnici rappresentino un importante traguardo per assicurare l’efficace attuazione dell’impegno internazionale per la riforma del mercato dei derivati OTC, e si compiace degli sforzi significativi che sono stati effettuati per allineare con i PFMI i requisiti per le CCP e per i *trade repositories* al fine di garantirne la coerenza e prevenire la possibilità di arbitraggio regolamentare. La BCE apprezza inoltre il fatto che verrà significativamente rafforzata la cooperazione fra autorità in materia di CCP, in particolare mediante la partecipazione ai collegi delle CCP sia delle banche centrali di emissione delle principali valute in termini di strumenti finanziari trattati da una data CCP, sia delle banche centrali competenti per

³⁸ Le autorità nazionali possono fissare all’occorrenza periodi di transizione più brevi.

³⁹ In occasione del vertice di Pittsburgh del 2009 il G20 aveva stabilito che entro al più tardi la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC avrebbero dovuto essere negoziati su mercati organizzati o piattaforme di contrattazione elettronica, ove opportuno, e compensati mediante controparti centrali. Tali contratti avrebbero inoltre dovuto essere segnalati a *trade repositories*. Ai contratti non compensati centralmente si sarebbero dovuti applicare requisiti patrimoniali più elevati.

la sorveglianza. Infine, la BCE è fiduciosa che verrà stabilita un'adeguata cooperazione fra autorità di sorveglianza e banche centrali anche per quanto riguarda i *trade repositories* e che gli accordi esistenti di cooperazione in materia di sorveglianza, come quelli previsti per la DTCC Derivatives Repository Limited nel Regno Unito, continueranno a esistere anche dopo che l'ESMA assumerà le competenze per la sorveglianza.

DEPOSITARI CENTRALI DI TITOLI

Il 7 marzo 2012 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli (*Central Securities Depositories*, CSD). Tale regolamento istituirà un quadro di riferimento comune europeo per l'autorizzazione e la vigilanza dei CSD.

La BCE sostiene fermamente la proposta della Commissione volta a rafforzare l'assetto giuridico applicabile ai CSD, anche nel contesto del futuro sistema *Target2-Securities*. Nel parere emanato il 1° agosto 2012 la BCE ha espresso il timore che la proposta di regolamento non rifletta in maniera adeguata le responsabilità statutarie dei membri del SEBC nella veste di autorità di sorveglianza e banche centrali di emissione. La proposta riconosce la necessità di cooperare con il SEBC per la definizione delle norme tecniche per i CSD in linea con i principi internazionali, ma dovrebbe esservi altresì una cooperazione esauriente per le decisioni sulla concessione o revoca dell'autorizzazione ai CSD, nonché per la valutazione continua dei rischi dei CSD. Occorre inoltre assicurare una stretta corrispondenza con i requisiti già elaborati dal CSPP e dal IOSCO, in particolare i PFMI, al fine di garantire la coerenza a livello internazionale ed evitare di mettere i CSD dell'UE in posizione di svantaggio competitivo.

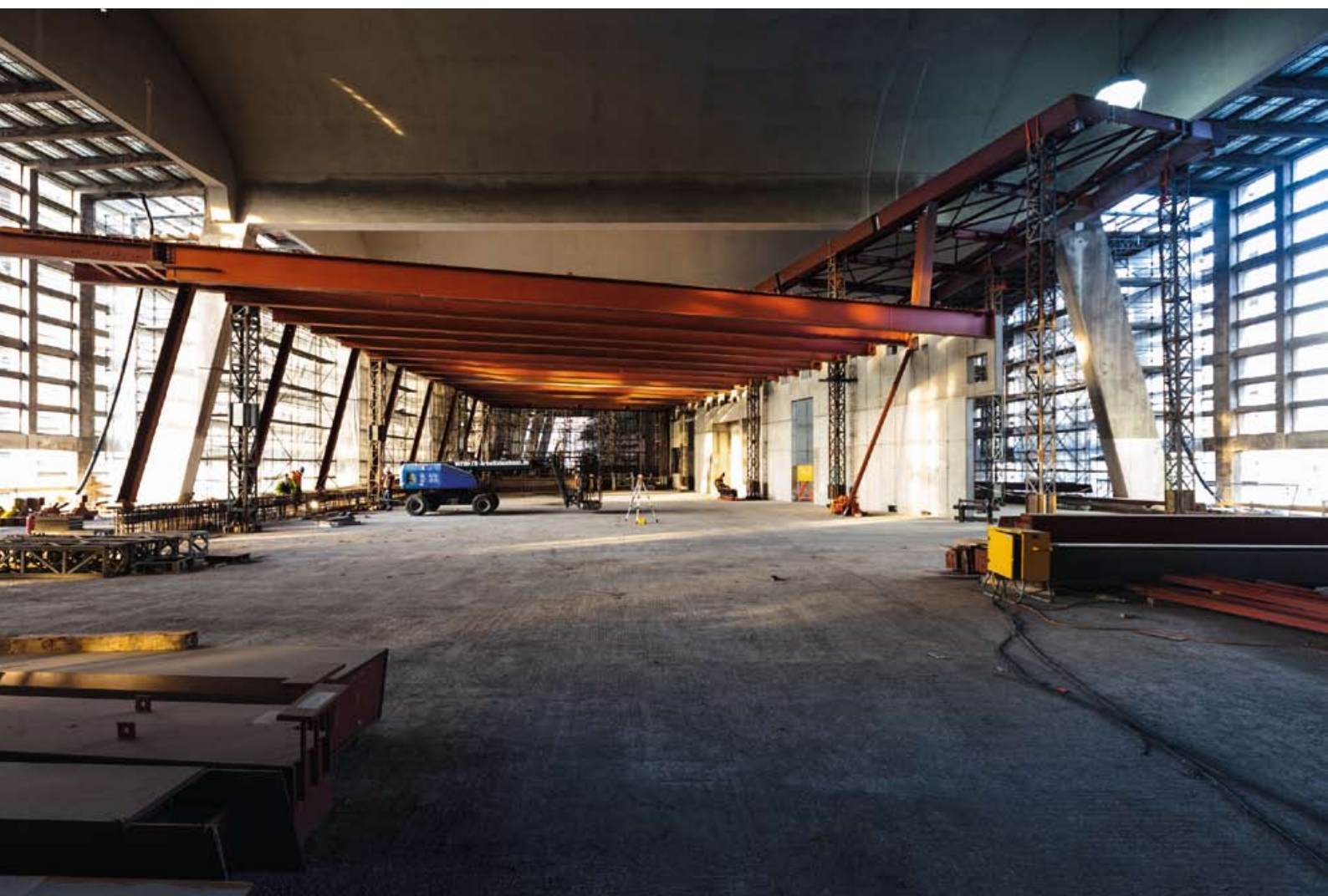
TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) è un progetto di infrastruttura inteso a fornire ai CSD europei una piattaforma unica paneuropea per il regolamento delle operazioni in titoli in moneta della banca centrale.

Come confermato dallo *Eurosystem Oversight Policy Framework* pubblicato nel luglio 2011, l'Eurosistema eserciterà la sorveglianza sui servizi T2S e coopererà con le autorità competenti per la vigilanza e la sorveglianza sui CSD partecipanti, nonché con le banche centrali di emissione delle monete diverse dall'euro, al fine di condividere informazioni esaurienti su T2S e consentire loro di adempiere i propri obblighi statutari nell'ambito dei rispettivi assetti giuridici.

Lo schema di sorveglianza dell'Eurosistema su T2S, nonché gli accordi di cooperazione con le altre autorità, sono in fase di preparazione e dovrebbero essere completati nel corso del 2013. L'elaborazione dello schema si basa sui nuovi PFMI pubblicati nell'aprile 2012. L'Eurosistema assumerà pertanto la funzione di sorveglianza e le altre autorità competenti per i CSD che utilizzano T2S parteciperanno all'accordo di cooperazione.

Prima che T2S divenga operativo, l'Eurosistema procederà altresì al monitoraggio prudenziale dello sviluppo e della sperimentazione di T2S, dando seguito alla valutazione preliminare condotta sull'architettura di T2S nel 2011.



Durante l'estate del 2012 nel corpo centrale della Grossmarkthalle è iniziata la costruzione della struttura in acciaio per le sale conferenze; questo spazio sarà integrato nell'ampia *hall* come unità indipendente, con una soluzione di "casa nella casa". La facciata interna conta già i primi pannelli. Sono stati compiuti progressi anche nell'edificazione della struttura in acciaio per l'edificio di accesso, che collegherà la Grossmarkthalle al corpo verticale e ospiterà il centro stampa.

CAPITOLO 4

LE TEMATICHE EUROPEE

I LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE E LE QUESTIONI ISTITUZIONALI

Come conseguenza della necessità di rafforzare la risposta dell'Europa alla crisi economica e finanziaria in atto, il 2012 è stato un altro anno di intensa cooperazione tra le istituzioni e gli organi dell'UE, in particolare il Consiglio europeo, il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo, la Commissione europea, il Parlamento europeo e la BCE.

Il Presidente della BCE ha partecipato regolarmente sia alle riunioni dell'Eurogruppo sia a quelle del Consiglio Ecofin ogniquale volta venivano discusse tematiche inerenti agli obiettivi e ai compiti del SEBC. È stato inoltre invitato a presenziare alle riunioni del Consiglio europeo, quando venivano affrontate questioni connesse alla risposta di *policy* dell'UE alla crisi economica e finanziaria, nonché agli incontri del Vertice euro. Il Presidente dell'Eurogruppo e il Commissario per gli affari economici e monetari hanno preso parte alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE nei casi in cui lo hanno ritenuto opportuno.

VERSO UN'AUTENTICA UNIONE ECONOMICA E MONETARIA

I capi di Stato o di governo dell'UE hanno invitato il presidente del Consiglio europeo a mettere a punto – di stretto concerto con i presidenti della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE – una previsione per il completamento dell'UEM. Relazioni al riguardo sono state trasmesse al Consiglio europeo a giugno, ottobre e dicembre 2012. Inoltre, a novembre 2012 la Commissione europea ha presentato il suo *Piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita*.

Le relazioni hanno formulato proposte per un'UEM autentica fondate su quattro elementi costitutivi: 1) un quadro finanziario integrato, 2) un quadro di bilancio integrato, 3) un quadro integrato di politica economica, 4) legittimità e responsabilità democratica.

1) Quadro finanziario integrato

La crisi ha provocato una crescente frammentazione dei mercati finanziari su base nazionale, con le relative implicazioni per le condizioni del credito. Si rende necessaria un'unione dei mercati finanziari per superare questa frammentazione e recidere il legame di interdipendenza fra enti creditizi e rispettivi Stati, che può innescare deleterie spirali al ribasso.

A giugno 2012 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno assunto l'impegno politico di istituire un meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*, SSM) per l'area dell'euro coinvolgendo la BCE. A settembre 2012 la Commissione ha pubblicato un progetto di regolamento del Consiglio relativo all'SSM, nel quale ha proposto di assegnare alla BCE la responsabilità ultima per determinati compiti di vigilanza ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, del Trattato. Il 12 dicembre 2012 il Consiglio Ecofin ha adottato una posizione concernente diverse caratteristiche fondamentali connesse all'istituzione e al funzionamento dell'SSM¹.

2) Quadro di bilancio integrato

La crisi ha messo in luce gli stretti legami esistenti tra i paesi dell'area dell'euro e l'importanza di una più rigorosa azione di coordinamento e di vigilanza delle politiche fiscali degli Stati membri. Un quadro di bilancio integrato può contribuire in misura fondamentale ad assicurare che le politiche economiche e fiscali seguano obiettivi di stabilità.

¹ Cfr. anche il capitolo 3.

3) Quadro integrato di politica economica

La crisi ha anche evidenziato l'importanza della competitività all'interno di un'unione monetaria. L'impegno dei singoli Stati membri verso l'attuazione delle riforme strutturali (ad esempio in termini di liberalizzazione del mercato dei beni e servizi e di quello del lavoro) dovrebbe essere reso più vincolante, pur nel rispetto delle preferenze nazionali in materia di politica economica.

4) Legittimità e responsabilità democratica

Il rafforzamento del ruolo dell'UE nelle politiche finanziarie, di bilancio ed economiche deve essere accompagnato da un aumento della responsabilità democratica. La relazione intermedia sottolinea come il perseguimento di quest'ultimo obiettivo debba essere affidato *in primis* al Parlamento europeo, in quanto composto da membri eletti direttamente dai cittadini. Viene inoltre segnalata la possibilità di intensificare la cooperazione fra il Parlamento europeo e i parlamenti nazionali, come già previsto dal patto di bilancio.

La relazione finale dei quattro presidenti propone un approccio verso un'autentica unione economica e monetaria articolato in tre fasi: la prima (fine 2012-2013) include misure intese ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche e a spezzare il nesso tra banche e Stati, la seconda (2013-2014) si concentra sul completamento del quadro finanziario integrato e sulla promozione di solide politiche strutturali, mentre la terza (dopo il 2014) è volta a migliorare la resistenza dell'UEM attraverso la creazione di una funzione di assorbimento degli shock a livello centrale.

Nella riunione del 14 dicembre 2012, il Consiglio europeo ha convenuto che è fondamentale spezzare il circolo vizioso tra banche e Stati e che il passaggio all'SSM richiede altresì un meccanismo di risoluzione unico. I capi di Stato o di governo hanno chiesto al presidente del Consiglio europeo, operando in stretta cooperazione con il presidente della Commissione europea e al termine di un processo di consultazione con gli Stati membri, di presentare al Consiglio europeo di giugno 2013 possibili misure e una tabella di marcia circoscritta nel tempo sui seguenti aspetti: coordinamento delle riforme nazionali; dimensione sociale dell'UEM; fattibilità e modalità di contratti reciprocamente concordati per la competitività e la crescita; meccanismi di solidarietà in grado di sostenere gli sforzi compiuti dagli Stati membri che concludono tali intese contrattuali per la competitività e la crescita. Inoltre, qualsiasi nuova misura verso il rafforzamento della *governance* economica dovrà essere accompagnata da ulteriori misure verso un livello più elevato di legittimità e responsabilità.

L'Eurosistema accoglie con favore i progressi compiuti negli ultimi mesi verso la realizzazione di un'unione dei mercati finanziari². Al tempo stesso, date le interdipendenze all'interno dell'UEM, è importante lavorare in parallelo su tutti e quattro gli elementi costitutivi.

L'ISTITUZIONE DI UN MECCANISMO PERMANENTE A SALVAGUARDIA DELLA STABILITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Facendo seguito alla decisione del Consiglio europeo di marzo 2011 di istituire un meccanismo permanente di gestione delle crisi nell'area dell'euro, il 27 settembre 2012 è entrato in vigore il Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità (MES). Il MES è stato inaugurato l'8 ottobre 2012, dopo la ratifica del Trattato da parte di tutti i 17 paesi dell'area dell'euro. Il 25 marzo 2011 il Consiglio europeo ha altresì approvato una modifica al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea consistente nell'aggiunta di un terzo paragrafo all'articolo 136, che dovrebbe entrare in vigore nel 2013. Come riflesso nel preambolo del Trattato MES, a decorrere dal 1° marzo 2013 la

2 Cfr. anche il capitolo 3.

concessione dell'assistenza finanziaria nell'ambito del MES sarà subordinata alla ratifica del patto di bilancio da parte dello Stato membro interessato (si veda oltre).

Il 30 marzo 2012 l'Eurogruppo ha approvato tre misure intese a rafforzare la capacità finanziaria del MES: 1) una riduzione da cinque a tre anni del termine per completare il versamento di capitale al MES, con una suddivisione dei pagamenti in più *tranche* (due da 16 miliardi di euro nel 2012, due nel 2013 e l'ultima nel 2014); 2) l'aumento da 500 a 700 miliardi di euro del massimale complessivo per i prestiti a titolo del MES e della European Financial Stability Facility (EFSF); 3) l'utilizzo del MES come strumento principale per il finanziamento dei programmi dopo la sua entrata in vigore, mentre la capacità inutilizzata dell'EFSF resterà disponibile fino a luglio 2013 per garantire la robustezza delle barriere (*firewall*) introdotte a protezione dell'area dell'euro.

Il 29 giugno 2012 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno adottato due ulteriori decisioni relative al MES. In primo luogo hanno stabilito che l'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione del settore bancario fornita dall'EFSF alla Spagna sarebbe stata trasferita al MES alla sua entrata in vigore, senza con ciò conferire a quest'ultimo lo *status* di creditore privilegiato. In secondo luogo hanno deliberato che il MES potrà, sulla scorta di una decisione ordinaria, ricapitalizzare direttamente gli istituti bancari una volta istituito un efficace meccanismo di vigilanza unico, che coinvolga la BCE, per le banche dell'area dell'euro.

UNA GOVERNANCE ECONOMICA RAFFORZATA NELL'UE

Nel quadro del costante impegno sul fronte della risposta alla crisi economica e finanziaria, nel 2012 sono state approvate ulteriori riforme intese a rafforzare la *governance* economica dell'UE.

Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG) è stato firmato da 25 dei 27 Stati membri dell'UE a marzo 2012 ed è entrato in vigore il 1° gennaio 2013. Esso include un patto di bilancio che impone alle parti contraenti di introdurre, nella propria legislazione, sia una regola sul pareggio di bilancio sia un meccanismo automatico di correzione delle deviazioni dalla stessa. Inoltre, il patto di bilancio rafforza l'automaticità della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal Patto di stabilità e crescita in caso di mancato soddisfacimento del criterio relativo al disavanzo da parte di un paese appartenente all'area dell'euro. Il TSCG comprende altresì disposizioni intese ad accrescere il coordinamento delle politiche economiche e la *governance* dell'area dell'euro, oltre a prevedere una maggiore cooperazione tra il Parlamento europeo e i parlamenti nazionali dei paesi firmatari su questioni connesse alle rispettive politiche di bilancio e altri aspetti contemplati nel Trattato. L'accordo sul TSCG, e in particolare il patto di bilancio, costituiscono un passo in avanti verso un quadro di riferimento per la *governance* dei conti pubblici più solido e basato sulle regole. Il rigore nell'attuazione e nell'applicazione delle nuove norme dovrebbe favorire l'efficace prevenzione di politiche di bilancio insostenibili a livello nazionale.

Per rafforzare ulteriormente la sorveglianza economica e di bilancio nell'area dell'euro, a novembre 2011 la Commissione europea ha proposto due nuovi regolamenti (noti come “*two-pack*”) che si trovano nella fase finale del processo legislativo³. Uno contiene disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per l'intensificazione del monitoraggio degli Stati membri dell'area dell'euro sottoposti a una procedura

³ La BCE ha fornito una valutazione delle proposte formulate dalla Commissione europea nel suo parere in merito al rafforzamento della *governance* economica dell'area dell'euro (CON/2012/18) del 7 marzo 2012 (cfr. la sezione 6.2 del capitolo 2 per un approfondimento).

per i disavanzi eccessivi, mentre l'altro è volto a rafforzare la sorveglianza economica e di bilancio dei paesi vulnerabili dell'area dell'euro, che sono alle prese con tensioni finanziarie o che ricevono assistenza finanziaria.

Nell'insieme, i due regolamenti costituiscono un'iniziativa positiva a favore di un ulteriore rafforzamento del quadro per la *governance* economica nell'area dell'euro. Ciò nonostante, la BCE ha auspicato maggiore ambizione per una serie di norme (cfr. la sezione 6.2 del capitolo 2).

IL SEMESTRE EUROPEO E LA STRATEGIA EUROPA 2020

A novembre 2011 la Commissione europea ha presentato la sua *Analisi annuale della crescita per il 2012*, che valuta i progressi verso il raggiungimento degli obiettivi contenuti nella strategia Europa 2020 e definisce le misure fondamentali per la ripresa e la crescita nell'insieme dell'UE. L'analisi ha sottolineato la necessità per gli Stati membri di: 1) portare avanti un risanamento di bilancio differenziato e favorevole alla crescita, 2) ripristinare la normale erogazione di prestiti all'economia, 3) promuovere la crescita e la competitività, 4) lottare contro la disoccupazione e le conseguenze sociali della crisi, 5) modernizzare la pubblica amministrazione. Il 28 novembre 2012 la Commissione ha presentato l'*Analisi annuale della crescita per il 2013*, in cui ha ribadito tali priorità.

Nella riunione di marzo 2012 il Consiglio europeo ha approvato le suddette cinque priorità per il 2012, che gli Stati membri hanno incorporato nei rispettivi programmi di stabilità o convergenza e nei programmi nazionali di riforma. Dopo un riesame di questi programmi, compresa l'attuazione degli impegni volontari ai sensi del Patto euro plus, a luglio 2012 il Consiglio Ecofin ha formulato delle raccomandazioni sul piano delle politiche all'indirizzo di ciascuno Stato membro in vista dell'adozione dei bilanci nazionali e delle altre riforme economiche prevista per la seconda metà dell'anno.

Nel 2012 il Semestre europeo ha visto la prima attuazione del cosiddetto "*six-pack*", un pacchetto di sei proposte legislative applicabile a tutti gli Stati membri dell'UE ma contenente norme specifiche per i paesi dell'area dell'euro (soprattutto in materia di sanzioni finanziarie), entrato in vigore a dicembre 2011. Il *six-pack* rafforza il meccanismo sia preventivo sia correttivo del Patto di stabilità e crescita (PSC). Esso introduce nuovi requisiti minimi per i quadri di bilancio nazionali, una nuova procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) e un meccanismo esecutivo rafforzato grazie a nuove sanzioni finanziarie nell'ambito sia del PSC sia della PSM.

A febbraio 2012 la Commissione europea ha pubblicato la prima relazione sul meccanismo di allerta nel contesto della PSM, il cui scopo è prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici. Basandosi su dieci indicatori macroeconomici e su un'analisi economica, la relazione ha individuato 12 Stati membri la cui situazione macroeconomica è stata oggetto di un esame più approfondito. A maggio 2012 la Commissione ha presentato 12 analisi approfondite che hanno esaminato l'origine, la natura e l'entità dei possibili squilibri macroeconomici nei paesi interessati.

A giudizio della BCE, il Semestre europeo del 2012 ha raggiunto risultati contrastanti. Le nuove disposizioni introdotte dal *six-pack* hanno evitato una diluizione delle raccomandazioni specifiche per paese indirizzate agli Stati membri. Al tempo stesso, l'efficacia e la credibilità continuano a dipendere da una rigorosa attuazione della sorveglianza. Permane inoltre la necessità di calibrare più finemente la sorveglianza in base alla gravità delle sfide. Occorre rafforzare il controllo da parte degli altri Stati membri (*peer pressure*), soprattutto per quei paesi dell'area dell'euro che potrebbero destabilizzare l'UEM nel suo insieme attraverso l'accumulo di ampi squilibri. È importante che la procedura per gli squilibri macroeconomici sia applicata con decisione, di preferenza accrescendone ulteriormente l'automaticità, in modo da migliorare l'efficacia e la credibilità del nuovo quadro.

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nel 2012 la maggior parte degli Stati membri – con la rilevante eccezione di Bulgaria, Germania, Estonia, Lussemburgo, Finlandia e Svezia – è stata sottoposta a una procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). La PDE avviata nei confronti della Germania è stata revocata con decisione del Consiglio Ecofin del 5 giugno 2012 (in consistente anticipo rispetto al termine del 2013) una volta dimostrato, in base alle statistiche Eurostat, che nel 2011 il disavanzo del paese era sceso al di sotto del 3 per cento del PIL. La procedura riguardante la Bulgaria è stata chiusa con decisione del Consiglio Ecofin del 22 giugno 2012. Quella concernente Malta, per la quale era stata prevista una scadenza nel 2011, è stata abrogata il 4 dicembre 2012 sulla base delle statistiche notificate e delle previsioni economiche elaborate dalla Commissione nell'autunno 2012, che segnalavano per il paese un disavanzo di bilancio pari al 2,6 per cento del PIL nel 2012.

Nel caso dell'Ungheria, gli sforzi di risanamento sono stati ritenuti insufficienti a mantenere il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL in modo sostenibile. In linea con le procedure previste dal PSC rafforzato, il 13 marzo 2012 il Consiglio Ecofin ha deciso di sospendere l'erogazione di una parte degli stanziamenti in favore del paese a titolo del Fondo di coesione per il 2013 in assenza di misure correttive da parte delle autorità nazionali. Esso ha tuttavia revocato tale sospensione il 22 giugno 2012, dopo aver deciso che l'Ungheria aveva nel frattempo adottato provvedimenti efficaci per correggere il disavanzo pubblico eccessivo in maniera durevole entro il termine prorogato del 2012 previsto dalla PDE. Per quanto concerne la Spagna, che è tornata in recessione, il Consiglio Ecofin ha prorogato al 2014 la scadenza prevista nell'ambito della PDE dopo aver ritenuto il 10 luglio 2012 che il paese avesse adottato misure efficaci in linea con la sua raccomandazione iniziale. Con riferimento al Portogallo, il 9 ottobre 2012 il Consiglio Ecofin ha esteso il termine al 2014 sullo sfondo del considerevole peggioramento del quadro macroeconomico. A Belgio, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Romania e Polonia è stato chiesto di portare il disavanzo delle amministrazioni pubbliche al di sotto della soglia del 3 per cento entro il 2012, mentre per gli altri paesi sottoposti a PDE – compresi quelli oggetto di un programma UE/FMI – la scadenza è stata fissata al 2013 o in anni successivi.

La BCE apprezza gli sforzi di risanamento degli Stati membri appartenenti all'area dell'euro, essenziali per tornare a posizioni di bilancio sane. Tuttavia, malgrado la costante azione di aggiustamento dei conti pubblici, diversi Stati membri hanno incontrato difficoltà nel rispettare i termini fissati nell'ambito delle PDE. Inoltre, per alcuni paesi dell'area sottoposti a PDE, l'aggiustamento strutturale nel 2012 è stato inferiore a quello richiesto. In vista dei rischi per una correzione tempestiva e sostenibile dei disavanzi eccessivi, la BCE invita a una rigorosa attuazione delle procedure previste dal PSC rafforzato.

I RAPPORTI SULLA CONVERGENZA

Ai sensi dell'articolo 140 del Trattato, la BCE e la Commissione europea hanno predisposto i rispettivi rapporti sulla convergenza concernenti i progressi compiuti da Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania, Svezia e Ungheria verso il soddisfacimento delle condizioni necessarie per l'ingresso nell'area dell'euro. Tali rapporti, pubblicati il 30 maggio 2012, hanno appurato se ciascun paese ha raggiunto un elevato grado di convergenza sostenibile (convergenza economica) e hanno misurato il grado di conformità con i requisiti previsti per lo statuto delle rispettive BCN (convergenza giuridica). Nel valutare la sostenibilità della convergenza, i rapporti hanno tenuto debito conto sia del nuovo quadro rafforzato della *governance* economica dell'UE sia della solidità del contesto istituzionale nazionale in vari ambiti, compreso quello delle statistiche.

2 GLI ANDAMENTI NEI PAESI IN FASE DI ADESIONE E CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E LE RELAZIONI CON GLI STESSI

Il programma di allargamento dell'Unione europea ha registrato ulteriori progressi nel 2012. Dopo la chiusura dei negoziati di adesione con la Croazia nel 2011, il Trattato di adesione è ora sottoposto alla ratifica di tutti gli Stati membri dell'UE e l'ingresso del paese nell'Unione è previsto per il 1° luglio 2013. I negoziati per l'adesione della Turchia sono aperti da ottobre 2005 e quelli relativi all'Islanda (avviati a luglio 2010) sono proseguiti. Inoltre, il 29 giugno 2012 il Consiglio europeo ha approvato la decisione del Consiglio Affari generali (adottata il 26 dello stesso mese) di aprire i negoziati di adesione con il Montenegro in quanto – a giudizio della Commissione europea – il paese soddisfaceva in misura sufficiente i criteri politici di appartenenza all'UE e aveva compiuto ulteriori progressi verso un'economia di mercato funzionante. A marzo 2012 è stato accordato alla Serbia lo *status* di paese candidato, ma la Commissione non ha ancora proposto l'avvio dei negoziati. Con riferimento agli altri paesi candidati, la Commissione europea ha ribadito la sua raccomandazione di aprire i negoziati per l'adesione dell'ex Repubblica Iugoslava di Macedonia, paese candidato dal 2005, ma non è stata ancora stabilita alcuna data.

Per quanto concerne le relazioni della BCE con i paesi in fase di adesione e candidati all'adesione all'UE, alcuni membri della Hrvatska narodna banka (la banca centrale croata) sono stati invitati a partecipare come osservatori alle riunioni del Consiglio generale della BCE e dei comitati del SEBC in preparazione per l'ingresso del paese nell'Unione. Nel 2012 la BCE ha continuato il dialogo di politica economica con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione all'UE in incontri bilaterali e nel quadro istituzionale complessivo del processo di allargamento definito dall'Unione. La BCE ha organizzato un incontro nell'ambito del dialogo annuale ad alto livello sulle politiche economiche con la banca centrale della Repubblica di Turchia a luglio 2012 a Francoforte e ha inoltre tenuto incontri ad alto livello con la banca centrale islandese ad agosto 2012 a Reykjavik. Sono stati altresì mantenuti stretti rapporti con le banche centrali dei paesi candidati e di altri paesi attraverso i programmi di cooperazione tecnica (cfr. la sezione 2 del capitolo 5).



La doppia torre di uffici ha raggiunto l'altezza di 175 m. nel luglio 2012. Sul lato orientale è in fase di montaggio il telaio per le vetrate dell'atrio.

CAPITOLO 5

LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

I I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Considerato l'alto grado di integrazione economica e finanziaria mondiale, una buona comprensione del contesto internazionale attraverso il monitoraggio e l'analisi dei suoi andamenti è di cruciale importanza per la conduzione della politica economica nell'area dell'euro. La BCE svolge altresì un ruolo importante nel processo di sorveglianza multilaterale internazionale delle politiche macroeconomiche e della stabilità finanziaria, che a livello di banche centrali è coordinato principalmente dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI). La BCE prende anche parte ai gruppi di lavoro e alle riunioni di organizzazioni internazionali, quali il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), come pure a consessi quali gli incontri dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G20 e del G7.

Nel 2012 il contesto economico internazionale è stato caratterizzato da una debole crescita, che secondo l'FMI è scesa all'1,3 per cento nelle economie avanzate e al 5,3 per cento in quelle emergenti e in via di sviluppo (rispettivamente dall'1,6 e 6,2 del 2011). Il rallentamento dell'attività economica e dell'interscambio su scala mondiale ha continuato ad essere accompagnato da una riduzione degli squilibri globali, che rispecchia soprattutto l'indebolimento della domanda interna nei paesi con disavanzi esterni e – in misura molto minore – il processo di riequilibrio interno in quelli con avanzi esterni, dove l'aggiustamento attraverso movimenti dei prezzi relativi è stato modesto. Il livello elevato dei corsi petroliferi ha altresì concorso a rafforzare gli avanzi esterni dei paesi esportatori di petrolio. Al pari degli anni recenti, il conto corrente dell'area dell'euro è stato pressoché in equilibrio nel 2012. La BCE ha continuato a porre l'accento sui rischi e le distorsioni connessi al possibile mantenimento degli squilibri internazionali su livelli insostenibili e a esprimersi a favore di un riequilibrio degli schemi di domanda mondiale. Quanto ai fattori strutturali che contribuirebbero a ridurre considerevolmente i suddetti squilibri, i paesi con disavanzi esterni dovrebbero ridurre i disavanzi di bilancio, completare il programma di riforme strutturali e accrescere il risparmio interno. Anche le economie con avanzi esterni potrebbero offrire un notevole contributo aumentando i consumi interni, sviluppando sistemi di sicurezza sociale più ampi, introducendo riforme nei mercati finanziari e accrescendo la flessibilità dei tassi di cambio.

La BCE ha continuato a svolgere un ruolo attivo nel G20 e nelle diverse aree di attività di quest'ultimo, che durante la presidenza messicana hanno riguardato: 1) il miglioramento delle condizioni per una crescita robusta, sostenibile ed equilibrata; 2) l'avanzamento del programma di regolamentazione finanziaria su scala mondiale e il conseguimento di progressi verso l'inclusione finanziaria; 3) il rafforzamento dell'architettura finanziaria internazionale, con particolare riferimento alla riforma delle quote e della *governance* dell'FMI; 4) la stabilizzazione dei mercati dell'energia e delle materie prime, la cui volatilità è stata individuata come fonte potenzialmente significativa di instabilità economica. A giugno 2012 i leader del G20 riunitisi a Los Cabos hanno adottato un piano d'azione per la crescita e l'occupazione (*Los Cabos Growth and Jobs Action Plan*) riguardante le misure da intraprendere per ridurre i rischi a breve termine e migliorare le condizioni a medio termine per la crescita mondiale. Inoltre, hanno preso atto dei precedenti impegni assunti sul piano delle politiche e hanno adottato un quadro per la valutazione delle responsabilità per il

proprio operato (*Accountability Assessment Framework*) inteso a garantire un monitoraggio più efficace del seguito dato agli stessi.

Infine, anche l'area dell'euro è oggetto degli esercizi di sorveglianza internazionale sulle politiche economiche condotti dall'FMI e dall'OCSE. Nel 2012 l'FMI ha effettuato la sua analisi periodica delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dell'area a complemento delle valutazioni sui singoli paesi partecipanti. Per la prima volta l'FMI ha dedicato all'UE un programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*) volto a valutare la solidità e la stabilità di tale comparto in tutta l'Unione. L'indagine economica dell'OCSE relativa all'area dell'euro nel 2012 (*OECD Economic Surveys: Euro Area 2012*) ha preso in esame le politiche, le prospettive e gli andamenti economici recenti, oltre a dedicare capitoli specifici agli squilibri e alla *governance* dell'area.

LE RIFORME DEI PROCESSI E DELLE PRASSI ISTITUZIONALI INTERNAZIONALI

Seguendo una prassi consolidata, la BCE ha tenuto sotto osservazione e ha contribuito a determinare l'andamento del sistema monetario internazionale. L'FMI nel 2012 si è assicurato un aumento sostanziale delle proprie risorse, ha sviluppato ulteriormente i meccanismi di sorveglianza dotandoli di una base giuridica più ampia e ha continuato a migliorare la propria *governance*.

È stato deciso che il modo ottimale per aumentare le risorse dell'FMI nel breve periodo fosse costituito dal ricorso a prestiti bilaterali temporanei e all'acquisto da parte di paesi membri di titoli di credito emessi dal Fondo. A dicembre 2011 i paesi dell'area dell'euro si erano già impegnati a sottoscrivere prestiti bilaterali per 150 miliardi di euro, da versare nel conto generale delle risorse dell'FMI (*General Resources Account*), che fornisce prestiti a tutti i membri del Fondo; altri paesi dell'UE avevano inoltre indicato la loro volontà di partecipare al processo di rafforzamento delle risorse dell'FMI. Un fondamentale passo avanti è stato compiuto nel 2012 negli incontri di primavera dell'FMI e della Banca mondiale, in occasione dei quali alcuni paesi membri del Fondo (compresi 18 Stati membri dell'UE) si sono formalmente impegnati a fornire risorse per un totale di 430 miliardi di dollari statunitensi¹. In ottobre, quando si sono tenute le riunioni annuali delle due organizzazioni, 39 membri avevano assunto impegni per 461 miliardi di dollari e la prima serie di prestiti era stata sottoscritta. Per assicurare l'adequatezza nel tempo delle risorse dell'FMI disponibili per concedere prestiti, i *New Arrangements to Borrow* (NAB) riformati e ampliati sono stati attivati ad aprile e ottobre sia del 2011 sia del 2012, ogni volta per sei mesi.

Il 2012 è stato un anno importante per il rafforzamento della sorveglianza dell'FMI. A luglio il Consiglio di amministrazione del Fondo ha adottato una decisione storica in materia di sorveglianza integrata (*Integrated Surveillance Decision*), fissandone l'entrata in vigore al 18 gennaio 2013. La decisione², che fornisce il primo quadro di riferimento articolato per la sorveglianza non solo bilaterale ma anche multilaterale, incoraggia i membri a evitare politiche economiche e finanziarie potenzialmente in grado di generare instabilità sul piano interno e a privilegiare politiche tali da favorire l'efficace funzionamento del sistema monetario internazionale.

A settembre 2012 il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha altresì adottato una nuova strategia per la sorveglianza del settore finanziario, ai sensi della quale gli esperti del Fondo svilupperanno un

1 L'impegno complessivo dei 18 Stati membri dell'UE può essere disaggregato come segue: 13 paesi appartenenti all'area dell'euro hanno impegnato 150 miliardi di euro, il Regno Unito 15 miliardi di dollari statunitensi, la Svezia almeno 10 miliardi di dollari statunitensi, la Danimarca 5,3 miliardi di euro, la Polonia 6,27 miliardi di euro e la Repubblica Ceca 1,5 miliardi di euro.

2 Tale decisione sostituisce la precedente decisione del 2007 concernente la sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri (*Decision on Bilateral Surveillance over Members' Policies*).

quadro di riferimento macrofinanziario unificato per studiare le interdipendenze tra l'economia reale e il settore finanziario e tra le politiche macroeconomiche e quelle macroprudenziali. In questo modo, la sorveglianza finanziaria diventerà una componente standard delle consultazioni ex articolo IV.

Dal punto di vista operativo, è stato elaborato un rapporto pilota sul settore esterno (*Pilot External Sector Report*) che ha fornito un'analisi coerente su scala multilaterale della posizione verso l'estero di 28 paesi avanzati ed emergenti di importanza sistemica. Tale iniziativa è stata intesa a migliorare la metodologia e la trasparenza della sorveglianza dell'FMI sul settore esterno. Inoltre, nel 2012 è proseguito per il secondo anno consecutivo il lavoro pilota volto a valutare le implicazioni internazionali dei provvedimenti di politica economica in cinque aree economiche di rilievo sistemico (Cina, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti) e a luglio è stato pubblicato un unico rapporto esaustivo sulla materia.

L'efficacia della sorveglianza e delle attività dell'FMI dipende più in generale dalla credibilità della *governance* del Fondo. Nel 2012 è stato condotto un intenso dibattito in merito all'attuazione della riforma del 2010 sulle quote e la *governance*, i cui elementi sono: 1) il Consiglio di amministrazione sarebbe costituito esclusivamente da membri eletti, dopo la modifica dello Statuto dell'FMI; 2) le quote totali dei membri verrebbero raddoppiate, subordinatamente alla riforma del Consiglio; 3) i paesi europei avanzati vedrebbero nell'insieme ridursi di due seggi la loro presenza nel Consiglio; 4) la formula per l'assegnazione delle quote dovrebbe essere riesaminata entro gennaio 2013; 5) la successiva (15ª) revisione generale delle quote sarebbe anticipata a gennaio 2014. Il previsto completamento delle prime tre riforme entro le riunioni annuali del 2012 non è stato possibile per il mancato raggiungimento della maggioranza necessaria a modificare lo Statuto. Gli europei hanno adottato provvedimenti che ridurranno di 1,64 seggi la rappresentanza dei paesi europei avanzati nel Consiglio di amministrazione del Fondo³.

A settembre 2012 l'FMI ha completato la *2011 Review of Conditionality* avente lo scopo di analizzare la condizionalità, la struttura e gli effetti dei suoi programmi di sostegno tra il 2002 e settembre 2011. Il Fondo ha infine adottato una posizione istituzionale sulla liberalizzazione e la gestione dei flussi di capitale nella quale ha riconosciuto che la liberalizzazione può produrre benefici sostanziali ma che occorre seguire un'attenta pianificazione, tempistica e progressione per garantire che i benefici superino i costi.

2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI ESTERNI ALL'UE

Come negli anni precedenti, l'Eurosistema ha organizzato seminari e *workshop* con le banche centrali dei paesi esterni all'Unione europea per promuovere il dialogo sulle politiche economiche. La BCE ha inoltre partecipato attivamente, al fianco della Commissione europea, al dialogo macroeconomico dell'UE con le principali economie di mercato emergenti (ad esempio Brasile, India e Russia) e i paesi confinanti con l'Unione. La cooperazione tecnica fornita dall'Eurosistema è rimasta inoltre uno strumento importante per rafforzare la capacità istituzionale delle banche centrali esterne all'UE, soprattutto nelle regioni confinanti con quest'ultima, e per migliorare il grado di conformità agli standard europei e internazionali.

³ Tale riduzione è stata resa possibile grazie alla formazione nel 2012 di due nuovi raggruppamenti di paesi (*constituencies*) – di cui uno comprendente Belgio, Lussemburgo e Paesi Bassi (con il seggio di Direttore esecutivo assegnato a rotazione al Belgio e ai Paesi Bassi) e un altro formato dai paesi dell'Europa centrale e orientale (nel quale dal 2014 il ruolo di Direttore esecutivo sarà ricoperto esclusivamente da paesi emergenti) – e all'introduzione di un diverso metodo di rotazione dei membri per la carica di Direttore esecutivo del raggruppamento nordico/baltico e di quello svizzero.

LA PROMOZIONE DEL DIALOGO SULLE POLITICHE ECONOMICHE

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con le banche centrali e le autorità monetarie di diversi paesi e ha preso parte, ad esempio, al dialogo macroeconomico dell'UE con la Russia.

L'Eurosistema ha tenuto il terzo seminario ad alto livello con le banche centrali e le agenzie monetarie degli Stati membri del Consiglio di cooperazione del Golfo⁴, organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla banca centrale degli Emirati Arabi Uniti e tenutosi il 19 gennaio 2012 ad Abu Dhabi. Oggetto del seminario sono state le attuali difficoltà economiche, finanziarie e di bilancio dell'area dell'euro, l'analisi dei rischi sistemici e la prevenzione delle crisi finanziarie, l'architettura monetaria e finanziaria internazionale.

Il 26 e 27 marzo la BCE ha organizzato e ospitato un *workshop* sugli andamenti economici e finanziari nella regione mediterranea. Esso è servito a preparare il settimo seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali dei paesi del Mediterraneo, svoltosi il 12 luglio a Casablanca e organizzato di concerto dalla BCE e dalla Bank Al-Maghrib (la Banca centrale del Marocco). Il dibattito si è incentrato sugli andamenti economici e finanziari, l'attuazione della politica economica, le politiche macroprudenziali e la stabilità finanziaria.

Inoltre, la BCE e la Banca d'Italia hanno organizzato congiuntamente il *workshop* preparatorio del sesto seminario ad alto livello dell'Eurosistema e delle banche centrali latino-americane. Il *workshop* è stato ospitato dalla Banca d'Italia il 27 e 28 giugno a Roma, mentre il seminario – organizzato dalla BCE di concerto con il Banco de España e con l'istituzione ospitante, la Banca centrale cilena – si è tenuto il 7 e 8 dicembre a Santiago. Le discussioni hanno riguardato le determinanti presenti e passate delle tensioni sul debito sovrano, le risposte ufficiali alle crisi sovrane e le condizioni di liquidità a livello mondiale, i flussi di capitale e le risposte macroprudenziali.

LA COOPERAZIONE TECNICA

Dal 2003 la BCE, assieme alle BCN, ha attuato diversi programmi di cooperazione tecnica finanziati dall'UE a beneficio delle banche centrali e delle autorità di vigilanza bancaria in diversi paesi confinanti con l'Unione. In aggiunta, oltre a operare attraverso i progetti finanziati dall'UE, la BCE ha rafforzato la sua cooperazione di lungo periodo con i nuovi paesi stipulando protocolli di intesa.

Nel 2012 la BCE e 21 BCN hanno continuato a sostenere la Banca nazionale serba con un programma di cooperazione tecnica finanziato dall'UE. Varato a febbraio 2011, il programma riguarda 11 ambiti diversi e mira a rafforzare la capacità istituzionale della banca centrale nazionale. Sulla base dei risultati raggiunti, è stato deciso di proseguire la cooperazione anche nel 2013.

Il 4 luglio 2012 la BCE e la Banca centrale della Repubblica di Turchia hanno firmato un protocollo di intesa che ha gettato le basi per una cooperazione continuativa attraverso un dialogo regolare sul piano sia tecnico sia delle politiche, la collaborazione tecnica e la possibilità di scambi tra membri del personale. Le parti hanno convenuto di porre inizialmente l'accento sulla stabilità finanziaria, la ricerca e la politica monetaria, la comunicazione e le relazioni internazionali, i mercati e le statistiche.

Il 15 ottobre 2012 l'Eurosistema ha avviato un programma di cooperazione tecnica con la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia finanziato dall'UE, cui partecipano la BCE e 11 BCN. Scopo di questo programma, che ha una durata di nove mesi e copre dieci aree di attività di banca

4 Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

centrale, è valutare l'attuale quadro istituzionale e operativo della Banca nazionale alla luce degli standard europei per l'attività di banca centrale e utilizzare gli esiti di tale valutazione per formulare raccomandazioni utili al miglioramento della capacità istituzionale.

Il 30 ottobre 2012 il Presidente della BCE e il Presidente della Banca centrale russa hanno firmato un protocollo di intesa che ha gettato le basi per una cooperazione continuativa tra le due istituzioni attraverso un dialogo regolare sul piano sia tecnico sia delle politiche, uno scambio di informazioni sugli andamenti economici e finanziari e un programma comune di attività di collaborazione. Le parti hanno convenuto di concentrarsi in una prima fase sulla politica monetaria, la stabilità finanziaria e la vigilanza bancaria. La BCE attuerà il programma di cooperazione assieme alle BCN dell'area dell'euro.

Per quanto concerne i paesi dei Balcani occidentali e la Turchia, a gennaio 2012 si è concluso un programma biennale finanziato dall'UE sul rafforzamento della vigilanza macro e microprudenziale. Attuato dalla BCE assieme a 14 BCN e in collaborazione con istituzioni internazionali ed europee, il programma era destinato alle banche centrali e alle autorità di vigilanza di: Croazia, ex Repubblica Iugoslava di Macedonia, Montenegro, Turchia, Albania, Bosnia-Erzegovina, Serbia e Kosovo (in base alla risoluzione del Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite 1244/99).

A marzo 2012 la BCE e la Banca centrale egiziana hanno completato il programma di cooperazione tecnica in materia di vigilanza bancaria iniziato il 1° gennaio 2009. Finanziato dall'UE a titolo dello Strumento europeo di vicinato e partenariato, il programma ha assistito la banca centrale nella preparazione dei nuovi regolamenti, linee guida e sistemi di segnalazione necessari ad attuare le componenti fondamentali dello schema di regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale di Basilea 2 in Egitto.

Nel 2012 la BCE e la banca centrale della Repubblica popolare cinese hanno continuato ad attuare il loro protocollo di intesa attraverso le riunioni del gruppo di lavoro bilaterale. Il protocollo, sottoscritto il 5 settembre 2008, mira a rafforzare la cooperazione tra le due istituzioni e a promuovere lo scambio di informazioni.



A settembre 2012 erano stati ultimati circa due terzi della facciata e le principali opere strutturali: si delineava già, pertanto, l'aspetto finale della doppia torre di uffici. La progettazione decostruttivista fa sì che l'immobile appaia diverso a seconda della prospettiva. L'altezza della struttura consente di percepire con chiarezza l'avvitamento delle facciate nord e sud, ossia lo sviluppo elicoidale dell'edificio sull'asse longitudinale.

CAPITOLO 6

L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA E LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO E LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

Negli ultimi decenni l'indipendenza delle banche centrali si è affermata come un elemento indispensabile della politica monetaria delle economie mature e di quelle emergenti. La decisione di rendere le banche centrali indipendenti trova da molto tempo forte sostegno nella teoria economica e nell'evidenza empirica, le quali dimostrano che tale assetto favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel contempo, principio fondamentale di ogni società democratica è che le istituzioni indipendenti, titolari di funzioni pubbliche, debbano render conto del proprio operato ai cittadini e ai loro rappresentanti. La responsabilità per il proprio operato costituisce quindi un importante contrappeso all'indipendenza della banca centrale.

L'impegno assunto dalla BCE in termini di responsabilità per il proprio operato e di trasparenza trova conferma nei resoconti presentati ai cittadini europei e ai loro rappresentanti eletti, che siedono al Parlamento europeo. Il Trattato stabilisce precisi obblighi di rendiconto per la BCE, che comprendono la pubblicazione di una situazione contabile consolidata settimanale, di un rapporto trimestrale e di un rapporto annuale. La BCE va ben oltre gli obblighi statuari nella consueta attività di rendiconto, diffondendo ad esempio bollettini mensili (anziché trimestrali come richiesto). L'impegno della BCE in termini di responsabilità per il proprio operato e di trasparenza trova riscontro anche nei numerosi interventi tenuti dai membri del Consiglio direttivo, che trattano una vasta gamma di tematiche che attengono ai compiti della BCE. Inoltre, quattro volte l'anno il Presidente della BCE si presenta dinanzi al Parlamento europeo. La BCE risponde altresì alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari, pubblicandole con le risposte sul proprio sito Internet.

L'attività di comunicazione esterna della BCE mira a promuovere una migliore comprensione da parte del pubblico delle proprie politiche e decisioni. Essa è parte integrante della politica monetaria della BCE e delle altre funzioni esercitate dalla Banca. I due principi fondamentali cui si ispira l'attività di comunicazione della BCE sono apertura e trasparenza. Entrambi contribuiscono all'efficacia, all'efficienza e alla credibilità della politica monetaria e degli altri compiti statuari della Banca. Essi sono inoltre alla base dell'impegno della BCE a rendere pienamente conto delle proprie azioni.

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 in cui spiega 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 relative alla definizione dei tassi di interesse sono pubblicate mensilmente sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

Gli atti giuridici della BCE vengono pubblicati in tutte le lingue ufficiali dell'UE, così come le decisioni di politica monetaria e le decisioni assunte dal Consiglio direttivo, oltre a quelle che fissano i tassi di interesse, e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema¹. Anche il Rapporto annuale della BCE è disponibile in versione integrale in tutte le lingue ufficiali dell'UE². Il Rapporto sulla convergenza e i numeri trimestrali del Bollettino mensile della BCE sono pubblicati 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 proiezioni macroeconomiche, gli indirizzi di *policy* e materiale informativo rivolto al pubblico. La preparazione, la pubblicazione e la diffusione dei documenti principali della BCE nelle lingue nazionali sono attività svolte in stretta collaborazione con le BCN.

2 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEL PARLAMENTO EUROPEO

Il Parlamento europeo, quale unica istituzione dell'UE i cui membri sono direttamente eletti dai cittadini, svolge un ruolo essenziale per quanto riguarda gli obblighi della BCE di rendere conto del proprio operato. Sin dalla sua nascita, la BCE ha mantenuto uno stretto e proficuo dialogo con il Parlamento europeo.

Nel 2012 il Presidente della BCE ha continuato a riferire, in occasione delle audizioni trimestrali presso la commissione parlamentare per i problemi economici e monetari (commissione ECON), sulle decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e sugli altri compiti a essa attribuiti. Inoltre, su invito della commissione ECON, il Presidente ha partecipato a un'audizione a porte chiuse per uno scambio di opinioni informale sulla relazione *Verso un'autentica Unione economica e monetaria* predisposta dal Presidente del Consiglio europeo di stretto concerto con i presidenti della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE (cfr. capitolo 4).

Anche altri membri del Comitato esecutivo della BCE hanno tenuto audizioni presso il Parlamento europeo. Il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2011 della BCE alla commissione ECON. Jörg Asmussen ha partecipato a uno scambio pubblico di opinioni sulla crisi economica e sociale in Grecia con i membri della commissione ECON e della commissione per l'occupazione e gli affari sociali. In aggiunta, la BCE è stata invitata a illustrare il proprio punto di vista in incontri a livello di esperti. Ignazio Angeloni, responsabile della Direzione generale Stabilità finanziaria della BCE, ha partecipato a uno scambio di vedute organizzato dalla commissione ECON nell'ambito di un'audizione pubblica sugli sviluppi futuri in materia di vigilanza e risoluzione delle crisi nel settore bancario, dal titolo *Banking supervision and resolution: next steps?*.

Durante i contatti tra i membri del Parlamento europeo e i rappresentanti della BCE che hanno avuto luogo nel 2012, è stata esaminata un'ampia serie di problematiche. Il Parlamento europeo ha espresso il proprio sostegno alla BCE e alle politiche da questa condotte in numerosi ambiti, condividendo l'impegno profuso a favore di un allentamento delle acute tensioni nei mercati finanziari e di un aiuto ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà. Oltre agli andamenti macroeconomici, altre questioni importanti sollevate dal Parlamento europeo hanno riguardato l'istituzione di un meccanismo di

1 Ad eccezione dell'irlandese, per cui è in vigore una deroga a livello dell'UE.

2 Ad eccezione dell'irlandese (per deroga dell'UE) e del maltese (per accordo con la Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta, dopo la revoca nel maggio 2007 della deroga provvisoria dell'UE).

3 Cfr. nota 2.

vigilanza unico per la vigilanza finanziaria, la decisione sulle operazioni definitive monetarie e la definizione di una prospettiva a lungo termine per l'UEM.

IL MECCANISMO DI VIGILANZA UNICO

La proposta di istituire un meccanismo di vigilanza unico (*single supervisory mechanism*, SSM) è stato un tema rilevante nel confronto di idee tra la BCE e il Parlamento europeo. Le discussioni hanno riguardato in particolare la separazione tra i compiti di politica monetaria e quelli di vigilanza, il coinvolgimento dei paesi non appartenenti all'area dell'euro, gli obblighi di rendicontazione del proprio operato in relazione ai nuovi compiti di vigilanza, l'interazione con le autorità nazionali di vigilanza, l'esigenza di assicurare la compatibilità con il mercato unico e il rapporto tra l'SSM e l'Autorità bancaria europea. Sono stati altresì sollevati interrogativi in merito agli altri elementi della proposta per un'unione dei mercati finanziari e in particolare sull'introduzione di un efficace regime per la risoluzione delle crisi delle istituzioni finanziarie e di sistemi armonizzati di garanzia dei depositi.

Il Presidente della BCE ha sottolineato le conoscenze e le competenze delle autorità nazionali di vigilanza cui la Banca dovrebbe attingere una volta assunti i nuovi compiti di vigilanza. Ha inoltre indicato che l'adesione dei paesi non appartenenti all'area dell'euro all'SSM sarebbe accolta con favore e ha ribadito l'importanza di assoggettare qualunque nuovo compito di vigilanza conferito alla BCE al rispetto di standard molto elevati di responsabilità per il proprio operato. Il Presidente ha altresì rimarcato l'opportunità di affiancare all'SSM un meccanismo unico di risoluzione delle crisi.

LE OPERAZIONI DEFINITIVE MONETARIE

Un altro argomento importante di discussione tra la BCE e il Parlamento europeo nel 2012 è stato il modo in cui affrontare la perdurante crisi economica e finanziaria (cfr. anche il paragrafo 1 del capitolo 2). Il Parlamento europeo ha espresso soddisfazione per il fermo impegno della BCE nel rispondere, nell'ambito del suo mandato, alle sfide poste dalla crisi. In questo contesto, le discussioni si sono incentrate in particolare sulla decisione del Consiglio direttivo del 6 settembre 2012 concernente le operazioni definitive monetarie (ODM).

Nei contatti con i membri del Parlamento europeo, il Presidente ha spiegato che la decisione relativa alle ODM era indispensabile per porre rimedio alle disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e mantenere l'unitarietà della politica monetaria della BCE. Ha inoltre sottolineato come le ODM fossero volte a correggere i premi per il rischio di ridenominazione, che non erano in linea con la natura irrevocabile dell'euro e ostacolavano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Poiché il ripristino del corretto funzionamento di detto meccanismo presuppone il riassorbimento degli squilibri macroeconomici di fondo, le ODM verrebbero attivate solo in caso di rigoroso rispetto – da parte del paese interessato – delle condizioni stabilite in un eventuale programma previsto dal Meccanismo europeo di stabilità. L'attivazione delle ODM è altresì possibile per i paesi che sono già sottoposti a un programma completo di aggiustamento e che stanno riguadagnando l'accesso al mercato.

LA PROSPETTIVA A LUNGO TERMINE PER L'UEM

Il Parlamento europeo ha adottato, di propria iniziativa, una risoluzione sulla relazione dal titolo *Verso un'autentica Unione economica e monetaria*. Nelle discussioni con il Parlamento in merito ai punti sollevati nella relazione, il Presidente della BCE ha sottolineato la necessità di una prospettiva comune per l'orientamento dell'UEM nel prossimo decennio. Egli ha illustrato l'importanza di una solida ancora a lungo termine per promuovere la fiducia nell'irreversibilità e integrità dell'UEM e ha auspicato l'adozione di un calendario concreto e limitato nel tempo per il raggiungimento di questo obiettivo.

3 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE

La BCE si rivolge a un pubblico ampio, che comprende esperti finanziari, mezzi di informazione, mondo accademico, autorità politiche, istituzioni pubbliche e cittadini, con diversi livelli di conoscenza in materia finanziaria ed economica. Al fine di spiegare il proprio mandato e le proprie decisioni, si avvale perciò di un ventaglio di strumenti e di attività di comunicazione che vengono costantemente affinati affinché siano il più possibile efficaci, in considerazione dei diversi destinatari e contesti e delle esigenze di comunicazione.

Anche nel 2012 le attività di comunicazione della BCE si sono concentrate sull'interpretazione degli eventi e delle conseguenze della crisi finanziaria ed economica mondiale, soprattutto per quanto concerne la crisi del debito sovrano in Europa e le connesse misure decise dal Consiglio direttivo. I discorsi tenuti in pubblico dai membri del Comitato esecutivo sono stati dedicati in gran parte a queste tematiche, al pari delle attività di comunicazione svolte dagli esperti della BCE nei paesi sottoposti a programmi ufficiali di aggiustamento o che hanno richiesto l'assistenza della BCE, in raccordo con la Commissione europea e l'FMI. Anche i quesiti e le richieste di notizie provenienti dai mezzi di informazione, dal pubblico e dai visitatori della BCE hanno riguardato gli stessi temi. Fra gli argomenti ricorrenti dell'attività di comunicazione della BCE vanno annoverati l'unione bancaria e l'assunzione da parte della BCE di compiti connessi alla vigilanza delle banche nell'area dell'euro.

La BCE pubblica con cadenza periodica diversi studi e rapporti. Tra questi figurano il Rapporto annuale, che presenta un resoconto delle attività svolte nell'anno precedente, e il Bollettino mensile, che fornisce con regolarità aggiornamenti sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE e spiega in dettaglio i motivi sottostanti alle decisioni assunte. Nel 2012 la BCE ha pubblicato 167 comunicati stampa riguardanti tutti gli aspetti delle politiche e delle attività della Banca, oltre che informazioni aggiuntive connesse all'attuazione della politica monetaria. La BCE mette a disposizione anche un ampio volume di dati statistici, principalmente attraverso la *Statistical Data Warehouse* e i grafici interattivi presenti sul proprio sito Internet.

Tutti i membri del Consiglio direttivo della BCE contribuiscono direttamente a migliorare la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico dei compiti e delle politiche dell'Eurosistema partecipando ad audizioni presso il Parlamento europeo e i parlamenti nazionali, tenendo discorsi pubblici e rilasciando interviste ai mezzi di informazione. Nel corso del 2012 i membri del Comitato esecutivo hanno tenuto oltre 200 discorsi a un pubblico vario rilasciato più di 100 interviste ai mezzi di informazione e pubblicato numerosi articoli in riviste specializzate e giornali.

Nel 2012 la BCE ha tenuto 15 seminari per giornalisti presso la sua sede e ha partecipato ad altri 4 organizzati a Bruxelles o dallo *European Journalism Centre*, tutti intesi ad approfondire le conoscenze e la comprensione da parte dei mezzi di informazione nazionali e internazionali del mandato, dei compiti e delle attività della Banca. Alcuni seminari sono stati organizzati in autonomia dalla BCE, altri in collaborazione con le BCN, la Commissione europea, lo *European Journalism Centre* e altre fondazioni e autorità pubbliche. Oltre alle conferenze stampa mensili successive alle riunioni del Consiglio direttivo, la BCE ha organizzato numerosi incontri con la stampa per promuovere una miglior comprensione delle altre politiche e azioni della Banca.

Nel 2012 la BCE ha accolto a Francoforte presso la propria sede attuale e quella futura complessivamente circa 800 gruppi di visitatori. Approssimativamente 21.000 persone hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di presentazioni tenute dagli esperti della BCE e hanno visitato il sito della nuova sede della BCE. I progressi compiuti nella costruzione di quest'ultima,

culminati nella cerimonia organizzata il 20 settembre 2012 per celebrare il raggiungimento della sommità della struttura a sviluppo verticale, hanno determinato una crescita della comunicazione dedicata all'argomento nel corso dell'anno.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e le altre informazioni sulle varie attività svolte sono disponibili sul sito Internet della Banca, che nel 2012 ha ricevuto 25 milioni di visite, con 263 milioni di pagine visualizzate e 67 milioni di documenti scaricati. Nel 2012 la BCE ha risposto a circa 100.000 richieste di informazioni da parte del pubblico su varie questioni relative ad attività, politiche e decisioni della Banca.

Nel 2012 sono stati organizzati diversi eventi e conferenze internazionali di alto livello, fra cui: *Financial integration and stability: towards a more resilient single EU financial market*, congiuntamente con la Commissione europea; *Bank funding – markets, instruments and implications for corporate lending and the real economy*, con la Federal Reserve Bank di New York; una conferenza della BCE in onore di José Manuel González-Páramo dal titolo *Monetary policy in unconventional times*.

Il 20 giugno 2012 il Presidente della BCE e i governatori delle rispettive BCN dell'area dell'euro hanno consegnato i premi europei alle squadre vincitrici delle edizioni nazionali del concorso *Generation Euro Students' Award 2011/12*, che avrà cadenza annuale e che si propone di migliorare le conoscenze dei giovani in materie economiche e di consentire loro di meglio comprendere il ruolo della banca centrale nell'economia. Alla gara hanno partecipato oltre 3.000 studenti dell'area dell'euro di età compresa fra 16 e 19 anni. I 528 concorrenti che hanno ottenuto i risultati migliori nella prima *manche*, consistente in una prova con domande a scelta multipla, sono stati invitati a partecipare alla successiva. In questa seconda *manche*, che richiedeva di prevedere e motivare in un saggio la decisione sui tassi di interesse adottata dal Consiglio direttivo a marzo 2012, sono pervenuti 208 elaborati. Le squadre migliori sono poi state chiamate nella fase finale a tenere una presentazione sulla decisione relativa ai tassi di interesse di giugno 2012 e sulle motivazioni sottostanti di fronte a una giuria di esperti di banche centrali. L'edizione successiva del concorso è stata presentata il 1° novembre 2012. A metà dicembre erano pervenute le iscrizioni di oltre 750 squadre, per un totale di circa 2.500 studenti, e a gennaio 2013 se ne sono aggiunte altre in alcuni paesi.

La BCE ha altresì ampliato la propria presenza nei mezzi di comunicazione sociale. Ha un profilo Twitter, che nel corso del 2012 ha guadagnato circa 30.000 *follower*, per un totale di 42.000, e che viene utilizzato per segnalare pubblicazioni e discorsi: nel 2012 ha inviato oltre 600 messaggi, che sono stati condivisi oltre 8.000 volte. Dispone altresì di un *account* su YouTube per la pubblicazione delle videoregistrazioni delle conferenze stampa mensili e di altri filmati. E' stato creato un profilo su Facebook per il *Generation Euro Students' Award*, allo scopo di agevolare il contatto diretto con gli studenti ai quali la gara è rivolta. Inoltre, per celebrare il decimo anniversario dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro il 1° gennaio 2012, la BCE ha organizzato un torneo *online Euro Run*, destinato ai ragazzi dell'Unione europea di età compresa tra 9 e 12 anni. Durato tre mesi, ha avuto lo scopo di migliorare la conoscenza delle banconote e delle monete in euro tra i ragazzi.

Il 2012 è stato un anno importante anche per lo sviluppo della campagna di comunicazione sull'introduzione della seconda serie di banconote in euro. Scopo della campagna, preparata nel corso del 2012 e avviata nel 2013, è far conoscere ai cittadini dell'area dell'euro le nuove banconote e le loro caratteristiche. A tal fine è stata sviluppata una strategia di comunicazione estesa a tutta l'area dell'euro. Il primo evento importante è stato l'annuncio dell'introduzione della nuova serie "Europa" delle banconote in euro da parte del Presidente della

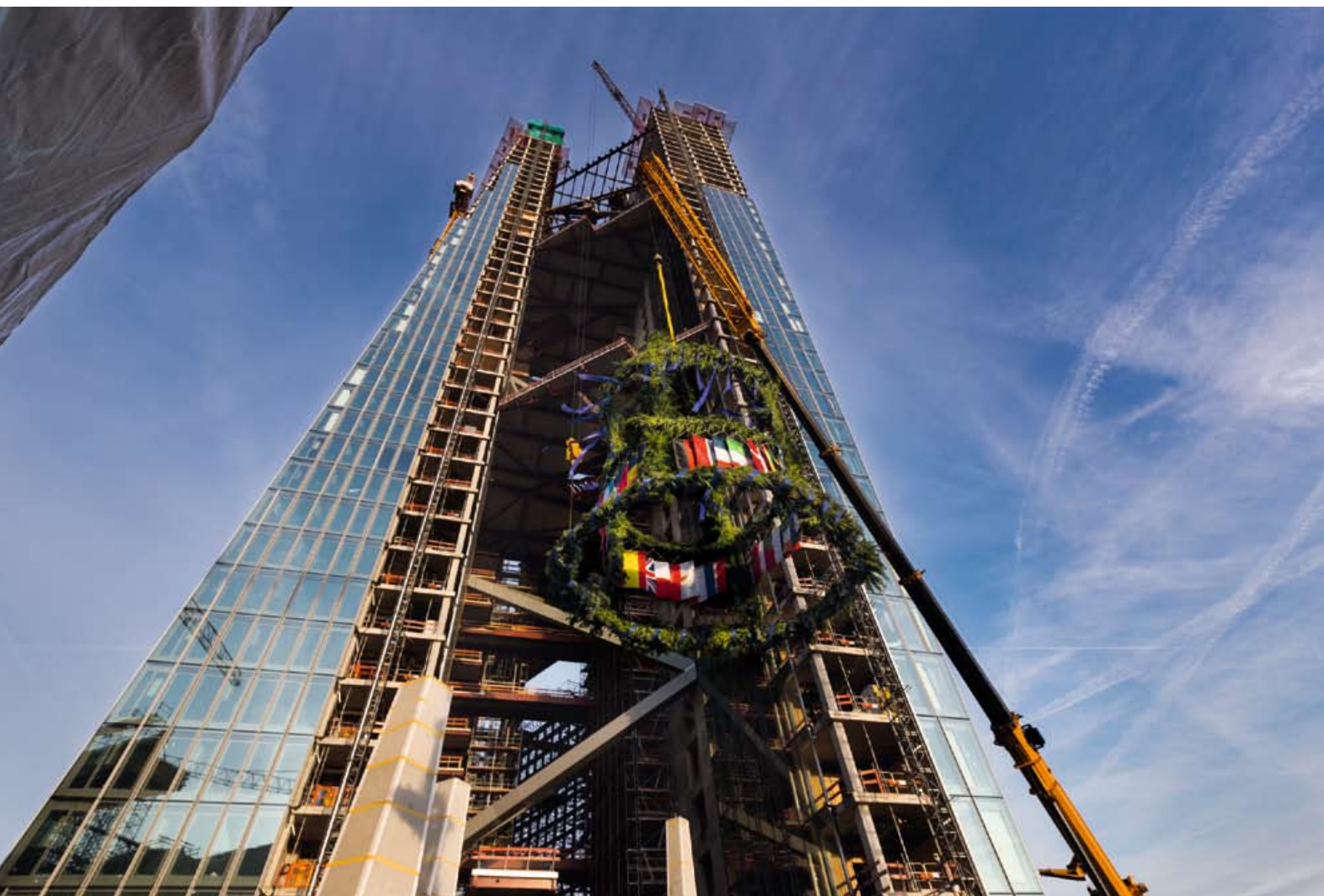
BCE in occasione della conferenza stampa mensile tenutasi l'8 novembre 2012. Il primo taglio della nuova serie, la banconota da 5 euro, è stato presentato il 10 gennaio 2013 durante l'inaugurazione della mostra dal titolo *Il nuovo volto dell'euro* al Museo archeologico di Francoforte.

La BCE ha inoltre attivato un sito Internet dedicato a tutte le attività connesse alle banconote, oltre che alla *Euro Cash Academy*, un gioco basato su un modulo *web* e un'applicazione per *smart phone* che aiuta il pubblico e i cassieri a abituarsi alle banconote in euro e a conoscerne le caratteristiche di sicurezza.

Il 28 e 29 aprile 2012 la BCE ha aperto le porte al grande pubblico, oltre che ai propri dipendenti e ai loro familiari, accogliendo circa 1.300 persone nel quadro delle Giornate dei visitatori. Il programma comprende visite guidate dell'edificio, presentazioni, *workshop* sul ruolo e la funzione della BCE e delle banconote e delle monete in euro, giochi educativi e diverse mostre, tra cui una sulle banconote e monete in euro.

Come negli anni precedenti, a maggio 2012 la BCE ha partecipato con un proprio sportello informativo all'*open day* organizzato presso la sede del Parlamento europeo a Strasburgo.

Le giornate della cultura europea della BCE si sono svolte dal 17 ottobre al 14 novembre 2012 e sono state dedicate alla Francia. Il programma, articolato su quattro settimane e organizzato di stretto concerto con la Banque de France, ha fatto conoscere alcuni dei talenti più interessanti e innovativi del panorama culturale francese. Con oltre 20 eventi dedicati alla *chanson*, alla musica classica, al *jazz* e alla danza, oltre che alla letteratura, al cinema, alle belle arti, alla gastronomia, al *design* e all'architettura, e culminati in una nuova produzione circense francese, l'edizione 2012 delle Giornate ha offerto ai residenti di Francoforte e ai visitatori un'occasione unica di avvicinarsi alla varietà della vita culturale francese. Attraverso le Giornate culturali europee, inaugurate nel 2003, la BCE intende far conoscere le specificità culturali di ciascuno Stato membro dell'UE e promuovere la comprensione reciproca tra i cittadini europei.



Il 20 settembre 2012 la BCE ha celebrato ufficialmente il completamento delle principali opere strutturali della sua nuova sede nel quartiere Ostend. È tradizione tedesca, infatti, che il proprietario di un nuovo stabile festeggi, in particolare, la riuscita dell'edificazione per merito dei progettisti, delle imprese di costruzione e dei loro collaboratori, che rappresentano quindi la maggior parte degli invitati. Alcuni membri del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale della BCE hanno inserito nella corona cerimoniale le bandiere di tutti i 27 Stati membri dell'UE e quella dell'Unione europea. La celebrazione si è conclusa con l'innalzamento della corona e il tradizionale brindisi pronunciato dal capomastro addetto alla struttura a sviluppo verticale.

CAPITOLO 7

L'ASSETTO ISTITUZIONALE E L'ORGANIZZAZIONE

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 dell'UE che hanno adottato l'euro (17 dal 1° gennaio 2011). Il SEBC si compone della BCE e delle BCN di tutti i 27 Stati membri dell'UE, compresi quelli che non hanno ancora adottato l'euro.

La BCE è il perno dell'Eurosistema e del SEBC e assicura che le operazioni rientranti nei compiti del SEBC siano svolte sia direttamente sia tramite le BCN, cui la BCE farà ricorso ove ritenuto possibile e appropriato. La BCE è un'istituzione dell'UE ed 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 esso 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). 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. È stato istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale, che rimarrà in essere fino a quando esisteranno Stati membri che non abbiano ancora adottato l'euro. 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.

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 adottare le relative decisioni, mentre la seconda riunione è normalmente dedicata alle questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2012, due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso il Banco de España a Barcellona e l'altra presso la Banka Slovenije a Brdo pri Kranju. In aggiunta a tali riunioni, il Consiglio direttivo può tenere riunioni anche tramite teleconferenza o prendere decisioni con procedura scritta.

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. Nel 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere l'attuale sistema di voto – ai sensi dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC – e di introdurre un meccanismo di rotazione solo quando il numero dei governatori dell'area dell'euro risulterà superiore a 18.

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 del 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 del 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 dell'8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Prima fila (da sinistra):

Jörg Asmussen, Gaston Reinesch, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Yves Mersch, Christian Noyer

Seconda fila (da sinistra):

Carlos Costa, Luc Coene, Josef Bonnici, Luis M. Linde, Jens Weidmann, Patrick Honohan, Marko Kranjec

Terza fila (da sinistra):

Erkki Liikanen, Peter Praet, Ardo Hansson, Klaas Knot, Benoît Coeuré, Panicos O. Demetriades, Jozef Makúch, Ewald Nowotny

Nota: George A. Provopoulos e Ignazio Visco non erano presenti quando è stata scattata la fotografia.

Mario Draghi

Presidente della BCE

Vítor Constâncio

Vicepresidente della BCE

Jörg Asmussen

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Josef Bonnici

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Luc Coene

Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Benoît Coeuré

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Carlos Costa

Governatore del Banco de Portugal

Panicos O. Demetriades

Governatore della Banca centrale di Cipro
(dal 3 maggio 2012)

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España
(fino al 10 giugno 2012)

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(fino al 31 maggio 2012)

Ardo Hansson

Governatore della Eesti Pank
(dal 7 giugno 2012)

Patrick Honohan

Governatore della Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Klaas Knot

Presidente della Nederlandsche Bank

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki –
Finlands Bank

Luis M. Linde

Governatore del Banco de España
(dall'11 giugno 2012)

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank
(fino al 6 giugno 2012)

Jozef Makúch

Governatore della Národná banka Slovenska

Yves Mersch

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(dal 15 dicembre 2012)

Governatore della Banque centrale
du Luxembourg
(fino al 14 dicembre 2012)

Ewald Nowotny

Governatore della Oesterreichische
Nationalbank

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro
(fino al 2 maggio 2012)

Peter Praet

Membro del Comitato esecutivo della BCE

George A. Provopoulos

Governatore della Banca di Grecia

Gaston Reinesch

Governatore della Banque centrale
du Luxembourg
(dal 1° gennaio 2013)

Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia

Jens Weidmann

Presidente della Deutsche Bundesbank

I.3 IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati dal Consiglio europeo, con delibera a maggioranza qualificata previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE. 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, pianificazione delle attività e predisposizione del bilancio annuale. Il Comitato di gestione è composto da un membro del Comitato esecutivo, che agisce in veste di presidente, e da diversi dirigenti di livello elevato.

IL COMITATO ESECUTIVO



Seconda fila (da sinistra):
Jörg Asmussen, Peter Praet,
Benoît Coeuré

Prima fila (da sinistra):
Vítor Constâncio (Vicepresidente),
Mario Draghi (Presidente), Yves Mersch

Mario Draghi

Presidente della BCE

Vítor Constâncio

Vicepresidente della BCE

Jörg Asmussen

Membro del Comitato esecutivo

Benoît Coeuré

Membro del Comitato esecutivo

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo
(fino al 31 maggio 2012)

Yves Mersch

Membro del Comitato esecutivo
(dal 15 dicembre 2012)

Peter Praet

Membro del Comitato esecutivo

I.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti i 27 Stati membri dell'UE. Dal dicembre 2011 il Governatore della Hrvatska narodna banka (la banca centrale croata) è stato invitato a partecipare come osservatore alle riunioni del Consiglio generale. Il Consiglio generale svolge principalmente i compiti in precedenza propri dell'Istituto monetario europeo, che devono essere tuttora assolti poiché non tutti gli Stati membri hanno ancora adottato la moneta unica. Tali compiti includono rafforzare la cooperazione tra le BCN, sostenere il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri al fine di assicurare la stabilità dei prezzi e sorvegliare il funzionamento degli AEC II. Inoltre, il Consiglio generale rende conto, mediante il Rapporto di Convergenza della BCE, al Consiglio UE in merito ai progressi conseguiti dagli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro nell'ottemperare ai propri obblighi per il conseguimento dell'UEM. Contribuisce altresì alle funzioni consultive della BCE. Nel 2012 il Consiglio generale ha tenuto le sue quattro riunioni trimestrali.

IL CONSIGLIO GENERALE

Prima fila (da sinistra):

Christian Noyer, Stefan Ingves,
Marko Kranjec, Vitor Constâncio,
Mario Draghi, György Matolcsy,
Ignazio Visco

Seconda fila (da sinistra):

Carlos Costa, Luc Coene,
Jozef Makúch, Erkki Liikanen,
Ewald Nowotny,
Mugur Constantin Isărescu,
Relja Martić* (osservatore sostituto),
Gaston Reinesch

Terza fila (da sinistra):

Lars Rohde, Ivan Iskrov,
Ilmārs Rimšēvičs, Ardo Hansson,
Klaas Knot, Jens Weidmann,
Patrick Honohan, Vitas Vasiliauskas,
Miroslav Singer

Nota: Marek Belka, Josef Bonnici,
Panicos O. Demetriades,
Mervyn King, Luis M. Linde e
George A. Provopoulos non erano
presenti quando è stata scattata
la fotografia.

*Relja Martić è Vice Governatore
della Hrvatska narodna banka.



Mario Draghi

Presidente della BCE

Vitor Constâncio

Vicepresidente della BCE

Marek Belka

Presidente della Narodowy Bank Polski

Nils Bernstein

Governatore della Danmarks Nationalbank

Josef Bonnici

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Luc Coene

Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Carlos Costa

Governatore del Banco de Portugal

Panicos O. Demetriades

Governatore della Banca centrale di Cipro
(dal 3 maggio 2012)

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España
(fino al 10 giugno 2012)

Ardo Hansson

Governatore della Eesti Pank
(dal 7 giugno 2012)

Patrick Honohan

Governatore della Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank 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)

Mervyn King

Governatore della Bank of England

Klaas Knot

Presidente della Nederlandsche Bank

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde

Governatore del Banco de España
(dall'11 giugno 2012)

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank
(fino al 6 giugno 2012)

Jozef Makúch

Governatore della Národná banka Slovenska

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale
du Luxembourg (fino al 14 dicembre 2012)

Ewald Nowotny

Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro
(fino al 2 maggio 2012)

George A. Provopoulos

Governatore della Banca di Grecia

Gaston Reinesch

Governatore della Banque centrale
du Luxembourg (dal 1° gennaio 2013)

Ilmārs Rimšēvičs

Governatore della Latvijas Banka

András Simor

Governatore della Magyar Nemzeti Bank

Miroslav Singer

Governatore della Česká národní banka

Vitas Vasiliauskas

Presidente del Consiglio di amministrazione
della Lietuvos bankas

Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia

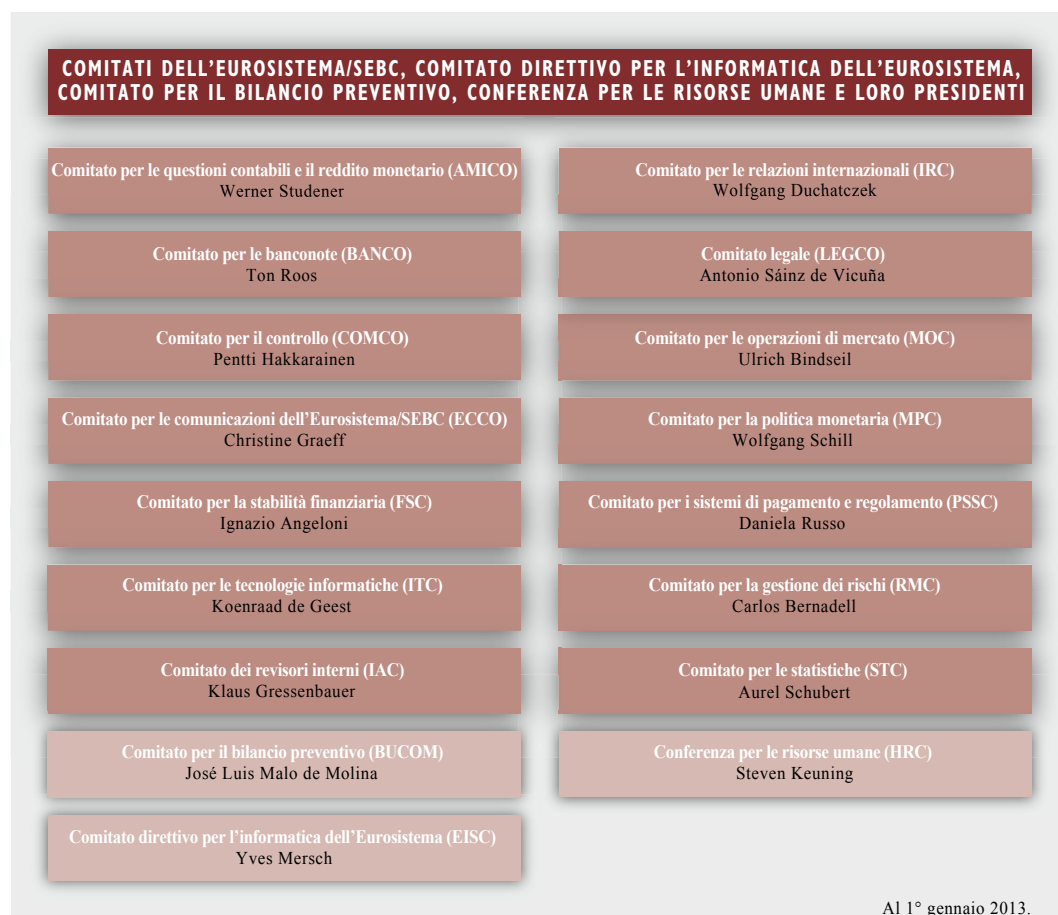
Jens Weidmann

Presidente della Deutsche Bundesbank

I.5 I COMITATI DELL'Eurosistema/SEBC, IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO, LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E IL COMITATO DIRETTIVO 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 i rappresentanti di altri organi competenti. Dalla firma del Trattato di adesione nel dicembre 2011, in linea con la decisione di invitare i governatori delle banche centrali dei paesi in via di adesione alle riunioni del Consiglio generale, gli esperti della Hrvatska narodna banka (la banca centrale croata) sono invitati alle riunioni dei Comitati del SEBC in qualità di osservatori ogniqualvolta vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Al 31 dicembre 2012 risultavano istituiti 14 Comitati dell'Eurosistema/SEBC ai sensi dell'articolo 9.1 del Regolamento interno della BCE.

Il 18 aprile 2012 il Comitato per la metodologia dei costi è stato modificato in Comitato di controllo al fine di potenziare ulteriormente il sostegno del controllo finanziario fornito durante la preparazione e la conduzione di progetti dell'Eurosistema.



Esistono altri tre comitati. 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. Il Comitato direttivo per l'informatica nell'Eurosistema è stato istituito nel 2007 dal Consiglio direttivo con il mandato di portare costanti miglioramenti nell'utilizzo dell'informatica all'interno dell'Eurosistema.

1.6 LA GOVERNANCE INTERNA

Oltre agli organi decisionali, il sistema di *governance* interna della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, due codici di condotta, un quadro etico e norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli di controllo: 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 revisione². Le buone prassi per la selezione dei revisori esterni e il conferimento del relativo mandato, pubblicate nel sito Internet della BCE, forniscono direttive di alto livello a ciascuna banca centrale dell'Eurosistema per la selezione dei revisori esterni e la determinazione del loro mandato. Tali prassi consentono inoltre al Consiglio direttivo di formulare le proprie raccomandazioni al Consiglio UE sulla base di criteri di selezione armonizzati, coerenti e trasparenti. Il 14 giugno 2012 il Consiglio direttivo ha approvato una versione rivista delle buone prassi.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio per cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) ha la responsabilità primaria di gestire i propri rischi, nonché di assicurare l'efficacia e l'efficienza delle proprie attività. Le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità in osservanza della tolleranza al rischio fissata ex ante dal Comitato esecutivo.

All'interno della BCE, gli obblighi e le responsabilità di bilancio sono innanzitutto delle singole aree operative, che sono altresì responsabili del primo livello di controllo. La Divisione Bilancio di previsione, controllo e organizzazione è responsabile di pianificare, coordinare, orientare ed eseguire tutti i relativi processi centralizzati nonché di preparare la relativa documentazione. Funge altresì da secondo livello di controllo e riferisce al Comitato esecutivo su base regolare, allertandolo di eventuali problemi all'occorrenza.

In conformità con il suo mandato, il Comitato per il bilancio preventivo valuta i rapporti di pianificazione e monitoraggio del bilancio della BCE presentati dal Comitato esecutivo e rende

² A seguito della conclusione di una asta pubblica d'appalto e in linea con la prassi concordata di rotazione delle società di revisione, il mandato di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari 2008-12 è stato conferito a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

conto su di essi al Consiglio direttivo. Assiste il Consiglio direttivo nella valutazione della proposta di bilancio annuale del Comitato esecutivo prima che sia approvata, valuta i rapporti di monitoraggio del bilancio e riferisce al riguardo al Consiglio direttivo.

Per quanto attiene i rischi operativi della BCE, il Comitato rischi operativi, un comitato interno della BCE, è responsabile di promuovere e sorvegliare lo sviluppo, l'attuazione e la cura della gestione dei rischi operativi da parte delle aree operative ove possono profilarsi fattispecie di rischi operativi. Assiste inoltre il Comitato esecutivo nell'espletamento del suo ruolo di sorveglianza della gestione dei rischi operativi della BCE.

Nel 2012 la BCE ha continuato, insieme alle BCN, ad attuare il quadro di gestione dei rischi operativi e ha aggiornato le relative valutazioni dei rischi operativi per i compiti e i processi dell'Eurosistema. La BCE ha continuato a verificare ed esaminare regolarmente le disposizioni di continuità operativa per le sue operazioni essenziali. Inoltre, in cooperazione con le BCN, la BCE ha condotto un'analisi dell'impatto operativo per individuare la criticità temporale delle funzioni dell'Eurosistema.

L'Ufficio Gestione dei rischi della BCE³ è responsabile del quadro di gestione dei rischi applicabile a tutte le operazioni di mercato della BCE e di sorvegliare, valutare e proporre miglioramenti al quadro operativo dell'Eurosistema per la politica monetaria e la politica dei cambi dal punto di vista della gestione dei rischi.

Il Comitato per la gestione dei rischi, comprendente partecipanti delle banche centrali dell'Eurosistema con competenze nell'ambito della gestione del rischio, assiste gli organi decisionali nell'assicurare l'appropriato livello di protezione per l'Eurosistema tramite la gestione e il controllo dei rischi derivanti dalle operazioni di mercato, nel contesto sia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema sia del portafoglio di riserve ufficiali della BCE. Per quanto riguarda queste attività, il Comitato per la gestione dei rischi contribuisce, tra l'altro, al monitoraggio, alla misurazione e alla segnalazione dei rischi finanziari e alla definizione e revisione delle metodologie e degli assetti associati.

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*. Le attività della Direzione Revisione interna aderiscono agli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* dell'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 i sistemi operativi congiunti dell'Eurosistema/SEBC.

Il Comitato di *audit* della BCE rafforza ulteriormente la *governance* interna della BCE e dell'intero Eurosistema. È composto da tre membri del Consiglio direttivo ed è presieduto da Erkki Liikanen (Governatore della Suomen Pankki — Finlands Bank).

3 L'Ufficio Gestione dei rischi, istituito come area operativa indipendente della BCE nel luglio 2011, è diventato la Direzione Gestione dei rischi dal 1° gennaio 2013.

4 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale Statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

CODICI DI CONDOTTA

Due codici di condotta si applicano ai membri degli organi decisionali della BCE. Il primo fornisce indirizzi e principi etici per i membri del Consiglio direttivo e i loro supplenti nello svolgimento delle funzioni di competenza di tale organo decisionale⁵. Contempla le loro responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento. Un Consulente per la deontologia è stato nominato dal Consiglio direttivo per fornire assistenza ai suoi membri in merito agli aspetti di condotta professionale. Il secondo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo⁶. Esso completa l'altro codice dettagliando ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo.

Il quadro etico per i membri del personale della BCE⁷ fornisce linee guida e stabilisce convenzioni, standard e parametri di riferimento deontologici. Tutto il personale è tenuto a mantenere elevati standard di comportamento etico professionale nell'espletamento dei propri compiti, nonché nelle proprie relazioni con le BCN, le autorità pubbliche, gli operatori di mercato, i rappresentanti dei media e il pubblico in generale. Un Funzionario responsabile per l'etica 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 regolamento⁸ 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 dell'UE. 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 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione⁹, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'OLAF in seno alla BCE.

PROGRAMMA CONTRO IL RICICLAGGIO DI DENARO DI PROVENIENZA ILLECITA E IL FINANZIAMENTO DEL TERRORISMO

Nel 2007 la BCE ha istituito schemi interni contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e il finanziamento del terrorismo. La struttura delle disposizioni contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo è in linea con le Raccomandazioni del Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI), ove applicabili alle attività della BCE. Una funzione di controllo del rispetto delle norme all'interno della BCE identifica, analizza e affronta i rischi associati con il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo per tutte le più importanti attività della BCE. In particolare, assicurare il rispetto della legislazione in materia di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo fa parte del processo di valutazione e monitoraggio dell'idoneità delle controparti della BCE. In tale contesto, particolare attenzione è rivolta alle misure restrittive adottate dall'UE e alle dichiarazioni pubbliche emesse dal GAFI. Un sistema di segnalazione interno integra il quadro di riferimento contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del

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 del 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

6 Cfr. il Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo, GU C 104 del 23.4.2010, pag. 8 e il sito Internet della BCE.

7 Cfr. la Parte 0 delle norme sul personale della BCE contenente il quadro etico, GU C 104 del 23.4.2010, pag. 3 e il sito Internet della BCE.

8 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.

9 Decisione BCE/2004/11 del 3 giugno 2004 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.

terrorismo per assicurare che tutte le informazioni rilevanti siano sistematicamente raccolte e debitamente comunicate al Comitato esecutivo.

ACCESSO DEL PUBBLICO AI DOCUMENTI DELLA BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE¹⁰, adottata nel 2004, è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni dell'UE in merito all'accesso del pubblico ai rispettivi documenti. Tale decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie concernenti l'esercizio delle funzioni della BCE¹¹. Nel 2011 la BCE ha modificato la sua Decisione relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE al fine di tenere conto delle nuove attività in ambito CERS della BCE¹². Nel 2012 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

10 Decisione BCE/2004/3 del 4 marzo 2004 sull'accesso del pubblico ai documenti della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

11 In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, la sezione *Archives* è stata aggiunta nel sito Internet della BCE per fornire accesso alla documentazione storica.

12 Decisione BCE/2011/6 del 9 maggio 2011 che modifica la Decisione BCE/2004/3 sull'accesso del pubblico ai documenti della BCE, GU L 158 del 16.6.2011, pag. 37.

ORGANIGRAMMA DELLA BCE

(al 1° gennaio 2013)



¹ Risponde al Presidente della BCE in quanto Presidente del CERS.

² Include la funzione di protezione dei dati.

³ Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

Nel 2012 la BCE ha continuato a elaborare e attuare politiche di gestione delle risorse umane con un'attenzione a quattro ambiti: cultura operativa, assunzioni, sviluppo professionale e condizioni di impiego.

CULTURA OPERATIVA

Nel 2012 gli sviluppi attinenti la cultura operativa presso la BCE si sono ancora incentrati sulla diversità, sull'etica professionale e sulla gestione delle prestazioni. La BCE ha introdotto un programma pilota di tutoraggio per sostenere lo sviluppo personale e professionale di un gruppo di dipendenti, con particolare attenzione alle partecipanti donne. Nel contempo, la quota delle candidate donne che sono state selezionate per posizioni di dirigenti e consiglieri di primo livello ha superato considerevolmente quella dei candidati uomini. Per quanto riguarda l'etica professionale, le regole relative alle attività finanziarie private, e al loro monitoraggio, sono state ulteriormente riviste al fine di mantenere un efficace quadro legislativo in materia di etica.

LE ASSUNZIONI

Al 31 dicembre 2012 l'organico effettivo della BCE risultava pari a 1.638 unità *full-time equivalent* (rispetto a 1.609 al 31 dicembre 2011)¹³. Nel 2012 sono stati offerti in totale 73 nuovi contratti a tempo determinato (limitati per tipologia o convertibili in contratti a tempo indeterminato). Per contro, 34 membri del personale con contratti a tempo determinato o indeterminato hanno lasciato la BCE nello stesso anno (38 nel 2011), a seguito di dimissioni o pensionamento. Inoltre, per coprire assenze di personale inferiori a un anno nel 2012 sono stati sottoscritti 120 contratti a breve termine (in aggiunta ad alcune estensioni di contratto) e sono scaduti 114 contratti a breve termine.

La BCE ha continuato a offrire contratti a breve termine a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali, alimentando così lo spirito di squadra in seno al SEBC e la cooperazione tra organizzazioni internazionali. Il 31 dicembre 2012 lavoravano alla BCE con varie funzioni 142 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali, ovvero il 7 per cento in meno rispetto alla fine del 2011.

Nel settembre 2012 la BCE ha accolto il settimo gruppo di partecipanti nel suo *Graduate Programme*. Questi partecipanti hanno formazioni accademiche diverse e sono assegnati a due diverse aree operative per periodi consecutivi di un anno ciascuno.

Come in passato, tirocini interni sono stati offerti per tutto l'anno a studenti e laureati aventi una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione. Al 31 dicembre 2012 la BCE ospitava 122 tirocinanti (13 per cento in più rispetto al 2011). Inoltre, la BCE ha assegnato 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.

LO SVILUPPO PROFESSIONALE

La mobilità continua a essere uno strumento importante per lo sviluppo professionale alla BCE, servendo nel contempo anche ad accrescere le sinergie tra aree operative. Nel corso del 2012 225 dipendenti, inclusi 59 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente per coprire altre posizioni, su base sia temporanea sia a più lungo termine.

¹³ Oltre ai contratti basati su posizioni *full-time equivalent*, la cifra include i contratti a breve termine concessi a personale distaccato dalle BCN o da organizzazioni internazionali e quelli dei partecipanti al *Graduate Programme*.

La BCE, come tutte le banche centrali del SEBC, partecipa attivamente al programma di mobilità esterna promosso dalla Conferenza per le risorse umane, che consente alla BCE di distaccare personale presso le 27 BCN dell'UE o importanti organizzazioni internazionali (ad esempio l'FMI e la BRI) per periodi da due a dodici mesi. Nel 2012 sono stati distaccati in totale 15 dipendenti nell'ambito di tale programma (nuovi casi). A fine dicembre 2012 il numero totale di dipendenti in congedo non retribuito era di 56 (rispetto a 55 nel 2011). Nel gennaio 2013 la BCE ha altresì deciso di lanciare un programma pilota per le transizioni nella carriera, al fine di sostenere i dipendenti che hanno servito la BCE in posizioni uguali o simili per un protratto periodo di tempo e che sono interessati a proseguire la propria carriera al di fuori della BCE.

La BCE ha continuato a promuovere l'acquisizione e lo sviluppo di rilevanti capacità e l'ulteriore potenziamento delle competenze richieste ai membri della dirigenza e del personale. Oltre a svariate possibilità di formazione interna, i dipendenti e la dirigenza hanno continuato a usufruire di corsi di formazione esterni, inclusi quelli offerti nell'ambito dei programmi di formazione del SEBC.

Nel 2012 19 capi area operativa, 11 vicedirettori generali e 50 capi divisione hanno partecipato a un esercizio di *feedback* incrociato, in cui i loro collaboratori, i pari grado e controparti esterne hanno completato un questionario sulle loro capacità di gestione e di *leadership*. Nel complesso, il *feedback* è stato molto positivo. In una fase successiva, tali dirigenti hanno approntato piani di azione individuali per migliorare ulteriormente le proprie prestazioni.

LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE

Nel 2012 le attività della Conferenza per le risorse umane hanno riguardato svariati aspetti della gestione delle risorse umane, tra cui l'organizzazione di un'ampia gamma di attività formative del SEBC, nonché la mobilità all'interno di quest'ultimo. Nell'aprile 2012 è stato lanciato il sito Internet *Training and Development* del SEBC, una piattaforma per condividere informazioni sulle opportunità di formazione e mobilità con tutto il personale del SEBC. Nel 2012 ci sono state 46 sessioni di attività di formazione del SEBC, ospitate da 23 banche centrali.

LE CONDIZIONI DI IMPIEGO

Le condizioni di impiego alla BCE sono state affinate al fine di continuare a offrire ai dipendenti un attraente pacchetto di condizioni, anche in considerazione del loro carico di lavoro generalmente elevato, e per bilanciarne le esigenze con quelle dell'organizzazione.

Alla fine del 2012 258 dipendenti lavoravano a tempo parziale, il 34 per cento in più rispetto al 2011. Al 31 dicembre 2012 il numero dei dipendenti in congedo parentale non retribuito era pari a 25 (rispetto a 33 nel 2011). Sulla base dei risultati di una fase pilota, il 1° febbraio 2012 è stata introdotta la politica di telelavoro. In media, circa 363 dipendenti hanno utilizzato il telelavoro ciascun mese, mentre 975 ne hanno fruito almeno una volta nel complesso del 2012.

2.2 LE RELAZIONI CON IL PERSONALE E IL DIALOGO SOCIALE

La BCE riconosce pienamente l'importanza di un dialogo costruttivo con il suo personale. Nel 2012 ha tenuto consultazioni e ha scambiato informazioni con il Comitato di rappresentanti del personale e con il sindacato riconosciuto IPSO¹⁴ in merito a modifiche connesse a remunerazioni,

14 IPSO sta per *International and European Public Services Organisation*.

contratti di lavoro, sviluppo del personale, gestione delle prestazioni, condizioni di lavoro, condizioni di salute e sicurezza e pensioni. In tale contesto, sono state scambiate 217 lettere. La BCE ha inoltre continuato a intrattenere un dialogo frequente tramite incontri regolari con il Comitato di rappresentanti del personale e l'IPSO su questioni occupazionali e sociali.

2.3 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 europee¹⁵. Il suo obiettivo è di fornire informazioni e favorire il dibattito sulle questioni che possono avere un forte impatto sulle condizioni di lavoro nelle banche centrali del SEBC. Queste informazioni sono fornite in una *newsletter* semestrale e in occasione di incontri che si tengono a Francoforte.

Nel febbraio 2012 si è tenuto il primo incontro del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC, che si è incentrato sugli effetti occupazionali della crisi finanziaria, sulla formazione e mobilità all'interno del SEBC/Eurosistema e sulla stabilità finanziaria. Sono state inoltre discusse questioni relative alla produzione e circolazione delle banconote e ai sistemi di pagamento.

In giugno si è tenuto uno speciale incontro *ad hoc* sulla crisi finanziaria e sul suo impatto sul SEBC e sul suo personale.

Il secondo incontro regolare del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si è tenuto in novembre e si è incentrato sui principali sviluppi in materia di banconote e di vigilanza bancaria. Altri aspetti trattati sono stati i programmi di formazione e mobilità e i progetti informatici all'interno del SEBC/Eurosistema.

Il gruppo di lavoro *ad hoc* sulla produzione e circolazione di banconote ha continuato ad affrontare questioni tecniche a complemento di quelle discusse nell'assemblea plenaria del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC. Il gruppo di lavoro sul Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si è riunito in aprile e ottobre 2012 e ha, tra l'altro, identificato i possibili temi da includere all'ordine del giorno delle riunioni del Dialogo sociale all'interno del SEBC.

2.4 L'UFFICIO DI COORDINAMENTO DEGLI ACQUISTI DELL'Eurosistema

L'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema (*Eurosystem Procurement Coordination Office*, EPCO) ha lo scopo di garantire il coordinamento efficiente degli acquisti congiunti di beni e servizi da parte delle banche centrali del SEBC che si sono impegnate a partecipare alle attività dell'EPCO¹⁶, oltre che di affinare le migliori prassi in materia di acquisti in tali banche centrali. È stata istituita una rete di esperti delle banche centrali in materia di acquisti, che si è incontrata sei volte nel 2012.

Il quarto Piano di acquisti dell'EPCO (aggiornamento 2012) è stato attuato nel corso dell'anno. Le procedure congiunte in materia di trasporto aereo per le riunioni del SEBC e di sistemazione

¹⁵ *Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI – Europa Finance) e European Federation of Public Service Unions (EPSU).*

¹⁶ Nel 2012 la Magyar Nemzeti Bank e la Banca Națională a României hanno partecipato alle attività dell'EPCO assieme alle banche centrali dell'Eurosistema.

alberghiera a livello mondiale sono state rinnovate. Diverse procedure congiunte sono state finalizzate e attuate nel 2012, in ambiti che hanno incluso l'informatica, i servizi di consulenza, i pacchetti *software*, le agenzie di *rating* e i servizi di dati di mercato, nonché le attività di revisione. In aggiunta, l'EPCO ha fatto progressi su altre nove attività e studi di acquisti congiunti per individuare potenziali acquisti congiunti in ambiti connessi a confezionamento di banconote, prodotti per ufficio, servizi di assicurazione, informatica, agenzie di *rating* e servizi di dati di mercato. Una valutazione di ulteriori opportunità di acquisti congiunti è stata inclusa nel prossimo Piano di acquisti dell'EPCO (aggiornamento 2013), che è stato approvato dal Consiglio direttivo nel dicembre 2012.

L'EPCO ha preparato una compilazione delle migliori prassi in materia di acquisti pubblici presso le banche centrali del SEBC.

Il Consiglio direttivo ha deciso di estendere il mandato iniziale dell'EPCO (2008-12) e il periodo per cui verrà ospitato dalla Banque centrale du Luxembourg sino alla fine di giugno 2014, data entro cui è prevista una decisione sul futuro modello operativo dell'EPCO e sulla banca centrale ospitante.

2.5 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Il 20 settembre 2012 la BCE ha organizzato una cerimonia per la conclusione delle opere strutturali relative alla costruzione della sua nuova sede. Le due torri ad uffici avevano allora quasi raggiunto l'altezza finale di 185 m e le principali opere strutturali erano state completate. E' previsto che le strutture in acciaio per le aree tecniche e l'antenna a coronamento dell'edificio siano ultimate nella primavera 2013.

La posa in opera dei pannelli di facciata per le due torri ad uffici è iniziata nel febbraio 2012 e l'installazione della facciata per la chiusura del corpo di raccordo saranno terminate nella primavera 2013. Il restauro dei prospetti della Grossmarkthalle (gli ex mercati generali) si è concluso nel 2012 e sono state installate le strutture in acciaio per la zona conferenze, progettata col criterio del "volume all'interno del volume" integrato nella spaziosa hall (*house-in-house concept*), nonché per l'edificio di accesso che ospiterà il centro per la stampa. L'installazione degli impianti tecnici e delle opere di finitura è iniziata nella primavera 2012 e procede come da programma. Il ritardo di circa sei mesi causato dalla complessità delle necessarie opere di restauro della struttura originale della Grossmarkthalle è stato considerato nel cronoprogramma dei lavori.

Alla fine del 2012 la BCE ha affrontato costi di costruzione e spese varie per circa 600 milioni di euro, ivi incluso l'acquisto dell'area. Nel 2005 i costi di costruzione erano stati stimati in circa 500 milioni di euro e il costo d'investimento complessivo in circa 850 milioni di euro, a prezzi costanti 2005, ossia al netto dell'indicizzazione dei prezzi, dell'inflazione e degli imprevisti oltre una determinata soglia. L'attuale previsione, elaborata a metà 2012, include tutti i costi progettuali, gli adeguamenti per indicizzazione passati e futuri e l'evoluzione generale dei costi di costruzione fino al trasloco della BCE nella nuova sede nel 2014. Gli aumenti dei prezzi dei materiali da costruzione e delle relative lavorazioni, calcolati dal 2005 fino al completamento del progetto nel 2014, determinerebbero un incremento del costo d'investimento complessivo di 200 milioni di euro.

La BCE segue con attenzione lo sviluppo dei lavori, i suoi costi e l'andamento dei prezzi e apporta all'occorrenza correzioni e modifiche. Il restauro della Grossmarkthalle ha presentato diverse

criticità che non erano state correttamente individuate nei sopralluoghi preliminari: le fondazioni si sono rivelate insufficienti e hanno richiesto opere di rinforzo; si è scoperto che la copertura del tetto conteneva materiali inquinanti che non potevano essere smaltiti con le usuali procedure; inoltre porzioni della vecchia struttura in cemento sono risultate debolmente armate.

Tutti questi fattori porteranno probabilmente alla fine del progetto, nel 2014, a dover sostenere costi aggiuntivi compresi tra 300 e 350 milioni di euro, inclusi i 200 milioni di euro sopra citati legati all'indicizzazione, da aggiungere al costo complessivo stimato di 850 milioni di euro a prezzi costanti 2005.

Il trasloco della BCE nella sua nuova sede è previsto per il 2014.

2.6 LE TEMATICHE AMBIENTALI

La BCE rimane impegnata a fare un uso razionale delle risorse naturali per preservare la qualità dell'ambiente e tutelare la salute umana. Ha definito una politica ambientale e migliora costantemente la propria *performance* ambientale, in particolare riducendo al minimo l'impronta ecologica e le emissioni di anidride carbonica. Al fine di perseguire in maniera sistematica l'obiettivo di sostenibilità ambientale, la BCE si è dotata di un Sistema di Gestione Ambientale conforme allo standard internazionale EN ISO 14001 e al Regolamento (CE) n. 1221/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio sull'adesione volontaria delle organizzazioni a un sistema comunitario di ecogestione e *audit*. Nel 2012, la BCE ha superato con successo il suo secondo *audit* di certificazione ambientale.

Il principale impatto sull'ambiente della BCE è circa il 75 per cento della sua impronta ecologica provengono dall'utilizzo di elettricità e dell'energia per la climatizzazione invernale ed estiva. Le emissioni di anidride carbonica sono state ridotte considerevolmente dal 2009, principalmente tramite misure organizzative e tecniche. Dal raffronto tra il 2010 e il 2011 emerge una riduzione del 24 per cento delle emissioni di anidride carbonica derivanti da elettricità, climatizzazione invernale ed estiva, viaggi di lavoro e consumo di carta.

Inoltre, ulteriori misure sono state introdotte nell'ambito del programma ambientale implementato dalla BCE. Una fase pilota di attuazione di una guida agli acquisti sostenibili è stata avviata nel 2012. Inoltre, è stato ridotto il numero di stampanti personali nei singoli uffici e sono state installate in tutta la sede della BCE stampanti "di piano" multifunzionali e a efficienza energetica.

La BCE è convinta che ogni dipendente può contribuire a ridurre al minimo l'impronta ecologica della BCE stessa. Nel 2012 i rappresentanti ambientali della BCE hanno organizzato sessioni di formazione del personale, incontri periodici e *workshop*. L'Ufficio del Programma *Target2-Securities* (T2S) è diventato un'area operativa pilota per una campagna di comunicazione rivolta a un'accresciuta consapevolezza e a un cambiamento dei comportamenti. Inoltre, il 21 settembre 2012 è stata organizzata una giornata "senza automobile", incoraggiando con successo quasi 200 dipendenti a recarsi al lavoro con mezzi di trasporto alternativi.

Particolare attenzione viene, inoltre, prestata all'introduzione dei più avanzati criteri in materia di sostenibilità nelle attività di gestione e di manutenzione della nuova sede della BCE.

2.7 LA GESTIONE DEI SERVIZI DI *INFORMATION TECHNOLOGY*

Insieme al suo regolare portafoglio di progetti, la Direzione Generale Sistemi informatici (DG/IS) ha favorito la cooperazione della BCE con la European Financial Stability Facility e con il Meccanismo europeo di stabilità (cfr. il capitolo 4). Sono state assunte ulteriori iniziative per migliorare il supporto alla gestione delle attività di riserva, dei fondi propri, delle operazioni di politica monetaria e del collaterale da parte della BCE. Nel contempo, sostanziali sforzi sono stati dedicati alla preparazione del trasferimento delle infrastrutture informatiche e delle attrezzature informatiche degli utenti finali alla nuova sede della BCE, inclusa la fornitura di nuove applicazioni aziendali per la gestione del nuovo edificio.

Si è altresì continuato a lavorare per accrescere l'efficienza della gestione dei servizi informatici per il SEBC, in particolare per quanto riguarda la gestione dell'identità e dell'accesso, mentre sostanziali sforzi sono stati compiuti per sostituire le soluzioni di archiviazione al fine di migliorare la tenuta dell'infrastruttura informatica e delle applicazioni aziendali.

Infine, nel quadro del continuo miglioramento dei processi interni della DG/IS, è stata ottenuta la certificazione ISO/IEC 27001 relativa alla sicurezza informatica.



Ora che nel corpo verticale sono ultimate le principali opere strutturali per i piani degli uffici, la BCE ha compiuto un ulteriore passo verso il trasferimento nel nuovo quartiere di elezione, Ostend.

IL BILANCIO

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2012

I ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2012 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti di questo Rapporto.

2 OBIETTIVI E COMPITI

Gli obiettivi e i compiti assegnati alla BCE sono definiti nello Statuto del SEBC (articoli 2 e 3). Un quadro dei risultati ottenuti sulla base di tali obiettivi è contenuto nella Prefazione di questo Rapporto.

3 PRINCIPALI RISORSE, RISCHI E PROCESSI

GOVERNANCE DELLA BCE

Gli organi decisionali della BCE sono il Comitato esecutivo, il Consiglio direttivo e il Consiglio generale.

Il quadro di governance della BCE include diversi livelli di controllo interni ed esterni. Lo Statuto del SEBC prevede due livelli di controllo esterni, segnatamente i revisori esterni designati per la verifica del bilancio della BCE (articolo 27.1), e la Corte dei conti europea, che esamina l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). Per dare maggiori garanzie in merito all'indipendenza dei revisori esterni della BCE, viene applicato il principio della rotazione della società di revisione ogni cinque anni.

Nell'ambito del sistema dei controlli interni della BCE, è in vigore un quadro di riferimento per la gestione dei rischi operativi in base al quale ciascuna unità organizzativa è responsabile della gestione dei rischi operativi e dei controlli che le pertengono, nonché dell'efficacia e dell'efficienza delle proprie attività. Il Comitato per i rischi operativi assiste il Comitato esecutivo nell'assolvimento della funzione di supervisione sulla gestione dei rischi operativi della BCE. L'Ufficio gestione dei rischi¹ è responsabile del quadro di riferimento per la gestione dei rischi applicabile a tutte le operazioni sui mercati finanziari svolte dalla BCE; inoltre, esso è tenuto a monitorare e valutare l'assetto operativo dell'Eurosistema per la politica monetaria e del cambio e a proporre miglioramenti sotto il profilo della gestione dei rischi.

Nell'ambito del sistema dei controlli interni della BCE, la competenza e la responsabilità per il budget ricadono in primo luogo sulle singole aree operative. In seno alla Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative, la Divisione Bilancio di previsione, controllo e organizzazione imposta, prepara e segue la pianificazione strategica delle risorse della BCE, nonché il relativo budget operativo, in collaborazione con le altre divisioni. Inoltre, svolge le funzioni di pianificazione e controllo delle risorse, analisi costi-benefici e analisi degli investimenti

¹ A decorrere dal 1° gennaio 2013 l'Ufficio gestione dei rischi è stato riorganizzato in Direzione Gestione dei rischi.

per quanto concerne i progetti della BCE e del SEBC. L'attività di spesa a fronte del budget viene regolarmente monitorata dal Comitato esecutivo, tenendo conto del parere della Divisione Bilancio di previsione, controllo e organizzazione, e dal Consiglio direttivo con l'ausilio del Comitato per il bilancio preventivo, formato da esperti della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dell'euro. Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno della BCE, il Comitato per il bilancio preventivo assiste il Consiglio direttivo fornendo una valutazione dettagliata delle proposte di bilancio previsionale della BCE e delle richieste di stanziamenti supplementari di bilancio da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo.

La Direzione Revisione interna svolge inoltre accertamenti di audit indipendenti rispondendo direttamente al Comitato esecutivo. In aggiunta, per rafforzare la governance interna della BCE, il Comitato di audit della BCE assiste il Consiglio direttivo per quanto concerne le sue competenze in merito all'integrità delle informazioni finanziarie, alla supervisione sui controlli interni e all'assolvimento delle funzioni di revisione della BCE e dell'Eurosistema.

Un quadro etico complessivo applicabile al personale della BCE fornisce indirizzi e stabilisce convenzioni, standard e termini di riferimento. Tutti i membri del personale devono mantenere elevati standard di comportamento deontologico nell'assolvimento dei propri doveri, nonché nelle relazioni con le BCN, le autorità pubbliche, gli operatori di mercato, i rappresentanti degli organi di informazione e la totalità dei cittadini. Due ulteriori codici di condotta vertono specificamente sul regime deontologico applicabile ai membri degli organi decisionali della BCE. Un Funzionario responsabile per l'etica nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione coerente delle regole applicabili ai suoi membri e al personale, mentre un Consigliere per l'etica professionale è stato designato dal Consiglio direttivo affinché fornisca ai suoi membri indirizzi su aspetti relativi alla condotta professionale.

Il tema della governance della BCE viene approfondito nella sezione 1 del capitolo 7 di questo Rapporto.

MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO

I membri del Comitato esecutivo sono scelti tra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario; sono nominati dal Consiglio europeo 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 stipendi, le indennità e gli altri benefici corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono riportati nella nota 30, *Spese per il personale*, del Bilancio.

RISORSE UMANE

La BCE riconosce pienamente l'importanza di un dialogo costruttivo con il personale. Nel 2012 ha continuato a elaborare e attuare politiche di gestione delle risorse umane in quattro ambiti: cultura lavorativa, assunzioni, sviluppo professionale e condizioni di impiego. Per quanto concerne la cultura lavorativa della BCE, restano al centro dell'attenzione i temi della diversità, dell'etica

professionale e della gestione del rendimento professionale. La BCE ha introdotto un programma pilota di tutoraggio per assistere i propri dipendenti, in particolare di sesso femminile, nello sviluppo personale e professionale.

Le misure di mobilità e sviluppo del personale restano i principali strumenti di crescita professionale. Inoltre la BCE ha continuato a offrire sostegno negli ambiti dell'assistenza all'infanzia e della conciliazione tra lavoro e famiglia.

Il numero medio dei dipendenti (equivalenti a tempo pieno) titolari di un contratto con la BCE² è aumentato da 1.601 nel 2011 a 1.615 nel 2012. A fine esercizio l'organico ammonta a 1.638 unità. Per ulteriori informazioni si rimanda alla nota 30, *Spese per il personale*, del Bilancio e alla sezione 2 del capitolo 7 di questo Rapporto, che approfondisce anche gli sviluppi nel settore della gestione delle risorse umane.

GESTIONE DI PORTAFOGLIO

La BCE ha due tipi di portafogli di investimento: quello relativo alle riserve ufficiali, denominato in dollari statunitensi e yen giapponesi, e quello interno detenuto a fronte dei fondi propri, denominato in euro. Inoltre, i fondi relativi al piano pensionistico della BCE sono investiti in un portafoglio a gestione esterna. La BCE detiene anche la propria quota di titoli acquisiti a fini di politica monetaria nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite. I diversi fini e obiettivi dei portafogli di investimento e di politica monetaria della BCE, nonché le prassi di gestione dei relativi rischi sono descritti approfonditamente nella sezione 1 del capitolo 2 di questo Rapporto.

La BCE è esposta a rischi finanziari (di credito, di mercato e di liquidità) sui portafogli di investimento e sui titoli acquistati a fini di politica monetaria. Essa monitora e misura tali rischi costantemente, intervenendo ove opportuno per mitigarli; a questo scopo applica quadri di riferimento per la gestione dei rischi che contemplano criteri di idoneità applicabili alle attività e alle controparti e un sistema di limiti alle esposizioni. Tali quadri di riferimento tengono conto degli obiettivi e dei fini per i quali i portafogli sono detenuti e delle preferenze in termini di esposizione al rischio formulate dagli organi decisionali della BCE.

REDAZIONE DEL BILANCIO DELLA BCE

In conformità all'articolo 26.2 dello Statuto del SEBC, il bilancio della BCE è redatto dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo³.

In seno alla Direzione Generale Amministrazione, la Divisione Reporting finanziario e principi contabili ha il compito di redigere il bilancio in collaborazione con le altre aree operative e di assicurare che l'insieme della relativa documentazione sia sottoposta tempestivamente ai revisori e quindi agli organi decisionali.

La Direzione Revisione interna presta, in modo obiettivo e indipendente, servizi di verifica (*assurance*) e consulenza tesi a migliorare il funzionamento operativo della BCE. In tale contesto,

2 Nel calcolo sono inclusi i dipendenti con contratto a tempo indeterminato e determinato (sia a breve che a lungo termine), i partecipanti al Graduate Programme della BCE, il personale in congedo maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

3 Cfr. le note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

i processi di reporting finanziario e il bilancio della BCE possono essere soggetti a revisione interna. I relativi rapporti, che possono includere raccomandazioni rivolte alle aree operative interessate, sono presentati al Comitato esecutivo.

Il Comitato per la gestione delle attività e passività, composto da rappresentanti di varie funzioni della BCE (operazioni di mercato, reporting finanziario, gestione dei rischi, budget e revisione interna), monitora sistematicamente e valuta l'insieme dei fattori suscettibili di riflettersi sullo stato patrimoniale e sul conto economico della BCE. Esso svolge un esame e presenta osservazioni sul bilancio e sulla relativa documentazione prima che siano sottoposti al Comitato esecutivo per l'approvazione.

Il bilancio della BCE è inoltre verificato da revisori esterni indipendenti, designati su raccomandazione del Consiglio direttivo e su approvazione del Consiglio dell'UE. I revisori esterni hanno pieni poteri per esaminare tutti i libri e documenti contabili della BCE e ottenere informazioni esaustive sulle sue operazioni. È responsabilità dei revisori esterni esprimere un parere che indichi se il bilancio rappresenti in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico, conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo. A tale riguardo, i revisori esterni considerano l'adeguatezza dei controlli interni applicati alla redazione e alla presentazione dei conti e valutano l'idoneità dei principi contabili adottati e la ragionevolezza delle stime effettuate dal Comitato esecutivo.

In seguito all'autorizzazione del Comitato esecutivo, il bilancio, unitamente al parere dei revisori esterni e all'insieme della documentazione pertinente, è sottoposto all'esame del Comitato di audit e quindi al Consiglio direttivo per l'approvazione finale.

Il Comitato esecutivo ha deciso che dal 2013 il bilancio della BCE sarà approvato dal Consiglio direttivo nella seconda riunione di febbraio di ogni anno e prontamente pubblicato.

4 RISORSE FINANZIARIE

CAPITALE

A dicembre 2010 la BCE ha deciso di incrementare di 5 miliardi di euro il proprio capitale sottoscritto, da 5,8 a 10,8 miliardi di euro. La decisione è scaturita da una valutazione avviata nel 2009 sull'adeguatezza del capitale previsto dallo Statuto. L'incremento è stato ritenuto appropriato in considerazione della maggiore volatilità dei tassi di cambio, dei tassi di interesse e delle quotazioni dell'oro, nonché dell'esposizione della BCE al rischio di credito. Per agevolare i trasferimenti di capitale a favore della BCE, il Consiglio direttivo ha stabilito che le BCN dei paesi dell'area dell'euro avrebbero versato gli apporti di capitale aggiuntivi in tre rate annuali di pari ammontare a dicembre 2010, 2011 e 2012.

Il 27 dicembre 2012 le BCN dei paesi dell'area dell'euro hanno versato l'ultima rata del rispettivo contributo all'aumento del capitale sottoscritto della BCE, pari a 1.166 milioni di euro. Pertanto, al 31 dicembre 2012 il capitale versato della BCE ammonta a 7.650 milioni di euro. Per un approfondimento in merito a tale variazione si rimanda alla nota 17, *Capitale e riserve*, del Bilancio.

FONDO DI ACCANTONAMENTO A FRONTE DEI RISCHI DI CAMBIO, DI TASSO DI INTERESSE, DI CREDITO 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 di interesse. Tale esposizione è principalmente connessa alle consistenze di oro e riserve ufficiali in dollari statunitensi e yen giapponesi, per lo più investite in strumenti finanziari fruttiferi. I portafogli di investimento della BCE e i titoli acquistati per finalità di politica monetaria comportano un'ulteriore esposizione al rischio di credito.

Tenuto conto dell'elevata esposizione ai rischi menzionati e dell'entità dei conti di rivalutazione, la BCE detiene un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. L'entità del fondo e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminate con cadenza annuale alla luce 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. L'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale della BCE, non può superare il valore del capitale versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Al 31 dicembre 2011 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 6.363 milioni di euro. Dopo aver considerato i risultati della valutazione dei rischi, il Consiglio direttivo ha deciso di portare la consistenza del fondo a 7.529 milioni di euro al 31 dicembre 2012, ammontare pari al limite massimo attualmente consentito.

5 RISULTATO ECONOMICO PER IL 2012

Il reddito netto della BCE per il 2012, prima del trasferimento di 1.166 milioni di euro al fondo di accantonamento, ammonta a 2.164 milioni di euro (1.894 milioni nel 2011). L'utile netto di 998 milioni di euro, risultante dopo tale trasferimento, è stato distribuito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Nel 2012 gli interessi attivi netti sono pari a 2.289 milioni di euro e registrano un incremento rispetto ai 1.999 milioni del 2011 riconducibile in prevalenza ai seguenti fattori: (a) la riduzione degli interessi passivi netti maturati sui saldi Target2, (b) i maggiori interessi attivi derivanti dai portafogli costituiti nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari e del secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e (c) la diminuzione degli interessi passivi pagati alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti relativi alle riserve ufficiali da queste trasferite alla BCE. Gli effetti di tali fattori sono stati parzialmente compensati dalla riduzione degli interessi attivi rivenienti dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione.

Nel 2012 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono diminuiti rispetto all'esercizio precedente, passando da 472 a 319 milioni di euro, a causa della riduzione degli utili netti in cambi compensata solo in parte dall'incremento degli utili netti da negoziazione realizzati su vendite di titoli. Nell'esercizio precedente gli utili in cambi sono stati principalmente generati dalle vendite di

yen giapponesi nel contesto della partecipazione della BCE all'intervento internazionale concertato nei mercati valutari del marzo 2011.

Nel 2012 l'incremento complessivo del valore di mercato del portafoglio detenuto dalla BCE a fronte dei fondi propri ha determinato una notevole diminuzione delle svalutazioni, che ammontano a 4 milioni di euro (157 milioni nel 2011).

A fine 2011 le plusvalenze non realizzate sul portafoglio valutario, principalmente in dollari statunitensi e in yen giapponesi, ammontavano a 7.976 milioni di euro, mentre le plusvalenze non realizzate su oro erano pari a 15.718 milioni di euro. Nel 2012 l'apprezzamento dell'euro rispetto allo yen giapponese e al dollaro statunitense ha dato luogo a una riduzione delle plusvalenze non realizzate sul portafoglio valutario (che ammontano a 6.053 milioni di euro), mentre l'aumento del prezzo dell'oro nel corso dell'esercizio ha generato plusvalenze non realizzate, la cui consistenza si attesta a 16.434 milioni di euro. In linea con i criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio dell'Eurosistema, tali plusvalenze sono state iscritte nei conti di rivalutazione.

A fine esercizio non sono state registrate perdite durevoli di valore. Per quanto concerne i titoli di Stato greci acquistati dalla BCE nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari, il Consiglio direttivo ha considerato in particolare due eventi, emersi nel corso del 2012, con potenziali effetti sul valore di tali titoli. In base alle informazioni disponibili al 31 dicembre 2012, il Consiglio direttivo ha ritenuto che il manifestarsi di tali eventi non avesse determinato una perdita durevole di valore delle consistenze detenute dalla BCE, poiché non vi erano evidenze di variazioni dei flussi di cassa stimati per il futuro.

Rispetto all'esercizio precedente, nel 2012 le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 442 a 461 milioni di euro. Gran parte delle spese sostenute per la costruzione della nuova sede della BCE è stata capitalizzata ed è esclusa da questa voce.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2012

ATTIVO	NOTA N.	2012 €	2011 €
Oro e crediti in oro	1	20.359.049.520	19.643.678.205
Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI	2.1	653.250.711	664.189.254
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2	40.669.958.425	40.763.380.487
		41.323.209.136	41.427.569.741
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2.2	2.838.176.026	4.827.713.607
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	3.1	0	1.456.000.000
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	5.000	204.931.400
Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	5		
Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	5.1	22.055.516.689	22.819.128.768
Crediti interni all'Eurosistema	6		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	6.1	73.007.429.075	71.090.081.710
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	6.2	24.673.515.571	49.393.103.654
		97.680.944.646	120.483.185.364
Altre attività	7		
Immobilizzazioni materiali e immateriali	7.1	638.474.832	441.349.493
Altre attività finanziarie	7.2	19.099.638.796	16.040.825.454
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	7.3	207.025.391	264.245.011
Ratei e risconti attivi	7.4	1.660.056.235	1.861.875.764
Varie	7.5	1.423.836.885	1.400.781.867
		23.029.032.139	20.009.077.589
Totale attivo		207.285.933.156	230.871.284.674

PASSIVO	NOTA N.	2012 €	2011 €
Banconote in circolazione	8	73.007.429.075	71.090.081.710
Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	9	0	204.926.300
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	10		
Altre passività	10.1	1.024.000.000	1.056.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	11	50.887.527.294	77.116.620.293
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	12		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività	12.1	0	406.665.121
Passività interne all'Eurosistema	13		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali	13.1	40.307.572.893	40.307.572.893
Altre passività	14		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	14.1	585.953.062	869.160.478
Ratei e risconti passivi	14.2	975.648.659	1.251.205.972
Varie	14.3	781.819.158	623.759.817
		2.343.420.879	2.744.126.267
Accantonamenti	15	7.595.452.415	6.407.941.415
Conti di rivalutazione	16	23.472.041.296	24.324.930.772
Capitale e riserve	17		
Capitale	17.1	7.650.458.669	6.484.283.669
Utile dell'esercizio		998.030.635	728.136.234
Totale passivo		207.285.933.156	230.871.284.674

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2012

	NOTA N.	2012 €	2011 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	24.1	228.883.700	290.220.291
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	24.2	633.084.427	856.392.005
Altri interessi attivi	24.4	10.917.006.128	8.331.260.026
<i>Interessi attivi</i>		<i>11.778.974.255</i>	<i>9.477.872.322</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	24.3	(306.925.375)	(433.970.898)
Altri interessi passivi	24.4	(9.182.641.280)	(7.044.498.398)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(9.489.566.655)</i>	<i>(7.478.469.296)</i>
Interessi attivi netti	24	2.289.407.600	1.999.403.026
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	25	318.835.838	472.219.229
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	26	(4.180.784)	(157.457.283)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro		(1.166.175.000)	(1.166.175.000)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(851.519.946)	(851.413.054)
Spese nette per provvigioni e commissioni	27	(2.127.108)	(1.980.780)
Proventi da azioni e partecipazioni	28	1.188.176	1.048.891
Altri proventi	29	21.938.157	23.122.157
Proventi totali netti		1.458.886.879	1.170.180.240
Spese per il personale	30	(219.350.856)	(216.065.185)
Spese di amministrazione	31	(220.422.011)	(208.017.979)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(12.918.830)	(11.488.672)
Servizi di produzione di banconote	32	(8.164.547)	(6.472.170)
Utile dell'esercizio		998.030.635	728.136.234

Francoforte sul Meno, 13 febbraio 2013

BANCA CENTRALE EUROPEA

Mario Draghi
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della BCE è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili² di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), competenza, 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 affluiscano alla o defluiscano 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 (diversi da quelli classificati come detenuti fino a scadenza), 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 alla data di regolamento.

Ad eccezione delle operazioni a pronti in titoli, le operazioni su strumenti finanziari denominati in valuta estera sono registrate in conti "fuori bilancio" alla data di contrattazione. Alla data di regolamento le registrazioni "fuori bilancio" sono stornate e le operazioni vengono iscritte in bilancio. Gli acquisti e le vendite di valuta estera incidono sulla posizione netta in valuta alla data di contrattazione; gli utili o le perdite realizzati generati dalle vendite sono altresì calcolati alla data di contrattazione. Gli interessi, i premi e gli sconti maturati sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera sono calcolati e registrati su base giornaliera e, pertanto, incidono giornalmente sulla posizione in valuta.

ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

Le attività e le 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.

¹ I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono definiti in dettaglio nella Decisione BCE/2010/21, dell'11 novembre 2010, GU L 35 del 9.2.2011, pag. 1, e successive modifiche.

² Tali 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.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra a fine esercizio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze da valutazione attinenti al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di fino, che per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2012 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre.

Il diritto speciale di prelievo (DSP) è definito in termini di un paniere di valute. A fini di valutazione delle consistenze detenute dalla BCE, il valore del DSP è stato calcolato come somma ponderata dei tassi di cambio delle quattro valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese) convertite in euro al 31 dicembre 2012.

TITOLI

I titoli negoziabili (diversi da quelli classificati come detenuti fino a scadenza) 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 2012 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 28 dicembre.

I titoli negoziabili classificati come detenuti fino a scadenza e le azioni illiquide sono valutati 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 sostenute³. 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 a fine esercizio eccedono le 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. Qualora tali minusvalenze siano imputate al conto economico, il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio o il prezzo di mercato di fine esercizio.

Le perdite durevoli di valore sono espone nel conto economico e non vengono stornate negli esercizi successivi, salvo il caso in cui la perdita durevole diminuisca e tale diminuzione possa essere ricondotta a un evento osservabile verificatosi in un momento posteriore alla registrazione iniziale della perdita.

I premi e gli sconti sui titoli acquistati, inclusi quelli classificati come detenuti fino a scadenza, vengono assimilati agli interessi attivi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

³ Ai ratei e agli accantonamenti di natura amministrativa si applica una soglia minima di 100.000 euro.

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 garantiti. 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.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono rilevate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita in contanti presso un conto della BCE. Nel 2012 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 le une dalle altre. 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

Il valore delle attività e delle passività è oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio della BCE e quella in cui il Comitato esecutivo ne autorizza la presentazione al Consiglio direttivo per l'approvazione, qualora tali eventi incidano in misura significativa sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento.

I fatti contabili rilevanti successivi alla data di chiusura del bilancio che non hanno effetti sulle attività e passività a tale data sono riportati nelle note.

SALDI INTRA-SEBC E SALDI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

I saldi intra-SEBC sono riconducibili principalmente ai pagamenti transfrontalieri in euro interni all'UE regolati in moneta di banca centrale. Queste operazioni, disposte per la maggior parte da soggetti privati (quali enti creditizi, società e persone fisiche), sono regolate in Target2, il sistema

transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale, e danno origine a saldi bilaterali nei conti Target2 delle banche centrali degli Stati membri dell'UE. Questi saldi sono compensati per novazione con la BCE su base giornaliera e, pertanto, ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, costituisce il credito o debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC. I saldi interni all'Eurosistema delle BCN dei paesi dell'area dell'euro verso la BCE derivanti da Target2, nonché gli altri saldi interni all'Eurosistema denominati in euro (fra cui i conferimenti provvisori dell'utile alle BCN) sono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva e imputati alla voce "Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)" oppure "Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)". I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione a Target2⁴, sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocazione delle banconote 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 interni all'Eurosistema derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE da parte delle BCN dell'Eurosistema sono denominati in euro e vengono iscritti alla voce "Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali".

IMMOBILIZZAZIONI

Salvo i terreni e le opere d'arte, le immobilizzazioni (comprese quelle immateriali) sono valutate al costo dedotto l'ammortamento. L'ammortamento è calcolato a quote costanti sull'intero periodo atteso di vita utile del bene, a partire dal trimestre successivo alla data in cui questo diviene utilizzabile. Si riporta di seguito la vita utile considerata per le principali categorie di beni.

Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Impianti tecnici	4 o 10 anni
Mobili e attrezzature all'interno degli edifici	10 anni

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai locali in affitto attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato modificato affinché tali attività siano interamente ammortizzate prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede. I terreni e le opere d'arte sono valutati al costo.

Le immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro sono interamente imputate al conto economico dell'anno di acquisto.

Le immobilizzazioni che, pur soddisfacendo i criteri di capitalizzazione, sono ancora in fase di costruzione o di sviluppo vengono iscritte alla posta di bilancio "Immobilizzazioni in corso". I costi connessi saranno imputati alle voci pertinenti quando i beni saranno disponibili e pronti all'uso. Riguardo all'ammortamento della nuova sede della BCE, i costi verranno adeguatamente imputati alle varie componenti, che a loro volta saranno ammortizzate in base alla rispettiva vita utile stimata.

4 Al 31 dicembre 2012 partecipano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro: Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski e Banca Națională a României.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE, ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO E ALTRI BENEFICI A LUNGO TERMINE

La BCE applica per il personale un piano a benefici definiti che viene finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine.

I contributi obbligatori della BCE e del personale sono pari rispettivamente al 18 e al 6 per cento dello stipendio base. Il personale può versare ulteriori contributi volontari in un fondo a contribuzione definita utilizzabile per l'erogazione di prestazioni integrative⁵.

Stato patrimoniale

La voce del passivo relativa al piano 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 a benefici definiti è calcolato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando un tasso determinato sui rendimenti di mercato, alla data di riferimento del bilancio, relativi a obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello dell'obbligazione pensionistica.

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 detenute a fronte dell'obbligazione a benefici definiti;
- (d) gli utili e le perdite attuariali derivanti dai benefici successivi al rapporto di lavoro applicando la regola del "corridoio del 10 per cento";
- (e) gli utili e le perdite attuariali complessivi rivenienti da altri benefici a lungo termine.

Corridoio del 10 per cento

La quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevata sui benefici successivi al rapporto di lavoro 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 del piano detenute a fronte

⁵ Al momento del pensionamento i fondi accumulati dai membri del personale tramite contributi volontari possono essere destinati all'erogazione di una pensione integrativa, che a decorrere da quella data rientrerà nell'obbligazione a benefici contenuti.

dell'obbligazione a benefici definiti, è ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

Benefici non finanziati

Per i membri del Comitato esecutivo della BCE i benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine non sono finanziati attraverso specifiche attività; ciò avviene anche per i benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni e altri benefici a lungo termine del personale. 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 nella sezione *Conto economico*.

Questi importi sono valutati 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'Eurosistema⁶. L'ammontare 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 banconote⁷.

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 fruttifera⁸, 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 derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" del conto economico.

DISTRIBUZIONE PROVVISORIA DELL'UTILE

Il reddito riveniente alla BCE dalle banconote in euro in circolazione e dal portafoglio acquistato nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari è dovuto alle BCN dei paesi dell'area dell'euro nello stesso esercizio in cui matura. Salvo diversa decisione del Consiglio direttivo, la BCE conferisce tale reddito nel gennaio dell'anno successivo tramite distribuzione provvisoria dell'utile⁹. L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati nel quadro del suddetto programma, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di

6 Decisione BCE/2010/29, del 13 dicembre 2010, relativa all'emissione delle banconote in euro (rifusione), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 26.

7 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.

8 Decisione BCE/2010/23, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (rifusione), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 17, e successive modifiche.

9 Decisione BCE/2010/24, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione provvisoria del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati ai sensi del Programma per il mercato dei titoli finanziari (rifusione), GU L 6 dell'11.1.2011, pag. 35, e successive modifiche.

tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Il Consiglio direttivo può inoltre decidere di dedurre dal reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione i costi sopportati dalla BCE per l'emissione e la gestione operativa dei biglietti 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 PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2012.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

I ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2012 la BCE detiene 16.142.871 onces¹⁰ di oro fino (invariate rispetto al 2011). Nel 2012 non sono state effettuate operazioni su oro; il controvalore in euro delle consistenze in oro fino della BCE è pertanto aumentato a causa del rialzo del prezzo del metallo nel corso dell'anno (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 16, *Conti di rivalutazione*).

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

2.1 CREDITI VERSO L'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di DSP al 31 dicembre 2012, 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. A fini contabili i DSP sono assimilati a 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).

2.2 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.

Crediti verso non residenti nell'area dell'euro	2012 €	2011 €	Variazione €
Conti correnti	1.503.909.190	967.861.820	536.047.370
Depositi del mercato monetario	345.932.462	598.657.080	(252.724.618)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	56.844.020	623.065.152	(566.221.132)
Investimenti in titoli	38.763.272.753	38.573.796.435	189.476.318
Totale	40.669.958.425	40.763.380.487	(93.422.062)

Crediti verso residenti nell'area dell'euro	2012 €	2011 €	Variazione €
Conti correnti	1.189.425	1.439.838	(250.413)
Depositi del mercato monetario	2.836.986.601	4.826.273.769	(1.989.287.168)
Totale	2.838.176.026	4.827.713.607	(1.989.537.581)

Nel 2012 tali voci sono diminuite principalmente per effetto del deprezzamento del dollaro statunitense e dello yen giapponese nei confronti dell'euro.

¹⁰ Corrispondenti a 502,1 tonnellate.

Consistenze nette in valuta estera (dollari statunitensi e yen giapponesi)¹¹ detenute dalla BCE al 31 dicembre 2012:

	2012 Valuta in milioni	2011 Valuta in milioni
Dollari statunitensi	45.235	44.614
Yen giapponesi	1.046.552	1.041.238

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

3.1 CONTI PRESSO BANCHE, INVESTIMENTI IN TITOLI E PRESTITI

Al 31 dicembre 2011 questa voce comprendeva un credito verso la banca centrale di un paese non appartenente all'area dell'euro concesso in base a un accordo con la BCE su operazioni a termine. Ai sensi dell'accordo, la banca centrale in questione può disporre di euro a fronte di adeguate garanzie per svolgere operazioni di erogazione di liquidità in ambito nazionale. Al 31 dicembre 2012 non sono presenti crediti relativi a tali operazioni.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2011 tale posta era costituita principalmente da crediti derivanti da operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine, condotte nell'ambito dei prestiti di obbligazioni garantite (cfr. la nota 9, *Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*). Al 31 dicembre 2012 non è presente alcun credito relativo a tali operazioni.

Al 31 dicembre 2012 questa voce comprende il conto corrente di un residente nell'area dell'euro.

5 TITOLI DENOMINATI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

5.1 TITOLI DETENUTI AI FINI DELLA POLITICA MONETARIA

Al 31 dicembre 2012 questa voce include i titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito dei due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite¹² e del Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Market Programme)¹³.

11 Tali consistenze comprendono attività meno passività denominate nelle 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" (passivo) e "Ratei e risconti passivi"; inoltre tengono conto delle operazioni a termine e di *swap* in valuta "fuori bilancio". Non sono considerate le plusvalenze sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera risultanti dalla valutazione a prezzi di mercato.

12 Annunciati nei comunicati stampa della BCE del 4 giugno 2009 e del 6 ottobre 2011.

13 Annunciato nel comunicato stampa della BCE del 10 maggio 2010 sulle misure adottate per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari.

	2012 €	2011 €	Variazione €
Primo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4.426.521.354	4.814.370.827	(387.849.473)
Secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	1.504.280.207	212.604.879	1.291.675.328
Programma per il mercato dei titoli finanziari	16.124.715.128	17.792.153.062	(1.667.437.934)
Totale	22.055.516.689	22.819.128.768	(763.612.079)

Gli acquisti relativi al primo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite sono stati portati a compimento a fine giugno 2010. La diminuzione netta di questa posta nel 2012 è riconducibile principalmente ai rimborsi.

Nell'ambito del secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite istituito nell'ottobre 2011, la BCE e le BCN hanno acquistato obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro, al fine di favorire le condizioni di finanziamento per gli enti creditizi e le imprese, nonché di incoraggiare i primi a mantenere e accrescere i prestiti alla clientela. Nel 2012 l'aumento netto di questa voce è ascrivibile agli acquisti effettuati nell'anno fino al 31 ottobre 2012, data di conclusione del programma.

Il Programma per il mercato dei titoli finanziari, istituito nel maggio 2010, autorizzava la BCE e le BCN all'acquisto di strumenti di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro per ovviare a disfunzioni di determinati segmenti dei mercati dei titoli dell'area e ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La contrazione netta della voce nel 2012 è attribuibile ai rimborsi, che hanno più che compensato l'effetto degli acquisti e dell'ammortamento degli sconti netti maturati nell'anno. Il 6 settembre 2012 il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine al programma¹⁴.

Il portafoglio della BCE relativo al Programma per il mercato dei titoli finanziari include anche titoli di debito emessi dalla Grecia. A febbraio 2012 le banche centrali dell'Eurosistema hanno scambiato i titoli di Stato greci acquistati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari con strumenti di nuova emissione della Repubblica ellenica. Questi ultimi hanno le stesse caratteristiche dei titoli relativi al suddetto programma in termini di valore nominale, tasso cedolare, data di pagamento degli interessi e data di rimborso e non sono stati inclusi nell'elenco dei titoli soggetti a ristrutturazione nel contesto dell'iniziativa per la partecipazione del settore privato (*Private Sector Involvement*, PSI). Di conseguenza, la BCE non ha realizzato perdite sulle consistenze in titoli di Stato greci.

I titoli relativi al Programma per il mercato dei titoli finanziari e ai Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite sono classificati come detenuti fino a scadenza e sono valutati sulla base del costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore (cfr. la sezione *Titoli* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Le verifiche annuali sulle riduzioni durevoli di valore sono condotte sulla scorta delle informazioni disponibili e degli importi recuperabili stimati a fine esercizio.

Per quanto concerne le verifiche sulle riduzioni durevoli di valore condotte a fine 2012 sui titoli acquistati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari, il Consiglio direttivo ha considerato, in particolare, due eventi che si sono manifestati nel corso dell'anno con potenziali effetti sul valore dei titoli di Stato greci. Il primo era costituito dalla ristrutturazione del marzo 2012 di

¹⁴ Decisione annunciata nel comunicato stampa della BCE del 6 settembre 2012 sulle caratteristiche tecniche delle operazioni definitive monetarie.

parte del debito della Repubblica ellenica nel contesto dell'iniziativa PSI, mentre il secondo era relativo all'operazione di riacquisto del debito condotta dal governo greco nel dicembre 2012. Il Consiglio direttivo ha ritenuto che il verificarsi di tali eventi non abbia determinato una perdita durevole di valore delle consistenze detenute dalla BCE dal momento che, in base alle informazioni disponibili al 31 dicembre 2012, non vi erano evidenze di variazioni nei flussi di cassa stimati per il futuro. A fine esercizio, pertanto, non sono state registrate riduzioni durevoli di valore per i titoli di Stato greci detenuti dalla BCE nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari. Inoltre, anche per quanto concerne gli altri titoli relativi al programma, non sono state rilevate perdite durevoli di valore.

Quanto alle verifiche sulle riduzioni durevoli di valore condotte sui titoli acquistati nell'ambito dei due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite, il Consiglio direttivo ha preso atto delle operazioni di ristrutturazione che hanno riguardato alcuni emittenti nel 2012. Queste operazioni, tuttavia, non hanno influito sulle stime dei futuri flussi di cassa attesi per la BCE e, quindi, non sono state registrate riduzioni durevoli di valore.

Il Consiglio direttivo valuta periodicamente i rischi finanziari connessi ai portafogli detenuti nel quadro dei suddetti programmi.

6 CREDITI INTERNI ALL'Eurosistema

6.1 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). La remunerazione di tali crediti è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali (cfr. la nota 24.2, *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*).

6.2 ALTRI CREDITI NELL'AMBITO DELL'Eurosistema (NETTI)

Nel 2012 la voce include prevalentemente i saldi Target2 delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). La diminuzione netta di questa posizione è riconducibile soprattutto al calo delle consistenze in essere relative alle operazioni di *back-to-back swap* condotte dalle BCN al fine di erogare liquidità in dollari statunitensi. L'impatto di tale dinamica è stato in parte compensato dalle somme corrisposte da residenti nell'area dell'euro verso non residenti con regolamento in Target2 (cfr. la nota 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

La remunerazione delle posizioni Target2, ad eccezione dei saldi rivenienti dalle operazioni di *back-to-back swap* finalizzate all'immissione di liquidità in dollari, è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali.

Questa voce comprende anche il saldo a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro a titolo di distribuzione provvisoria del reddito della BCE (cfr. la sezione *Distribuzione provvisoria dell'utile* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2012 €	2011 €
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	981.081.428.771	842.032.488.071
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(955.833.285.908)	(791.987.384.417)
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativamente alla distribuzione provvisoria del reddito della BCE	(574.627.292)	(652.000.000)
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	24.673.515.571	49.393.103.654

7 ALTRE ATTIVITÀ

7.1 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI E IMMATERIALI

Voci iscritte al 31 dicembre 2012:

	2012 €	2011 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	170.824.151	168.916.034	1.908.117
Computer (hardware e software)	64.633.290	187.324.734	(122.691.444)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	13.926.711	30.891.846	(16.965.135)
Immobilizzazioni in corso	529.636.881	339.020.767	190.616.114
Altre immobilizzazioni	7.508.349	1.656.957	5.851.392
Costo totale	786.529.382	727.810.338	58.719.044
Fondo di ammortamento			
Terreni e fabbricati	(82.957.070)	(79.214.734)	(3.742.336)
Computer (hardware e software)	(51.687.755)	(177.313.517)	125.625.762
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	(13.274.149)	(29.730.082)	16.455.933
Altre immobilizzazioni	(135.576)	(202.512)	66.936
Fondo di ammortamento totale	(148.054.550)	(286.460.845)	138.406.295
Valore netto contabile	638.474.832	441.349.493	197.125.339

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è attribuibile ai lavori eseguiti nel 2012 per la realizzazione della nuova sede della BCE.

La diminuzione delle voci "Computer (hardware e software)" nonché "Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi", in termini sia di costo sia di fondo di ammortamento, rispecchia principalmente il fatto che è stato stralciato dal bilancio il valore dei beni obsoleti non più in funzione a fine 2012.

L'aumento della voce "Altre immobilizzazioni" è dovuto soprattutto al pagamento nel 2012 di una licenza per l'acquisizione dei diritti di proprietà intellettuale e di *know-how* riguardanti le caratteristiche tecniche della seconda generazione di banconote in euro. Il costo e il fondo di ammortamento di questa posta hanno risentito anche dello stralcio nell'esercizio di altre immobilizzazioni obsolete e non più in uso.

7.2 ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Includono gli investimenti dei fondi propri¹⁵ della BCE detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve, nonché altre attività finanziarie comprendenti 3.211 azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

Le componenti di questa voce sono:

	2012 €	2011 €	Variazione €
Conti correnti in euro	5.193.816	4.934.974	258.842
Titoli denominati in euro	16.349.560.714	13.285.988.281	3.063.572.433
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	2.702.963.941	2.707.978.069	(5.014.128)
Altre attività finanziarie	41.920.325	41.924.130	(3.805)
Totale	19.099.638.796	16.040.825.454	3.058.813.342

L'incremento netto di tale posta è ascrivibile soprattutto all'investimento, nell'ambito del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri, (a) degli importi conferiti nel 2012 dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi alla terza rata dell'aumento del capitale sottoscritto della BCE deciso nel 2010 (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*) e (b) della contropartita dell'ammontare trasferito nel 2011 al fondo di accantonamento della BCE a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro.

7.3 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 2012 (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 esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni “fuori bilancio”* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono espone anche le plusvalenze da valutazione sulle operazioni di swap su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

7.4 RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel 2012 questa voce comprende gli interessi cedolari maturati sui titoli, compresi i dietimi di interesse versati al momento dell'acquisto, per 792,7 milioni di euro (816,8 milioni nel 2011) (cfr. le note 2.2, *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*, 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*, e 7.2, *Altre attività finanziarie*).

Questa posta comprende inoltre gli interessi attivi maturati sui saldi Target2 dovuti dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro per l'ultimo mese dell'esercizio, pari a 650,4 milioni di euro (752,6 milioni

¹⁵ Le operazioni a termine condotte nell'ambito della gestione del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri confluiscono nella posta “Varie” del passivo (cfr. la nota 14.3, *Varie*).

nel 2011), e 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 136,7 milioni di euro (230,6 milioni nel 2011).

In questa voce sono stati esposti anche altri redditi maturati, compresi gli interessi attivi su altre attività finanziarie, nonché risconti vari.

7.5 VARIE

Questa voce si compone principalmente dei saldi positivi derivanti dalle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2012 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). I saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

La voce comprende anche gli importi della distribuzione provvisoria del reddito della BCE (cfr. la sezione *Distribuzione provvisoria dell'utile* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 6.2, *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*).

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 dell'Unione europea, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 39 dello Statuto del SEBC.

8 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).

9 ALTRE PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2011 tale posta era costituita principalmente da passività derivanti da operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine legate al prestito di obbligazioni garantite. Tale prestito avviene tramite operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, in cui gli importi complessivi ricevuti sono simultaneamente reinvestiti presso la stessa controparte in un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine (cfr. la nota 4, *Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*). Al 31 dicembre 2012 non risulta in essere alcuna passività.

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

10.1 ALTRE PASSIVITÀ

In questa voce rientrano i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti dell'EBA regolati in Target2.

11 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2012 la voce include una passività di 44,0 miliardi di euro (13,0 miliardi nel 2011) costituita dai saldi debitori della BCE nei confronti di BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro e di altre banche centrali, a seguito o in contropartita di operazioni regolate tramite Target2.

La parte rimanente di questa voce è rappresentata da una passività di 6,8 miliardi di euro (64,2 miliardi nel 2011) inerente all'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute concluso con la Federal Reserve. In questo contesto la Federal Reserve fornisce alla BCE dollari statunitensi mediante una linea di *swap* temporanea, finalizzata a offrire finanziamenti a breve termine in dollari alle controparti dell'Eurosistema. La BCE attiva simultaneamente operazioni di *back-to-back swap* con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali utilizzano i fondi così ottenuti per eseguire operazioni di immissione di liquidità in dollari (operazioni temporanee) con le controparti dell'Eurosistema. Le operazioni di *back-to-back swap* danno luogo a saldi interni all'Eurosistema fra la BCE e le BCN. Le operazioni di *swap* condotte con la Federal Reserve e le BCN dei paesi dell'area dell'euro generano anche attività e passività per operazioni a termine che vengono esposte nei conti "fuori bilancio" (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*).

12 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

12.1 DEPOSITI, CONTI DI NATURA DIVERSA E ALTRE PASSIVITÀ

Nel 2011 tale posta di bilancio comprendeva le passività connesse a 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. Al 31 dicembre 2012 la voce presenta un saldo pari a zero.

13 PASSIVITÀ INTERNE ALL'Eurosistema

13.1 PASSIVITÀ EQUIVALENTI AL TRASFERIMENTO DI RISERVE UFFICIALI

Costituiscono le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE al momento dell'adesione all'Eurosistema. Nel 2012 non si sono registrate variazioni.

La remunerazione di tali passività è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile – applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali – aggiustato per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 24.3, *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*).

	Dal 1° gennaio 2011 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274
Eesti Pank	103.115.678
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	639.835.662
Banca di Grecia	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881
Banca centrale di Cipro	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638
Suomen Pankki - Finlands Bank	722.328.205
Totale	40.307.572.893

14 ALTRE PASSIVITÀ

14.1 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 2012 (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 esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni “fuori bilancio”* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono esposte anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

14.2 RATEI E RISCOINTI PASSIVI

Al 31 dicembre 2012 la voce è rappresentata essenzialmente da due componenti: interessi sui saldi Target2 dovuti alle BCN per l'ultimo mese dell'esercizio, pari a 641,1 milioni di euro (770,1 milioni nel 2011), e interessi sui crediti relativi alle riserve ufficiali trasferite alla BCE dovuti alle BCN per l'intero esercizio (cfr. la nota 13, *Passività interne all'Eurosistema*), pari a 306,9 milioni di euro (434,0 milioni nel 2011). Nella voce confluiscono anche i ratei passivi sugli strumenti finanziari e altri ratei passivi.

A questa posta di bilancio è imputato anche il contributo, pari a 15,3 milioni di euro, conferito alla BCE dal Comune di Francoforte per la conservazione della Grossmarkthalle, edificio storico tutelato, nell'ambito dei lavori di costruzione della nuova sede della BCE. L'importo sarà portato a compensazione del costo dello stabile una volta pronto all'uso (cfr. la nota 7.1, *Immobilizzazioni materiali e immateriali*).

14.3 VARIE

In tale posta di bilancio confluiscono le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 360,1 milioni di euro (360,0 milioni nel 2011), collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

La voce comprende anche i saldi negativi connessi alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2012 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). I saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Tale posta include inoltre la passività netta della BCE relativa ai benefici successivi al rapporto di lavoro e agli altri benefici a lungo termine a favore del suo personale e dei membri del Comitato esecutivo, pari a 109,8 milioni di euro, come illustrato di seguito (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine* nelle note sui criteri di rilevazione contabili e di redazione del bilancio).

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE, ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO E ALTRI BENEFICI A LUNGO TERMINE

Sono di seguito indicati gli importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro e ad altri benefici a lungo termine a favore del personale:

	2012 Personale	2012 Comitato esecutivo	2012 Totale	2012 Personale	2012 Comitato esecutivo	2012 Totale
	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	761,3	17,8	779,1	549,1	17,9	567,0
Fair value delle attività a servizio del piano	(522,7)	-	(522,7)	(418,4)	-	(418,4)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	(144,5)	(2,1)	(146,6)	(35,6)	(0,5)	(36,1)
Passività iscritta nello stato patrimoniale	94,1	15,7	109,8	95,1	17,4	112,5

Nel 2012 il valore attuale dell'obbligazione nei confronti del personale, pari a 761,3 milioni di euro, include gli impegni relativi ai benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni e agli altri benefici a lungo termine non finanziati da specifiche attività, per un ammontare di 109,1 milioni di euro (86,6 milioni nel 2011). Anche i benefici successivi al rapporto di lavoro e gli altri benefici a lungo termine dei membri del Comitato esecutivo non sono finanziati da specifiche attività.

Sono di seguito esposti gli importi iscritti nel conto economico per l'esercizio 2012.

	2012 Personale	2012 Comitato esecutivo	2012 Totale	2012 Personale	2012 Comitato esecutivo	2012 Totale
	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	29,0	1,3	30,3	31,1	1,4	32,5
Interessi sull'obbligazione	24,5	0,9	25,4	24,2	0,8	25,0
Rendimento atteso sulle attività del piano (Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	(21,6)	-	(21,6)	(20,1)	-	(20,1)
	0,7	0	0,7	6,2	(0,6)	5,6
Totale incluso in "Spese per il personale"	32,6	2,2	34,8	41,4	1,6	43,0

Variazioni nel 2012 del valore attuale dell'obbligazione:

	2012 Personale	2012 Comitato esecutivo	2012 Totale	2012 Personale	2012 Comitato esecutivo	2012 Totale
	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro
Obbligazione iniziale	549,1	17,9	567,0	539,6	15,9	555,5
Costo previdenziale	29,0	1,3	30,3	31,1	1,4	32,5
Interessi sull'obbligazione	24,5	0,9	25,4	24,2	0,8	25,0
Contributi versati dai partecipanti al piano	16,5	0,1	16,6	16,3	0,2	16,5
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano ¹	8,9	0	8,9	(1,9)	0	(1,9)
Benefici versati	(6,3)	(4,0)	(10,3)	(5,4)	(0,8)	(6,2)
(Utili)/perdite attuariali	139,6	1,6	141,2	(54,8)	0,4	(54,4)
Obbligazione finale	761,3	17,8	779,1	549,1	17,9	567,0

1) La voce accoglie il rendimento sui fondi derivanti dai contributi volontari dei partecipanti al piano.

Nel 2011 gli utili attuariali sull'obbligazione a benefici definiti relativa al personale ammontavano a 54,8 milioni di euro. L'importo discendeva dagli effetti (a) dell'incremento inferiore al previsto del valore dei benefici minimi garantiti; (b) della revisione al ribasso dei rendimenti attesi sulle quote del fondo con garanzia sul capitale che sono utilizzati per calcolare le pensioni future e quindi il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti; (c) dell'incremento inferiore alle proiezioni dei premi dell'assicurazione contro le malattie.

Nel 2012 le perdite attuariali sull'obbligazione a benefici definiti, pari a 139,6 milioni di euro, sono ascrivibili principalmente alla riduzione del tasso di attualizzazione dal 5,00 al 3,50 per cento. Il conseguente incremento dell'obbligazione finale è compensato solo in parte dagli effetti del minore aumento atteso in futuro per i benefici garantiti (basati sull'evoluzione dei valori unitari) nonché della riduzione, dall'1,65 all'1,40 per cento, dell'incremento futuro ipotizzato per le pensioni.

I benefici corrisposti nel 2012 comprendono la liquidazione dei diritti pensionistici di alcuni membri del Comitato esecutivo non più in servizio presso la BCE.

Variazioni nel 2012 del *fair value* delle attività a servizio del piano relative al personale, comprese quelle derivanti dai contributi volontari versati dai partecipanti al piano:

	2012 milioni di euro	2011 milioni di euro
<i>Fair value</i> iniziale delle attività a servizio del piano	418,4	391,6
Rendimento atteso	21,6	20,1
Utili/(perdite) attuariali	30,0	(25,0)
Contributi versati dal datore di lavoro	33,6	22,7
Contributi versati dai partecipanti al piano	16,5	16,3
Benefici versati	(6,3)	(5,4)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	8,9	(1,9)
<i>Fair value</i> finale delle attività a servizio del piano	522,7	418,4

In conformità delle Condizioni di impiego del personale della Banca centrale europea, gli attuari della BCE hanno condotto una valutazione di lungo periodo del piano pensionistico al 31 dicembre 2011. A seguito di tale valutazione e deliberando sulla base del parere degli attuari, il 2 agosto 2012 il Consiglio direttivo ha approvato il versamento annuo di un contributo aggiuntivo pari a 10,3 milioni di euro, da effettuare per un periodo di dodici anni a partire dal 2012. Questa decisione sarà riesaminata nel 2014. L'incremento dei contributi versati dalla BCE nel 2012 rappresenta principalmente il versamento aggiuntivo per tale esercizio.

Gli utili attuariali sulle attività a servizio del piano nel 2012 riflettono i rendimenti superiori alle attese sulle quote del fondo nell'esercizio.

Le valutazioni degli attuari citate nella presente nota si basano su ipotesi che sono state accettate dal Comitato esecutivo ai fini del trattamento contabile e dell'esposizione in bilancio. Le principali ipotesi adottate per il calcolo della passività del piano pensionistico sono:

	2012 %	2011 %
Tasso di attualizzazione	3,50	5,00
Rendimento atteso sulle attività del piano ¹	4,50	6,00
Incrementi generali futuri delle retribuzioni ²	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri ³	1,40	1,65

1) Queste assunzioni sono state impiegate per calcolare sia l'obbligazione a benefici definiti della BCE, finanziata da attività con garanzia sul capitale, sia il rendimento atteso per l'anno successivo sulle attività a servizio del piano.

2) Sono inoltre considerati gli aumenti futuri delle retribuzioni individuali fino all'1,8 per cento l'anno, a seconda dell'età degli iscritti al piano.

3) Conformemente al regolamento sul piano pensionistico della BCE, i trattamenti pensionistici saranno soggetti a un incremento annuale. Quest'ultimo sarà allineato agli incrementi generali delle retribuzioni dei dipendenti della BCE, laddove essi risultino inferiori all'inflazione. Qualora siano superiori, serviranno da base per il calcolo dell'aumento dei trattamenti pensionistici a condizione che la posizione finanziaria del piano della BCE lo consenta.

15 ACCANTONAMENTI

La voce comprende un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, nonché altri accantonamenti di varia natura.

Il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro verrà utilizzato, nella misura considerata necessaria dal Consiglio direttivo, per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, segnatamente minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. L'ammontare dell'accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione a tali rischi. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in

particolare l'ammontare delle 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. 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 2011 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 6.363.107.289 euro. In base agli esiti della sua valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire al fondo, al 31 dicembre 2012, un importo di 1.166.175.000 euro. Il trasferimento riduce l'utile netto della BCE per l'esercizio 2012 a 998.030.635 euro e aumenta il fondo a 7.529.282.289 euro. A seguito dell'aumento del capitale versato della BCE nel 2012 (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*), l'importo del fondo corrisponde al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro al 31 dicembre 2012.

16 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Rappresentano saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività, passività e strumenti fuori bilancio (cfr. le sezioni *Rilevazione delle rendite e delle spese*, *Oro e attività e passività in valuta estera*, *Titoli e Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2012 €	2011 €	Variazione €
Oro	16.433.862.811	15.718.491.496	715.371.315
Valuta estera	6.053.396.675	7.975.683.173	(1.922.286.498)
Titoli e altri strumenti	984.781.810	630.756.103	354.025.707
Totale	23.472.041.296	24.324.930.772	(852.889.476)

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

<i>Tassi di cambio</i>	2012	2011
Dollari statunitensi per euro	1,3194	1,2939
Yen giapponesi per euro	113,61	100,20
Euro per DSP	1,1657	1,1867
Euro per oncia di oro fino	1.261,179	1.216,864

17 CAPITALE E RISERVE

17.1 CAPITALE

Con effetto dal 29 dicembre 2010 la BCE ha aumentato il capitale sottoscritto di 5 miliardi di euro, portandolo a 10.760.652.403 euro¹⁶. Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso che le BCN dei paesi dell'area dell'euro avrebbero versato in tre rate annuali di pari ammontare gli apporti di capitale

¹⁶ Decisione BCE/2010/26, del 13 dicembre 2010, relativa all'aumento di capitale della Banca centrale europea, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 53.

aggiuntivi¹⁷. La prima e la seconda rata sono state corrisposte, rispettivamente, il 29 dicembre 2010 e il 28 dicembre 2011. La terza e ultima rata, pari a 1.166.175.000 euro, è stata versata il 27 dicembre 2012.

Nell'esercizio in esame lo schema di sottoscrizione e il capitale sottoscritto della BCE sono rimasti invariati. A seguito del versamento dell'ultima rata dell'aumento di capitale da parte delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, il capitale versato della BCE è aumentato a 7.650.458.669 euro, come indicato nella tavola¹⁸.

	Quote di partecipazione al capitale %	Capitale sottoscritto €	Capitale versato 2012 €	Capitale versato 2011 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	261.010.385	220.583.718
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	2.037.777.027	1.722.155.361
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	19.261.568	16.278.234
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	119.518.566	101.006.900
Banca di Grecia	1,9649	211.436.059	211.436.059	178.687.726
Banco de España	8,3040	893.564.576	893.564.576	755.164.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	1.530.293.899	1.293.273.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	1.344.715.688	1.136.439.021
Banca centrale di Cipro	0,1369	14.731.333	14.731.333	12.449.666
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	18.798.860	15.887.193
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	6.800.732	5.747.399
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	429.156.339	362.686.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	208.939.588	176.577.921
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	188.354.460	159.181.126
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	35.381.025	29.901.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	74.614.364	63.057.697
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2539	134.927.820	134.927.820	114.029.487
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	69,9705	7.529.282.289	7.529.282.289	6.363.107.289
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8686	93.467.027	3.505.014	3.505.014
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	5.839.806	5.839.806
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	5.986.285	5.986.285
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	1.144.799	1.144.799
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	1.717.400	1.717.400
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	5.591.235	5.591.235
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	19.754.137	19.754.137
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	9.944.860	9.944.860
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	9.112.389	9.112.389
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	58.580.454	58.580.454
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro	30,0295	3.231.370.113	121.176.379	121.176.379
Totale	100,0000	10.760.652.403	7.650.458.669	6.484.283.669

17 Decisione BCE/2010/27, del 13 dicembre 2010, relativa al versamento dell'aumento di capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 54, e Decisione BCE/2010/34, del 31 dicembre 2010, 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 Eesti Pank, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 58.

18 I singoli importi sono arrotondati all'euro. L'eventuale discrepanza fra i totali e i totali parziali riportati nelle tavole di questa sezione è dovuta agli arrotondamenti.

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro sono tenute a versare il 3,75 per cento della rispettiva quota del capitale sottoscritto della BCE quale contributo ai costi operativi della stessa. A fine 2012 tale contributo ammonta a 121.176.379 euro. Le BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro non hanno diritto a partecipare alla ripartizione degli utili della BCE, né sono tenute al ripianamento delle perdite.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

18 PROGRAMMA DI PRESTITO TITOLI AUTOMATIZZATO

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo su un programma di prestito titoli automatizzato, in base al quale è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare dette operazioni di prestito, per conto della BCE, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa. Al 31 dicembre 2012 sono quindi esposte operazioni temporanee per un ammontare di 1,3 miliardi di euro, a fronte di 1,2 miliardi nel 2011.

19 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2012 sono in essere le seguenti operazioni in valuta, esposte ai tassi di mercato di fine esercizio:

	2012 Valore dei contratti €	2011 Valore dei contratti €	Variazione €
<i>Future su tassi di interesse in valuta</i>			
Acquisti	2.460.891.314	1.651.132.236	809.759.078
Vendite	6.245.269.283	1.728.229.838	4.517.039.445

Tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

20 SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2012 risultano in essere contratti di *swap* su tassi di interesse per un valore di 355,1 milioni di euro (225,7 milioni nel 2011), iscritti ai tassi di mercato di fine esercizio. Tali operazioni sono state eseguite nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

21 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Tali operazioni sono state condotte nel 2012 nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE. Al 31 dicembre 2012 sono presenti le seguenti attività e passività per operazioni a termine, rilevate ai tassi di mercato di fine esercizio:

	2012 €	2011 €	Variazione €
<i>Operazioni di swap e a termine in valuta</i>			
Attività	2.110.145.191	2.304.007.744	(193.862.553)
Passività	1.947.015.270	2.309.882.385	(362.867.115)

OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ

Al 31 dicembre 2012 sono esposte attività verso le BCN e passività verso la Federal Reserve per operazioni a termine in dollari statunitensi connesse all'offerta di liquidità in tale valuta alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

22 GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI RACCOLTA E DI PRESTITO

La BCE è responsabile della gestione delle operazioni di raccolta e di prestito dell'UE condotte nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2012 la BCE ha eseguito i pagamenti relativi ai prestiti concessi in tale contesto dall'UE alla Lettonia, all'Ungheria e alla Romania.

In virtù dell'accordo sul programma di prestiti tra gli Stati membri la cui moneta è l'euro¹⁹ e la Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁰ quali prestatori, la Repubblica ellenica quale prestatario e la Banca di Grecia quale agente del prestatario, alla BCE compete il trattamento di tutti i relativi pagamenti per conto dei prestatori e del prestatario.

La BCE svolge inoltre un ruolo operativo nella gestione dei prestiti erogati nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) e della European Financial Stability Facility (EFSF). Nel 2012 la BCE ha eseguito i pagamenti relativi ai prestiti concessi all'Irlanda e al Portogallo nel quadro del MESF, nonché a quelli concessi all'Irlanda, al Portogallo e alla Grecia nell'ambito dell'EFSF.

Inoltre, la BCE gestisce i pagamenti connessi al capitale autorizzato e alle operazioni di sostegno del Meccanismo europeo di stabilità (MES) istituito di recente²¹. Nel 2012 la BCE ha eseguito i pagamenti degli Stati membri la cui moneta è l'euro in relazione al capitale autorizzato del MES.

23 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)²², mirante a far constatare la violazione di un suo brevetto²³ da parte della BCE nella produzione delle banconote in euro. Il TPGCE ha respinto il ricorso della società DSSI²⁴. La BCE ha continuato a promuovere azioni legali per la revoca del brevetto in una determinata giurisdizione nazionale, revoca che in tutti gli altri casi interessati è già stata conseguita. 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.

Tenuto conto dell'ordinanza del TPGCE e dell'esito positivo delle azioni legali di revoca del brevetto in alcune giurisdizioni nazionali, la BCE confida che l'eventualità di dovere risarcire i danni alla società DSSI sia remota. La BCE segue attivamente tutti gli sviluppi della vertenza in corso.

¹⁹ Diversi dalla Repubblica ellenica e dalla Repubblica federale di Germania.

²⁰ La quale agisce nel pubblico interesse, è soggetta alle istruzioni della Repubblica federale di Germania e beneficia delle relative garanzie.

²¹ Il Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità è entrato in vigore il 27 settembre 2012.

²² A seguito dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona il 1° dicembre 2009, la denominazione del Tribunale di primo grado è stata modificata in Tribunale.

²³ Brevetto europeo n. 0455 750 B1 della società DSSI.

²⁴ Ordinanza del Tribunale di primo grado del 5 settembre 2007, Causa T-295/05, disponibile all'indirizzo www.curia.europa.eu.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

24 INTERESSI ATTIVI NETTI

24.1 INTERESSI ATTIVI SULLE RISERVE UFFICIALI

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, afferenti le riserve valutarie nette della BCE.

	2012 €	2011 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	726.972	2.088.888	(1.361.916)
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	16.294.022	18.279.491	(1.985.469)
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	1.881.260	1.479.020	402.240
Interessi attivi netti sui titoli	197.474.767	254.699.342	(57.224.575)
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> su tassi di interesse	2.096.989	6.284.214	(4.187.225)
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	10.581.922	7.686.740	2.895.182
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	229.055.932	290.517.695	(61.461.763)
Interessi passivi sui conti correnti	(24.240)	(6.126)	(18.114)
Interessi passivi netti sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(147.992)	(291.278)	143.286
Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)	228.883.700	290.220.291	(61.336.591)

La diminuzione complessiva di questa posta di bilancio nel 2012 è ascrivibile prevalentemente alla riduzione degli interessi attivi maturati sul portafoglio in dollari statunitensi.

24.2 INTERESSI ATTIVI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

La voce accoglie gli interessi attivi derivanti dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro emesse (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 6.1, *Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*). La diminuzione registrata da questa voce nel 2012 riflette principalmente il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto a quello dell'esercizio precedente.

24.3 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 in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC (cfr. la nota 13, *Passività interne all'Eurosistema*). La diminuzione registrata nel 2012 riflette il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto a quello dell'esercizio precedente.

24.4 ALTRI INTERESSI ATTIVI E ALTRI INTERESSI PASSIVI

Nel 2012 queste voci comprendono interessi attivi pari a 8,8 miliardi di euro (6,6 miliardi nel 2011) e interessi passivi per 8,9 miliardi di euro (6,9 miliardi nel 2011) maturati sui saldi Target2 (cfr. le note 6.2, *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*, e 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

In queste poste affluiscono anche interessi attivi netti per 1.107,7 milioni di euro (1.002,8 milioni nel 2011) sui titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari e interessi attivi netti per 209,4 milioni di euro (165,7 milioni nel 2011) sul portafoglio costituito nell'ambito dei Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite, comprensivi degli interessi attivi netti sulle relative operazioni di prestito in titoli. Vi figurano inoltre interessi attivi e passivi rivenienti da altre attività e passività denominate in euro, nonché quelli derivanti dalle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi.

25 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili netti realizzati nel 2012 su operazioni finanziarie.

	2012 €	2011 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione realizzati	317.311.647	260.059.727	57.251.920
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	1.524.191	212.159.502	(210.635.311)
Utili netti realizzati su operazioni finanziarie	318.835.838	472.219.229	(153.383.391)

Gli utili netti da negoziazione realizzati comprendono utili realizzati su titoli, *future* su tassi di interesse e *swap* su tassi di interesse.

Nel 2011 gli utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro sono stati generati principalmente dalle cessioni di yen giapponesi nel contesto della partecipazione della BCE all'intervento internazionale concertato nei mercati valutari del 18 marzo 2011.

26 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente riporta le svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie nel 2012.

	2012 €	2011 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(1.737.805)	(155.240.641)	153.502.836
Perdite non realizzate su <i>swap</i> su tassi di interesse	(2.442.218)	(2.216.642)	(225.576)
Perdite non realizzate in cambi	(761)	0	(761)
Totale svalutazioni	(4.180.784)	(157.457.283)	153.276.499

Nell'esercizio in esame l'incremento complessivo del valore di mercato del portafoglio titoli detenuto dalla BCE a fronte dei fondi propri ha determinato una notevole diminuzione delle svalutazioni rispetto al 2011.

27 SPESE NETTE PER PROVVIGIONI E COMMISSIONI

	2012 €	2011 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	90.314	77.858	12.456
Provvigioni e commissioni passive	(2.217.422)	(2.058.638)	(158.784)
Spese nette per provvigioni e commissioni	(2.127.108)	(1.980.780)	(146.328)

Nel 2012 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 ai *future* su tassi di interesse (cfr. la nota 19, *Future su tassi di interesse*).

28 PROVENTI DA AZIONI E PARTECIPAZIONI

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti dalla BCE sulle azioni della BRI (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

29 ALTRI PROVENTI

Nel 2012 questa voce include prevalentemente altri proventi generati dai contributi delle BCN dei paesi dell'area dell'euro ai costi sopportati dalla BCE in relazione a un grande progetto per infrastrutture di mercato.

30 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 184,6 milioni di euro (173,1 milioni nel 2011). È incluso altresì un ammontare di 34,8 milioni di euro (43,0 milioni nel 2011) rilevato in relazione al piano pensionistico della BCE, ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro e ad altri benefici a lungo termine (cfr. la nota 14.3, *Varie*). Le spese per il personale, pari a 1,3 milioni di euro (medesimo importo nel 2011), sostenute per la 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 essenzialmente basati sullo schema retributivo dell'UE 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 dall'UE, nonché a deduzioni a titolo di contributi per il piano pensionistico e l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni. Le indennità non sono imponibili né pensionabili.

Stipendi base corrisposti ai membri del Comitato esecutivo nel 2012²⁵:

	2012 €	2011 €
<i>Jean-Claude Trichet (Presidente fino a ottobre 2011)</i>	-	309.290
Mario Draghi (Presidente da novembre 2011)	374.124	61.858
Vitor Constâncio (Vicepresidente)	320.688	318.132
<i>Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro del Comitato esecutivo fino a maggio 2011)</i>	-	110.460
<i>José Manuel González-Páramo (Membro del Comitato esecutivo fino a maggio 2012)</i>	111.345	265.104
<i>Lorenzo Bini Smaghi (Membro del Comitato esecutivo fino a dicembre 2011)</i>	-	265.104
<i>Jürgen Stark (Membro del Comitato esecutivo fino a dicembre 2011)</i>	-	265.104
Peter Praet (Membro del Comitato esecutivo da giugno 2011)	267.228	154.644
Jörg Asmussen (Membro del Comitato esecutivo da gennaio 2012)	267.228	-
Benoît Cœuré (Membro del Comitato esecutivo da gennaio 2012)	267.228	-
Totale	1.607.841	1.749.696

In totale le indennità corrisposte ai membri del Comitato esecutivo e i contributi versati dalla BCE a loro favore per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 509.842 euro (646.154 nel 2011).

Inoltre, i benefici connessi alla nomina o al termine del mandato versati ai membri del Comitato esecutivo al momento dell'entrata in servizio o della cessazione dal servizio presso la BCE ammontano a 133.437 euro (159.594 nel 2011) e sono rilevati alla voce "Spese di amministrazione" del conto economico.

Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori per un periodo limitato successivo al termine del mandato. Nel 2012 tali pagamenti, i relativi sussidi familiari e i contributi versati dalla BCE per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 1.183.285 euro (479.665 nel 2011). Le pensioni liquidate agli ex membri o a persone a loro carico, incluse le relative indennità, e i contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 324.830 euro (321.929 nel 2011). In conformità alle condizioni di impiego, due membri del Comitato esecutivo (Lorenzo Bini Smaghi e José Manuel González-Páramo) hanno deciso, in sede di cessazione del proprio mandato presso la BCE, di rinunciare al percepimento di una pensione mensile futura a fronte della liquidazione degli importi forfettari corrispondenti, pari a 2.461.469 euro. I pagamenti totali agli ex membri del Comitato esecutivo sono esposti alla voce "Benefici versati" e determinano una riduzione dell'obbligazione a benefici definiti della BCE in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro afferenti al Comitato esecutivo (cfr. la nota 14.3, *Varie*).

A fine 2012 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risulta pari a 1.638 unità effettive equivalenti a tempo pieno²⁶, di cui 158 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

²⁵ Per quanto concerne Yves Mersch, il cui mandato ha avuto inizio il 15 dicembre 2012, la retribuzione maturata fino alla fine dell'anno è stata corrisposta nel gennaio 2013 e sarà imputata nei costi per il personale di tale esercizio finanziario.

²⁶ Nel calcolo sono inclusi i dipendenti con contratto a tempo indeterminato e determinato (sia a breve che a lungo termine), i partecipanti al Graduate Programme della BCE, il personale in congedo maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

	2012	2011
Totale delle unità al 1° gennaio	1.609	1.607
Assunzioni/cambiamenti di contratto	370	313
Dimissioni/scadenze di contratto	(341)	(299)
Incremento/(diminuzioni) netti dovuti a variazioni delle prestazioni di lavoro a tempo parziale	0	(12)
Totale delle unità al 31 dicembre	1.638	1.609
Numero medio di unità	1.615	1.601

31 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 rtrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

32 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali costi, sopportati a livello centrale dalla BCE, derivano dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le officine carte valori e le BCN, per la consegna di biglietti nuovi, e fra le BCN, per la gestione delle scorte.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt am Main
Postanschrift:
60060 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-3691
Fax: +49 69 9585-913023
muriel.atton@de.pwc.com

13 February 2013

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2012, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

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 about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, 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

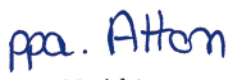
In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2012, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer



ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

Traduzione di cortesia a cura della BCE. In caso di discrepanza, fa fede la relazione del revisore esterno della BCE nella versione inglese sottoscritta dalla società PWC.

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea
Francoforte sul Meno

13 febbraio 2013

Relazione del revisore indipendente

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2012, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative ("bilancio").

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 sanciti nella Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea (e successive modifiche), nonché del controllo interno ritenuto necessario dallo stesso Comitato esecutivo per consentire che la redazione del bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore.

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 poter determinare con ragionevole certezza se 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 dal Comitato esecutivo, 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 2012 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea (e successive modifiche).

Distinti saluti

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer

p.p. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTA SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/ RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2012.

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 distribuito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa può essere ripianata mediante il fondo di riserva generale della BCE e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, attingendo al reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e limitatamente agli importi ripartiti tra le BCN in conformità all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC¹.

A seguito del trasferimento al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, l'utile netto della BCE per l'esercizio 2012 è risultato pari a 998,0 milioni di euro. Per decisione del Consiglio direttivo, al 31 gennaio 2013 è stato conferito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro un importo di 574,6 milioni di euro a titolo di acconto sul dividendo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di non effettuare trasferimenti al fondo di riserva generale e di distribuire il rimanente utile per il 2012, pari a 423,4 milioni di euro, alle BCN dei paesi dell'area dell'euro. L'utile è attribuito alle BCN in misura proporzionale alle rispettive quote di capitale versate.

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

	2012 €	2011 €
Utile dell'esercizio	998.030.635	728.136.234
Acconto sul dividendo	(574.627.292)	(652.000.000)
Utile dell'esercizio al netto dell'acconto	423.403.343	76.136.234
Distribuzione dell'utile residuo alle BCN	(423.403.343)	(76.136.234)
Totale	0	0

¹ Ai sensi dell'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle BCN viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate del capitale della BCE.

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'Eurosistema AL 31 DICEMBRE 2012

(MILIONI DI EURO)¹

ATTIVO	31 DICEMBRE 2012	31 DICEMBRE 2011 ²
1 Oro e crediti in oro	438.686	423.458
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	250.771	244.623
2.1 Crediti verso l'FMI	86.980	85.655
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	163.791	158.968
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	32.727	98.226
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.069	25.355
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	19.069	25.355
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	1.126.019	863.568
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	89.661	144.755
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	1.035.771	703.894
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	587	14.823
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	0	97
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	202.764	176.490
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	586.133	618.764
7.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	277.153	273.854
7.2 Altri titoli	308.979	344.910
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	29.961	33.926
9 Altre attività	276.582	248.860
Totale attivo	2.962.712	2.733.270

1 Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

2 I dati comparati al 31 dicembre 2011 sono stati ricalcolati per poter includere le riclassificazioni effettuate nella settimana terminata il 20 aprile 2012, al fine di armonizzare, alla voce 6 dell'attivo, l'informativa sulla liquidità di emergenza (*emergency liquidity assistance, ELA*) fornita dalle banche centrali dell'Eurosistema alle istituzioni creditizie nazionali (cfr. anche il comunicato stampa relativo alla Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 20 aprile 2012).

PASSIVO**31 DICEMBRE
2012****31 DICEMBRE
2011**

1 Banconote in circolazione	912.592	888.676
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	925.386	849.477
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	447.112	223.539
2.2 Depositi presso la banca centrale	280.219	413.882
2.3 Depositi a tempo determinato	197.559	211.000
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	496	1.056
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	6.688	2.423
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	135.655	79.726
5.1 Pubblica amministrazione	95.341	65.590
5.2 Altre passività	40.314	14.137
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	184.484	156.876
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	3.629	4.546
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	6.226	9.027
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	6.226	9.027
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	54.952	55.942
10 Altre passività	237.605	209.646
11 Conti di rivalutazione	407.373	394.013
12 Capitale e riserve	88.122	82.918
Totale passivo	2.962.712	2.733.270



Le due torri affusolate del corpo verticale sono collegate da piattaforme di interscambio e travi di acciaio disposte in diagonale all'interno dell'atrio. Queste strutture sono state portate a termine tra novembre e dicembre 2012.

Nella primavera 2013 si assisterà al completamento della facciata e alla chiusura dell'atrio; saranno ultimate, inoltre, le strutture in acciaio per le aree tecniche e l'antenna sulla sommità dell'edificio.

Dopo due anni di intensi lavori di edificazione, il concetto di COOP HIMMELB(L)AU è divenuto realtà. L'architetto, Wolf Prix, e i suoi collaboratori intendevano creare un nuovo modello edilizio, unico nel suo genere, che combinasse "vecchio e nuovo": oggi questa idea si concretizza per la BCE.

ALLEGATI

I STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nelle tabelle seguenti sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2012 e pubblicati nella sezione “Quadro normativo” (*Legal Framework*) del sito Internet della BCE.

(a) Strumenti giuridici della BCE diversi dai pareri	
Numero	Titolo
BCE/2012/1	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 10 febbraio 2012, al Consiglio dell’Unione europea relativamente ai revisori esterni della Bank of Greece (GU C 48, del 18.2.2012, pag. 1)
BCE/2012/2	Decisione della Banca centrale europea, del 27 febbraio 2012, che abroga la decisione BCE/2010/3 concernente misure temporanee relative all’idoneità di strumenti di debito negoziabili emessi o garantiti dal governo greco (GU L 59, dell’1.3.2012, pag. 36)
BCE/2012/3	Decisione della Banca centrale europea, del 5 marzo 2012, sull’idoneità degli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica nell’ambito dell’offerta di scambio del debito della Repubblica ellenica (GU L 77, del 16.3.2012, pag. 19)
BCE/2012/4	Decisione della Banca centrale europea, del 21 marzo 2012, che modifica la decisione BCE/2011/25 relativa a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell’Eurosistema e sull’idoneità delle garanzie (GU L 91, del 29.3.2012, pag. 27)
BCE/2012/5	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 23 marzo 2012, al Consiglio dell’Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banque de France (GU C 93, del 30.3.2012, pag. 1)
BCE/2012/6	Decisione della Banca centrale europea, del 29 marzo 2012, relativa all’istituzione di un comitato per <i>Target2-Securities</i> e che abroga la decisione BCE/2009/6 (GU L 117, dell’1.5.2012, pag. 13)
BCE/2012/7	Decisione della Banca centrale europea, del 26 aprile 2012, recante modifica alla decisione BCE/2010/22 sulla procedura di accreditamento di qualità per i fabbricanti delle banconote in euro (GU L 126, del 15.5.2012, pag. 13)
BCE/2012/8	Decisione della Banca centrale europea, del 26 aprile 2012, recante modifica alla decisione BCE/2011/8 sulla procedura di accreditamento ambientale e in materia di salute e sicurezza per la produzione di banconote in euro (GU L 126, del 15.5.2012, pag. 14)
BCE/2012/9	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 1° giugno 2012, al Consiglio dell’Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banka Slovenije (GU C 161, del 7.6.2012, pag. 1)
BCE/2012/10	Decisione della Banca centrale europea, del 19 giugno 2012, che modifica la Decisione BCE/2007/5 recante la disciplina sugli appalti (GU L 178, del 10.7.2012, pag. 14)

Numero	Titolo
BCE/2012/11	Decisione della Banca centrale europea, del 28 giugno 2012, che modifica la Decisione BCE/2011/25 relativa a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie (GU L 175, del 5.7.2012, pag. 17)
BCE/2012/12	Decisione della Banca centrale europea, del 3 luglio 2012, che modifica la decisione BCE/2011/25 relativa a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie (GU L 186, del 14.7.2012, pag. 38)
BCE/2012/13	Indirizzo della Banca centrale europea, del 18 luglio 2012, relativo a <i>Target2-Securities</i> (rifusione) (GU L 215, dell'11.8.2012, pag. 19)
BCE/2012/14	Decisione della Banca centrale europea, del 18 luglio 2012, che modifica la Decisione BCE/2012/3 sull'idoneità degli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica nell'ambito dell'offerta di scambio del debito della Repubblica ellenica (GU L 199, del 26.7.2012, pag. 26)
BCE/2012/15	Decisione della Banca centrale europea, del 17 luglio 2012, in merito alla delega dei poteri di concessione, rinnovo e proroga dell'accreditamento (GU L 209, del 4.8.2012, pag. 17)
BCE/2012/16	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 luglio 2012, relativo allo scambio di dati per i servizi di contante denominato <i>Data Exchange for Cash Services</i> (GU L 245, dell'11.9.2012, pag. 3)
BCE/2012/17	Decisione della Banca centrale europea, del 2 agosto 2012, che abroga la decisione BCE/2011/25 relativa a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie (GU L 218, del 15.8.2012, pag. 19)
BCE/2012/18	Indirizzo della Banca centrale europea, del 2 agosto 2012, relativo a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie, e che modifica l'Indirizzo BCE/2007/9 (GU L 218, del 15.8.2012, pag. 20)
BCE/2012/19	Decisione della Banca centrale europea, del 7 settembre 2012, recante modifica alla decisione BCE/2010/14 relativa al controllo dell'autenticità e idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo (GU L 253, del 20.9.2012, pag. 19)
BCE/2012/20	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 14 settembre 2012, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (GU C 286, del 22.9.2012, pag. 1)
BCE/2012/21	Indirizzo della Banca centrale europea, del 26 settembre 2012, relativo al quadro di riferimento per la gestione della qualità dei dati per l'archivio centralizzato sui titoli denominato <i>Centralised Securities Database</i> (GU L 307, del 7.11.2012, pag. 89)
BCE/2012/22	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 26 settembre 2012, in merito al quadro di riferimento per la gestione della qualità dei dati dell'archivio centralizzato sui titoli denominato <i>Centralised Securities Database</i> (GU C 339, del 7.11.2012, pag. 1)

Numero	Titolo
BCE/2012/23	Indirizzo della Banca centrale europea, del 10 ottobre 2012, che modifica l'Indirizzo BCE/2012/18 relativo a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie (GU L 284, del 17.10.2012, pag. 14)
BCE/2012/24	Regolamento della Banca centrale europea, del 17 ottobre 2012, relativo alle statistiche sulle disponibilità in titoli (GU L 305, dell'1.11.2012, pag. 6)
BCE/2012/25	Indirizzo della Banca centrale europea, del 26 novembre 2012, che modifica l'indirizzo BCE/2011/14 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (GU L 348, del 18.12.2012, pag. 30)
BCE/2012/26	Decisione della Banca centrale europea, del 29 novembre 2012, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2013 (GU L 334, del 6.12.2012, pag. 50)
BCE/2012/27	Indirizzo della Banca centrale europea, del 5 dicembre 2012, relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target2) (rifusione) (GU L 30, del 30.1.2013, pag. 1)
BCE/2012/28	Decisione della Banca centrale europea, del 7 dicembre 2012, che modifica la decisione BCE/2009/4 riguardante le deroghe che possono essere concesse ai sensi del regolamento (CE) n. 958/2007 relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (BCE/2007/8) (GU L 9, del 15.1.2013, pag. 11)
BCE/2012/29	Indirizzo della Banca centrale europea, del 10 dicembre 2012, che modifica l'indirizzo BCE/2010/20 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile nel Sistema europeo di banche centrali (GU L 356, del 22.12.2012, pag. 94)
BCE/2012/30	Decisione della Banca centrale europea, del 10 dicembre 2012, che modifica la Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea (GU L 356, del 22.12.2012, pag. 93)
BCE/2012/31	Decisione della Banca centrale europea, dell'11 dicembre 2012, che modifica la Decisione BCE/2007/7 relativa ai termini e alle condizioni di Target2-BCE (GU L 13, del 17.1.2013, pag. 8)
BCE/2012/32	Decisione della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2012, concernente misure temporanee relative all'idoneità degli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica (GU L 359, del 29.12.2012, pag. 74)
BCE/2012/33	Decisione della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2012, che modifica la Decisione BCE/2010/24 relativa alla distribuzione provvisoria del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati ai sensi del programma per il mercato dei titoli finanziari (GU L 13, del 17.1.2013, pag. 12)
BCE/2012/34	Decisione della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2012, relativa a modifiche temporanee alle norme sull'idoneità delle garanzie denominate in valuta estera (GU L 14, del 18.1.2013, pag. 22)

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di una istituzione europea

Numero	Richiedente e argomento
CON/2012/5	Consiglio – Una proposta di direttiva sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e una proposta di regolamento relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (GU C 105, dell’11.4.2012, pag. 1)
CON/2012/10	Consiglio – Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2004/109/CE sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e la direttiva 2007/14/CE della Commissione (GU C 93, del 30.3.2012, pag. 2)
CON/2012/17	Consiglio – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un programma di azione in materia di scambi, assistenza e formazione per la protezione dell’euro contro la contraffazione monetaria (programma “Pericle 2020”) (GU C 137, del 12.5.2012, pag. 7)
CON/2012/18	Consiglio – Il rafforzamento della governance economica dell’area dell’euro (GU C 141, del 17.5.2012, pag. 7)
CON/2012/21	Consiglio – i) Una proposta di direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, ii) una proposta di regolamento sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (EMIR) sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, iii) una proposta di direttiva relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato e iv) una proposta di regolamento relativo all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU C 161, del 7.6.2012, pag. 3)
CON/2012/24	Consiglio – Una proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e una proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l’eccessivo affidamento ai <i>rating</i> del credito (GU C 167, del 13.6.2012, pag. 2)
CON/2012/32	Consiglio – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei di <i>venture capital</i> e una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei per l’imprenditoria sociale (GU C 175, del 19.6.2012, pag. 11)
CON/2012/42	Commissione – Una proposta di regolamento delegato che integra la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza (GU C 47, del 19.2.2013, pag. 1)

Numero	Richiedente e argomento
CON/2012/56	Consiglio europeo – Una raccomandazione del Consiglio relativa alla nomina di uno dei membri del comitato esecutivo della Banca centrale europea (GU C 218, del 24.7.2012, pag. 3)
CON/2012/62	Consiglio – Una proposta di regolamento relativo al miglioramento del regolamento titoli nell’Unione europea e ai depositari centrali di titoli (GU C 310, del 13.10.2012, pag. 12)
CON/2012/77	Commissione – Una proposta di regolamento della Commissione che modifica il Regolamento (CE) n. 2214/96 relativo agli indici dei prezzi al consumo armonizzati (IPCA): trasmissione e diffusione dei sottoindici dell’IPCA, per quanto riguarda la costituzione di indici armonizzati dei prezzi al consumo ad aliquote fiscali costanti, nonché una proposta di regolamento della Commissione recante norme d’applicazione del Regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio relativo agli indici dei prezzi al consumo armonizzati, per quanto riguarda la costruzione di indici dei prezzi delle abitazioni occupate dai proprietari (non ancora pubblicato nella Gazzetta ufficiale)
CON/2012/84	Consiglio – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 223/2009 relativo alle statistiche europee (GU C 374, del 4.12.2012, pag. 2)
CON/2012/95	Commissione – Varie proposte di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione sottoposte dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati alla Commissione, per l’adozione mediante regolamenti delegati e di esecuzione che integrano il Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (non ancora pubblicato nella Gazzetta ufficiale)
CON/2012/96	Consiglio – Una proposta di regolamento del Consiglio che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del Regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) (non ancora pubblicato nella Gazzetta ufficiale)
CON/2012/99	Consiglio – Una proposta di direttiva che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento (non ancora pubblicato nella Gazzetta ufficiale)
CON/2012/103	Consiglio e Parlamento europeo – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d’investimento (non ancora pubblicato nella Gazzetta ufficiale)

(c) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di uno Stato membro [e pareri su legislazioni nazionali emanati di propria iniziativa]

Numero	Richiedente e argomento
CON/2012/1	Cipro – Gli stipendi dei dipendenti pubblici
CON/2012/2	Germania – Le misure per la stabilizzazione del mercato finanziario
CON/2012/3	Lussemburgo – I titoli dematerializzati
CON/2012/4	Italia – Un sistema di garanzie sulle passività delle banche italiane e la conversione delle banconote in lire
CON/2012/6	Irlanda – Le riforme pensionistiche nel settore pubblico
CON/2012/7	Romania – Il regime delle riserve minime
CON/2012/8	Grecia – Il sistema di controllo delle operazioni in titoli in forma scritturale
CON/2012/9	Italia – La movimentazione della liquidità depositata sul conto disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia e la selezione delle controparti partecipanti alle relative operazioni
CON/2012/11	Spagna – Il risanamento del settore finanziario spagnolo
CON/2012/12	Grecia – I termini relativi ai titoli emessi o garantiti dallo Stato greco
CON/2012/13	Spagna – Le garanzie dello Stato
CON/2012/14	Grecia – La ricapitalizzazione e la risoluzione degli enti creditizi in Grecia
CON/2012/15	Grecia – La protezione dell'euro contro la contraffazione e l'autenticazione delle monete in euro
CON/2012/16	Lettonia – L'obbligo di riserva minima
CON/2012/19	Lettonia – La nomina dei membri del Consiglio direttivo della Latvijas Banka
CON/2012/20	Italia – La partecipazione dell'Italia agli interventi del Fondo monetario internazionale per fronteggiare la crisi finanziaria
CON/2012/22	Slovenia – Il sistema di garanzia dei depositi
CON/2012/23	Portogallo – Le misure di attuazione in materia di ricapitalizzazione
CON/2012/25	Grecia – La ricapitalizzazione e la risoluzione degli enti creditizi in Grecia
CON/2012/26	Ungheria – Le modifiche alla legge sulla Magyar Nemzeti Bank
CON/2012/27	Ungheria – I mutui ipotecari e i contratti di prestito relativi a immobili residenziali in valuta estera
CON/2012/28	Belgio – Le obbligazioni garantite belghe e le misure destinate a facilitare la mobilitazione dei crediti
CON/2012/29	Bulgaria – Il fondo dello Stato a garanzia del sistema pensionistico statale
CON/2012/30	Danimarca – Il sistema di garanzia dei depositi e il regime di risoluzione del settore bancario

Numero	Richiedente e argomento
CON/2012/31	Grecia – Lo statuto della Bank of Greece
CON/2012/33	Spagna – Le limitazioni ai pagamenti in contante
CON/2012/34	Germania – La protezione contro la falsificazione e la qualità del contante in circolazione
CON/2012/35	Belgio – I costi operativi connessi alla vigilanza
CON/2012/36	Lituania – Le restrizioni al regolamento in contanti
CON/2012/37	Danimarca – Le limitazioni ai pagamenti in contante
CON/2012/38	Italia – La sorveglianza sui servizi e sui sistemi di pagamento al dettaglio
CON/2012/39	Grecia – La ricapitalizzazione e il regime per la risoluzione degli enti creditizi in Grecia
CON/2012/40	Grecia – Gli accordi sui debiti delle persone fisiche sovra-indebitate
CON/2012/41	Polonia – L'introduzione di una disciplina giuridica della gestione delle controparti centrali
CON/2012/43	Ungheria – La legge sulla Magyar Nemzeti Bank
CON/2012/44	Repubblica ceca – La legge sulla Česká národní banka
CON/2012/45	Ungheria – L'aumento della quota di partecipazione dell'Ungheria nel Fondo monetario internazionale
CON/2012/46	Spagna – Il risanamento e la vendita delle attività immobiliari del settore finanziario
CON/2012/47	Slovenia – La prevenzione del ritardo nei pagamenti
CON/2012/48	Slovenia – La ricapitalizzazione delle banche
CON/2012/49	Ungheria – La Magyar Nemzeti Bank
CON/2012/50	Cipro – La ricapitalizzazione della Cyprus Popular Bank
CON/2012/51	Cipro – Le leggi sulla Central Bank del periodo dal 2002 al 2007
CON/2012/52	Irlanda – Le nuove misure volte a rafforzare la vigilanza e l'esecuzione della regolamentazione finanziaria
CON/2012/53	Slovacchia – Il prelievo sulle banche e i contributi al sistema di garanzia dei depositi
CON/2012/54	Svezia – La cessazione del corso legale per alcune vecchie banconote
CON/2012/55	Germania – Il rafforzamento della vigilanza finanziaria e l'istituzione di un comitato per la stabilità finanziaria
CON/2012/57	Slovenia – Le partecipazioni statali slovene
CON/2012/58	Polonia – Il fondo di stabilizzazione per le banche

Numero	Richiedente e argomento
CON/2012/59	Ungheria – La tassazione delle transazioni finanziarie
CON/2012/60	Spagna – Le garanzie statali
CON/2012/61	Italia – La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e sul risparmio previdenziale
CON/2012/63	Lituania – La politica di stabilizzazione fiscale e la creazione di un conto di riserva anti-crisi del Tesoro presso la Lietuvos bankas
CON/2012/64	Italia – La ricapitalizzazione della Banca Monte dei Paschi di Siena
CON/2012/65	Austria – L’aumento della quota di partecipazione dell’Austria nel Fondo monetario internazionale
CON/2012/66	Germania – Gli obblighi di segnalazione in materia di commercio estero
CON/2012/67	Austria – Gli obblighi di segnalazione per le operazioni su servizi transfrontaliere
CON/2012/68	Irlanda – Le cooperative di credito
CON/2012/69	Lussemburgo – L’aumento di capitale della Banque centrale du Luxembourg
CON/2012/70	Irlanda – Le misure relative alla procedura d’insolvenza personale
CON/2012/71	Slovenia – Il rafforzamento della stabilità bancaria
CON/2012/72	Polonia – La codificazione della disciplina in materia di servizi di pagamento
CON/2012/73	Lettonia – Le modifiche normative richieste in vista dell’introduzione dell’euro
CON/2012/74	Irlanda – Le nuove misure sul registro del credito in Irlanda
CON/2012/75	Spagna – L’assistenza finanziaria europea
CON/2012/76	Irlanda – La libertà d’informazione
CON/2012/78	Romania – Le operazioni di mercato aperto e le operazioni su iniziativa delle controparti
CON/2012/79	Bulgaria – Le regole di bilancio e la gestione di conti bancari e pagamenti degli enti del settore pubblico
CON/2012/80	Lettonia – Le modifiche alla legge sulla Latvijas Banka
CON/2012/81	Belgio – La ripartizione dei profitti tra la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e lo Stato belga
CON/2012/82	Germania – I controlli sul contante
CON/2012/83	Slovacchia – I limiti ai pagamenti in contante
CON/2012/85	Cipro – Le garanzie governative in favore di enti creditizi
CON/2012/86	Portogallo – La retribuzione del personale e il bilancio del Banco de Portugal
CON/2012/87	Lettonia – L’ortografia della moneta unica
CON/2012/88	Germania – La stabilizzazione del mercato finanziario

Numero	Richiedente e argomento
CON/2012/89	Spagna – Le banconote e le monete in euro e le modifiche allo Statuto del Banco de España
CON/2012/90	Grecia – Le modifiche alla disciplina in materia di ricapitalizzazione degli enti creditizi
CON/2012/91	Polonia – Il fondo di stabilizzazione per il settore bancario
CON/2012/92	Germania – Le obbligazioni garantite (<i>Pfandbriefe</i>)
CON/2012/93	Slovenia – L'imposta sui servizi finanziari e sul valore complessivo del bilancio delle banche
CON/2012/94	Ungheria – Le modifiche alla legge sulla tassazione delle transazioni finanziarie
CON/2012/97	Lettonia – L'introduzione dell'euro
CON/2012/98	Irlanda – La concessione di garanzie dello Stato irlandese sulle passività idonee degli enti creditizi
CON/2012/100	Belgio – Le garanzie statali a copertura di alcuni obblighi di Dexia SA
CON/2012/101	Slovenia – La legge bancaria
CON/2012/102	Romania – Le condizioni per la concessione di prestiti
CON/2012/104	Danimarca – La normativa finanziaria
CON/2012/105	Lituania – L'attuazione del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria
CON/2012/106	Francia – La stabilità bancaria e finanziaria
CON/2012/107	Germania – La negoziazione ad alta frequenza
CON/2012/108	Spagna – Le società di gestione patrimoniale
CON/2012/109	Italia – La creazione di riserve di capitale per la Banca Monte dei Paschi di Siena
CON/2012/110	Lituania – Gli obblighi di riserva per gli enti creditizi
CON/2012/111	Irlanda – Le nuove misure sul registro del credito in Irlanda

2 CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA

12 GENNAIO, 9 FEBBRAIO, 8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

6 GIUGNO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

Il Consiglio direttivo decide inoltre di condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi da aggiudicare fino alla fine del 2012 mediante una procedura a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 LUGLIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.

2 AGOSTO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

Decide inoltre sulle misure per affrontare il grave malfunzionamento nel processo di formazione dei prezzi sui mercati obbligazionari dei paesi dell'area dell'euro. In particolare, il Consiglio direttivo, nell'ambito del suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine e nel rispetto della sua indipendenza nel determinare la politica monetaria, decide che può condurre operazioni di mercato aperto definitive di entità adeguata a conseguire il proprio obiettivo.

6 SETTEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

Decide inoltre sulle modalità per intraprendere operazioni definitive monetarie (ODM) sui mercati secondari delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro. Inoltre, a seguito di questa decisione sulla OMTS, il Consiglio direttivo annuncia l'immediata cessazione del Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP) e decide che la liquidità iniettata attraverso l'SMP continuerà ad essere assorbita come in passato, e che i titoli presenti nel portafoglio dell'SMP saranno tenuti fino a scadenza.

4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 DICEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 9 luglio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO E 7 MARZO 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

3 SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ¹

Per maggiori dettagli sulle operazioni di immissione di liquidità condotte dall'Eurosistema nel 2012, cfr. la sezione *Open market operations* del sito Internet della BCE.

EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ IN EURO

9 FEBBRAIO 2012

La BCE approva, per le sette BCN che hanno presentato proposte in merito, criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

28 FEBBRAIO 2012

La BCE annuncia la temporanea sospensione dell'idoneità degli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica ad essere utilizzati come garanzia nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema; la decisione fa seguito al coinvolgimento del settore privato nell'offerta di scambio lanciata dal governo ellenico.

8 MARZO 2012

La BCE annuncia che gli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica saranno nuovamente accettati come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, senza applicazione della soglia minima di qualità creditizia richiesta per le garanzie idonee.

6 GIUGNO 2012

La BCE annuncia i dettagli delle operazioni di rifinanziamento con regolamento nel periodo 11 luglio 2012-15 gennaio 2013.

22 GIUGNO 2012

La BCE adotta misure aggiuntive volte ad incrementare la disponibilità delle garanzie stanziabili dalle controparti.

6 LUGLIO 2012

La BCE annuncia l'attuazione dei requisiti informativi sui singoli prestiti per le attività cartolarizzate (*asset-backed securities*).

20 LUGLIO 2012

La BCE annuncia la sospensione dell'idoneità degli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica ad essere utilizzati come garanzia nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

6 SETTEMBRE 2012

La BCE annuncia le caratteristiche tecniche delle operazioni definitive monetarie e la conclusione del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

La BCE decide ulteriori misure volte a preservare la disponibilità di garanzie per le controparti ai fini del loro accesso alle operazioni di immissione di liquidità dell'Eurosistema.

¹ Le date riportate sono quelle di pubblicazione dell'annuncio.

31 OTTOBRE 2012

La BCE annuncia la conclusione del secondo Programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite, come previsto.

27 NOVEMBRE 2012

La BCE annuncia la modifica delle scadenze comunicate il 6 luglio 2012 relative all'attuazione dei requisiti informativi sui singoli prestiti per le attività cartolarizzate (*asset-backed securities*).

6 DICEMBRE 2012

La BCE annuncia i dettagli delle operazioni di rifinanziamento con regolamento nel periodo 16 gennaio-9 luglio 2013.

La BCE annuncia che seguirà a condurre le operazioni di rifinanziamento principali mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto finché ciò sarà necessario e almeno sino al termine del sesto periodo di mantenimento del 2013, il 9 luglio 2013.

La BCE annuncia che le Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi che saranno aggiudicate tra il 30 gennaio e il 26 giugno 2013 saranno condotte a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Il tasso applicato sarà pari alla media dei tassi delle Operazioni di rifinanziamento principali condotte nell'arco della rispettiva durata.

19 DICEMBRE 2012

La BCE annuncia che gli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica che soddisfino tutti gli altri criteri di idoneità riacquisiscono la condizione di ammissibilità nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, a fronte di particolari scarti di garanzia.

EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ IN ALTRE VALUTE E ACCORDI CON ALTRE BANCHE CENTRALI

12 SETTEMBRE 2012

La BCE annuncia la proroga dell'accordo di *swap* con la Bank of England fino al 30 settembre 2013.

13 DICEMBRE 2012

La BCE annuncia congiuntamente con la Bank of Canada, la Bank of England, la Federal Reserve e la Banca Nazionale Svizzera la proroga fino al 1° febbraio 2014 degli accordi in essere per lo scambio di liquidità (linee di *swap*) in dollari.

La BCE annuncia congiuntamente con la Bank of Canada, la Bank of England, la Federal Reserve e la Banca Nazionale Svizzera la proroga fino al 1° febbraio 2014 degli accordi temporanei di scambio di liquidità (linee di *swap*) nelle reciproche valute.

4 PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni
- *The international role of the euro*
- L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("*General Documentation*")
- La politica monetaria della BCE
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu

5 GLOSSARIO

Il presente glossario contiene una selezione di termini utilizzati nel Rapporto annuale. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile in lingua inglese sul sito Internet della BCE.

AIF (altri intermediari finanziari) [OFI (other financial intermediaries)]: 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 **amministrazioni pubbliche**).

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 BCE, 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 BCE, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio-lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

Area dell'euro [euro area]: area costituita dagli Stati membri dell'Unione europea la cui moneta è l'euro e in cui viene attuata una politica monetaria unica di competenza del **Consiglio direttivo** della BCE. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

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.

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).

Cartolarizzazione [securitisation]: costituzione di un *pool* di attività finanziarie, ad esempio mutui residenziali, successivamente acquistato da una società veicolo, che quindi emette titoli a reddito fisso da collocare presso gli investitori. Il capitale e gli interessi sui titoli dipendono dai flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività finanziarie sottostanti.

Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC): comitato che collabora alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin** e della Commissione europea. Tra i suoi compiti figurano l'esame della situazione economica e finanziaria sia degli Stati membri sia dell'UE e un contributo alla sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [Executive Board]: uno degli organi decisionali della BCE. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati dal **Consiglio europeo**, che delibera a maggioranza qualificata su raccomandazione del **Consiglio dell'Unione europea**, previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE.

Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) [European Systemic Risk Board (ESRB): organismo indipendente dell'UE responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE. Contribuisce alla prevenzione e all'attenuazione dei **rischi sistemici** per la **stabilità finanziaria** che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze diffuse.

Consiglio dell'Unione europea (Consiglio UE) [Council of the European Union (EU Council): istituzione dell'UE costituita dai rappresentanti dei governi degli Stati membri, solitamente i ministri responsabili delle materie trattate, e dal commissario europeo competente (cfr. anche **Consiglio Ecofin**).

Consiglio direttivo [Governing Council]: organo decisionale supremo della BCE. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi dell'UE la cui moneta è l'euro.

Consiglio Ecofin [ECOFIN Council]: termine spesso utilizzato per designare il **Consiglio dell'Unione europea** riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio europeo [European Council]: istituzione dell'UE che riunisce i capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE, nonché il Presidente della Commissione europea e il Presidente dello stesso Consiglio europeo, quali membri non votanti. Fornisce all'UE l'impulso necessario al suo sviluppo e ne definisce le priorità e gli indirizzi politici generali. Non è investito di alcuna funzione legislativa.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della BCE. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le BCN del **Sistema europeo di banche centrali**.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in un'operazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty (CCP)]: entità che si interpone, in uno o più mercati, tra le controparti dei contratti scambiati, configurandosi come unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti e assicurando l'esecuzione dei contratti in essere.

Debito (delle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: debito totale lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e **titoli di debito**) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio finanziario, consolidato tra e nei settori delle **amministrazioni pubbliche**.

Deflatore del PIL [GDP deflator]: prodotto interno lordo (PIL) espresso ai prezzi correnti (PIL in termini nominali) diviso per il volume del PIL (PIL in termini reali). È anche noto come deflatore implicito dei prezzi del PIL.

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. anche **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Disavanzo (delle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: indebitamento netto, ossia differenza fra le entrate e le spese totali, delle **amministrazioni pubbliche**.

Ente creditizio [credit institution]: impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto.

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.

Eurogruppo [Eurogroup]: consesso informale dei ministri economici e finanziari degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro. Il suo status è riconosciuto all'articolo 137 del **Trattato** e nel Protocollo n. 14. La Commissione europea e la BCE sono regolarmente invitate a prendere parte alle sue riunioni.

European Financial Stability Facility (EFSF): società a responsabilità limitata creata dai paesi membri dell'**area dell'euro**, su base intergovernativa, allo scopo di erogare prestiti ai paesi dell'area in difficoltà finanziarie. Tale sostegno finanziario è vincolato al rispetto di condizioni rigorose

nel contesto dei programmi congiunti dell'UE e dell'FMI. L'EFSF ha una capacità effettiva di finanziamento di 440 miliardi di euro e i suoi prestiti sono finanziati con l'emissione di **titoli di debito**, garantiti *pro quota* dai paesi dell'area.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali dell'**area dell'euro**. Comprende la BCE e le BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

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).

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 dell'UE) 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 proprio conto (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: misura dell'andamento dei prezzi al consumo calcolata dall'Eurostat e armonizzata per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Includono capitale azionario e altre partecipazioni, utili reinvestiti e altri proventi riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

Istituto monetario europeo (IME) [*European Monetary Institute (EMI)*]: organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito all'istituzione della BCE 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**.

Meccanismo di vigilanza unico (SSM) [*single supervisory mechanism (SSM)*]: sistema composto dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti per l'esercizio delle funzioni di vigilanza

che saranno conferite in capo alla BCE. La BCE sarà responsabile del funzionamento efficace e coerente del meccanismo, che formerà parte dell'**unione bancaria**.

Meccanismo europeo di stabilità (MES) [European Stability Mechanism (ESM)]: organismo intergovernativo creato dai paesi dell'**area dell'euro** in base al Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità. Rappresenta un meccanismo permanente di gestione delle crisi in grado di fornire prestiti o altre forme di assistenza finanziaria ai paesi dell'**area dell'euro** mediante l'emissione di strumenti di debito. Il MES, entrato in vigore l'8 ottobre 2012, sostituisce sia lo **European Financial Stability Facility** sia il **Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria** e ha una capacità di finanziamento effettiva di 500 miliardi di euro. I prestiti erogati nell'ambito del MES sono soggetti a condizioni rigorose.

Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) [European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)]: strumento dell'UE che, in base all'articolo 122, paragrafo 2, del **Trattato**, consente alla Commissione europea di raccogliere, per conto dell'Unione, fino a 60 miliardi di euro da destinare a prestiti per Stati membri dell'UE che versano o rischiano di incorrere in situazioni eccezionali al di fuori del loro controllo. I prestiti del MESF sono vincolati al rispetto di condizioni rigorose nel contesto di programmi congiunti dell'UE e dell'FMI.

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.

Misure non convenzionali [non-standard measures]: misure temporanee adottate dal **Consiglio direttivo** per sostenere l'efficacia delle decisioni sui tassi di interesse e la loro trasmissione all'insieme dell'economia dell'**area dell'euro**, a fronte delle disfunzioni riscontrate in alcuni segmenti dei mercati finanziari e nel sistema stesso più diffusamente.

Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM) [Correspondent central banking model (CCBM)]: meccanismo istituito dal **Sistema europeo di banche centrali** per consentire alle **controparti** l'utilizzo transfrontaliero delle **garanzie** idonee. In questo contesto ogni banca centrale nazionale svolge il ruolo di depositaria per le altre. Nel suo sistema di gestione titoli è quindi in essere un conto intestato a ciascuna delle altre BCN e alla BCE.

Negoziazione fuori borsa [over-the-counter (OTC) trading]: forma di contrattazione che non comporta il ricorso a un mercato regolamentato. Nei mercati fuori borsa, come quelli dei derivati OTC, gli operatori negoziano direttamente tra loro, tipicamente attraverso collegamenti telefonici e telematici.

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 BCE e dagli altri Stati membri dell'UE che aderiscono 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 operazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le operazioni definitive, quelle 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]: operazione di credito con scadenza superiore a una settimana eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza a tre mesi. Durante le turbolenze sui mercati finanziari iniziate nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un **periodo di mantenimento** delle riserve e 36 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. anche **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 una procedura d'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione pronti contro termine [repurchase agreement]: assunzione di un prestito in contanti mediante la vendita di un'attività, solitamente un titolo a reddito fisso, e il suo successivo riacquisto a una data prefissata e a un prezzo prestabilito lievemente superiore, che riflette il tasso di interesse.

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 di credito 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**.

Operazioni definitive monetarie (ODM) [Outright Monetary Transactions (OMTs)]: operazioni finalizzate a salvaguardare il meccanismo di trasmissione e l'unicità della politica monetaria nell'**area dell'euro** mediante l'acquisto di titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro sul mercato secondario, subordinato al rispetto di condizioni rigorose ed efficaci.

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 negli Stati membri dell'UE, 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. Il Patto prevede quindi 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 tre 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; 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 e 3) Regolamento (UE) n. 1173/2011, del 16 novembre 2011, relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro. 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 da un codice di condotta sulle specifiche riguardanti l'applicazione 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 BCE pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Procedura per i disavanzi eccessivi [excessive deficit procedure]: il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 126 e come specificato nel Protocollo n. 12 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'UE di mantenere la disciplina di bilancio, definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si riscontri che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di **debito** pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, 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**.

Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]: misura dell'attività economica, ossia valore della produzione complessiva di beni e servizi di un'economia, al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni, in un dato periodo. Il PIL può essere disaggregato in componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che formano il PIL sono: consumi finali delle famiglie, consumi finali collettivi, investimenti fissi lordi, variazione delle scorte, importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso l'interscambio fra i paesi dell'area dell'euro).

Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP) [Securities Markets Programme (SMP)]: programma di intervento nei mercati dei **titoli di debito** pubblici e privati dell'**area dell'euro** per garantire spessore e liquidità in segmenti che presentano disfunzioni, al fine di ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

L'SMP si è concluso il 6 settembre 2012, quando sono state annunciate le caratteristiche tecniche delle **operazioni definitive monetarie**.

Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) [covered bond purchase programme (CBPP)]: programma della BCE istituito in base alla decisione assunta il 7 maggio 2009 dal **Consiglio direttivo** in merito all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'**area dell'euro**, allo scopo di sostenere uno specifico segmento del mercato finanziario rilevante per il finanziamento delle banche, che risultava particolarmente colpito dalla crisi. Gli acquisti nell'ambito del programma, per un valore nominale di 60 miliardi di euro, si sono conclusi entro il 30 giugno 2010. Il 6 ottobre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di lanciare un secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (il CBPP2), che consente all'**Eurosistema** di acquistare obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro per un valore nominale prospettato di 40 miliardi di euro. Gli acquisti sono stati effettuati nei mercati sia primario sia secondario dal novembre del 2011 alla fine dell'ottobre del 2012, per un importo nominale totale di 16.418 miliardi di euro.

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 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 (ECAF) [Eurosystème credit assessment framework (ECAF)]: insieme delle procedure, delle regole e delle tecniche volte ad assicurare che tutte le attività stanziabili a garanzia soddisfino il requisito dell'Eurosistema di elevati standard creditizi.

Raccordo disavanzo-debito (delle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: differenza tra il saldo di bilancio (avanzo o **disavanzo**) delle **amministrazioni pubbliche** e la variazione del **debito**.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: rapporto tra il **debito** e il **prodotto interno lordo** ai prezzi di mercato correnti. È oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: rapporto tra il **disavanzo** pubblico e il **prodotto interno lordo** ai prezzi di mercato correnti. È oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo (cfr. anche **procedura per i disavanzi eccessivi**). Viene anche denominato rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Reddito monetario [monetary income]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività individuate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [*credit risk*]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per l'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 mercato [*market risk*]: rischio di incorrere in perdite (su posizioni sia in bilancio sia fuori bilancio) a causa di movimenti dei prezzi di mercato.

Rischio di regolamento [*settlement risk*]: rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto, di solito perché una parte non adempie a uno o più obblighi di regolamento. Comprende in particolare il rischio operativo, il **rischio di credito** e il rischio di liquidità.

Rischio sistemico [*systemic risk*]: rischio che, all'interno di un sistema, l'incapacità di un operatore di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuto impedisca ad altri operatori di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza, riconducibile a difficoltà operative o finanziarie, potrebbe generare ripercussioni (ad esempio significativi problemi di liquidità o di credito) e conseguentemente mettere a rischio la stabilità del sistema finanziario o la fiducia nello stesso.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema** per un **periodo di mantenimento** predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata in base alla media dei saldi giornalieri dei conti di riserva sul periodo di mantenimento.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: sistema che a) consente l'esecuzione e il regolamento delle operazioni in titoli mediante scrittura contabile, b) offre servizi di custodia (ad esempio gestione degli eventi societari e dei rimborsi) e c) svolge un ruolo attivo nell'assicurare l'integrità delle emissioni di titoli. Questi ultimi possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) o in forma dematerializzata, ossia solo come scritturazione elettronica.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente il trasferimento di titoli senza preventivo pagamento oppure contro pagamento (*delivery versus payment*, DVP).

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 singola operazione in tempo reale (cfr. anche **Target**).

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*]: sistema organico e integrato di conti macroeconomici basato su un insieme di concetti, definizioni e classificazioni di natura statistica e norme contabili concordati a livello internazionale, con la finalità di fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente, per l'UE, del *System of National Accounts 1993* (SNA 93) concepito su scala mondiale.

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]: è costituito dalla BCE e dalle banche centrali nazionali dei 27 Stati membri dell'UE; comprende pertanto, oltre all'**Eurosistema**, le BCN degli Stati membri la cui moneta non è 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.

Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) [European System of Financial Supervision (ESFS)]: gruppo di organismi incaricati di assicurare la vigilanza del sistema finanziario dell'UE. Comprende il **Comitato europeo per il rischio sistemico**, le tre autorità di vigilanza europee, il Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza e le autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri dell'UE.

Stabilità dei prezzi [price stability]: preservare la stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge 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 Europa 2020 [Europe 2020 strategy]: strategia dell'UE per l'occupazione e per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; è stata adottata dal **Consiglio europeo** nel giugno 2010. Sulla scorta della precedente strategia di Lisbona, intende fornire un quadro coerente agli Stati membri dell'UE per l'attuazione di riforme strutturali finalizzate ad aumentare la crescita potenziale e a mobilitare le politiche e gli strumenti dell'UE.

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 dell'**Eurosistema** per l'euro. Il sistema Target di prima generazione è stato sostituito da **Target2** nel maggio 2008.

Target2: sistema **Target** di seconda generazione che regola in moneta di banca centrale i pagamenti in euro; funziona mediante una piattaforma informatica unica condivisa su cui convergono tutti gli ordini di pagamento da elaborare.

Target2-Securities (T2S): piattaforma tecnica unica dell'**Eurosistema** che consente ai **sistemi di deposito accentrato** e alle BCN di fornire servizi di base, neutrali e senza confini, per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli in Europa.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo**. Comprendono i tassi sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso di cambio effettivo (TCE) dell'euro (nominale/reale) [effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)]: media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'**area dell'euro**. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i

dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri venti paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio manifatturiero dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Il TCE reale si ottiene dal TCE nominale corretto per la differenza tra l'andamento di un indice medio ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; misura, pertanto, la competitività di prezzo o di costo.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza.

Trattamento interamente automatizzato [*straight-through processing (STP)*]: trattamento automatizzato dall'ordinante al beneficiario dei trasferimenti per operazioni o pagamenti. Prevede, ove applicabile, il perfezionamento automatico di conferma, spunta e generazione degli ordini, compensazione e regolamento.

Trattati [*Treaties*]: salvo diversa indicazione, nel presente rapporto il termine “trattati” è usato per designare sia il **Trattato** sul funzionamento dell'Unione europea sia il Trattato sull'Unione europea.

Trattato [*Treaty*]: salvo diversa indicazione, nel presente rapporto con il termine “Trattato” si intende il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea; i riferimenti agli articoli riflettono la numerazione vigente dal 1° dicembre 2009.

Trattato di Lisbona [*Lisbon Treaty*]: modifica i due trattati fondamentali dell'UE, ossia il Trattato sull'Unione europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea, che è stato ridenominato **Trattato** sul funzionamento dell'Unione europea. Il Trattato di Lisbona è stato firmato nella capitale portoghese il 13 dicembre 2007 ed è entrato in vigore il 1° dicembre 2009.

Unione bancaria [*banking union*]: una delle componenti principali per il completamento dell'**Unione economica e monetaria**; consiste in un assetto finanziario integrato comprendente un *corpus* unico di norme, un **meccanismo di vigilanza unico**, un regime comune di garanzia dei depositi e un meccanismo unico per la risoluzione delle crisi bancarie.

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 BCE 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 sua 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